



Financial **R**esearch and **T**raining **C**enter

Discussion Paper Series

新興市場と新規株式公開の
レビュー

岩井 浩一 保田 隆明

DP 2009-13

2010 年 3 月

金融庁金融研究研修センター
Financial Research and Training Center
Financial Services Agency
Government of Japan

本ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究研修センターの公式見解を示すものではありません。

新興市場と新規株式公開のレビュー

岩井浩一*

保田隆明⁺

概要

本稿は新興市場と新規株式公開に関するレビュー論文である。内外の既存研究を概観することを通じて、本邦市場の制度設計への示唆を引き出すこと、及び、今後の研究課題を整理することを目的としている。

新規株式公開は多くの市場参加者が関与する各種の手続きから構成されており、その結果、多様な利害対立が内在している点に、その最大の特徴を求めることができる。換言すれば、新興市場や新規株式公開の望ましい制度のあり方は、市場参加者によって異なったものとなる。こうしたなか、既に国内でも行政当局、自主規制機関、業界関係者、研究者等によって、新興市場や新規株式公開の望ましい制度のあり方に関して活発な議論が進められてきたが、これら議論の多くは市場参加者間の利害対立をどのように調整すべきかについて、必ずしも、統一的な視点あるいは公平な立場から整理してきたわけではないように窺われる。そこで本稿では、既存研究を丹念に調べることを通じて、新興市場や新規株式公開の制度設計を考察するうえで重要となる切り口を提示し、これをもって、既往の議論に対して新たな洞察を提供することを企図している。

こうした目的のために本稿は幅広い論点に亘り新興市場や新規株式公開を考察している。議論は2つの柱から成る。第一は新規株式公開を巡るアノマリーを通じた考察である。具体的には、過小値付け問題（アンダープライシング）、中長期アンダーパフォーマンス、IPOサイクルに注目する。これらアノマリーの発生原因に関する理論・実証分析を概観することを通じて、制度設計上の課題を浮き彫りにする。第二の柱は、新興市場と新規株式公開に係わる各種法制度に関する考察である。価格決定・割当方式、上場基準・上場手数料、新規公開時の情報開示制度、需給調整制度、売買制度、上場廃止制度が本稿の分析対象である。各制度について、それが果たす経済的な機能、その機能が発現しているかに関する実証的分析を点検することを通じて、制度設計上の留意点を整理する。こうした作業を経たうえで、最後に、今後の制度設計に対する示唆と研究課題を取り纏める。

キーワード：新興市場（junior markets）、新規株式公開（IPO）、アノマリー（anomaly）、制度改革

* 金融庁 金融研究研修センター 研究官（koichi.iwai@fsa.go.jp）

⁺ 金融庁 金融研究研修センター専門研究員（takaaki.houda@fsa.go.jp）

本稿の執筆に当たっては、神戸大学大学院経営学研究科 忽那憲治 教授、慶応義塾大学経済学部 吉野直行 教授（金融庁金融研究研修センター長）、新日本有限責任監査法人 高橋正好 氏、日本証券経済研究所 船岡健太 氏、東京証券取引所 飯田一弘 氏、マネックス・ハンブレクト株式会社 松澤修一 氏から有益な御意見を頂戴した。また、関西学院大学 岡村秀夫 教授、及び、岩井が参加する財団法人日本証券経済研究所 ベンチャーキャピタル研究会のメンバー各位との議論が参考になった。記して感謝を申し上げる。但し、本稿は、執筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

【目次】

第1章	はじめに	3
第1節	本稿の狙い	3
第2節	国内外の動向	4
第3節	本稿の構成と要約	6
第2章	新興市場と新規株式公開の機能と特徴	11
第1節	新興市場と新規株式公開の重要性	11
第2節	新興市場と新規株式公開の望ましい姿	13
第3節	新規株式公開の費用と便益	19
第4節	新規株式公開の実務フローと利害対立	23
第3章	欧米市場のレビュー（アノマリーを巡る議論）	30
第1節	アンダープライシング	30
第2節	中長期アンダーパフォーマンス	41
第3節	IPO サイクル	47
第4章	欧米市場のレビュー（制度に係わる議論）	54
第1節	価格決定・割当方式	54
第2節	上場基準・上場手数料	74
第3節	新規株式公開時の情報開示制度	88
第4節	需給調整制度	108
第5節	売買制度	116
第6節	上場廃止制度	124
第5章	本邦市場のレビューと制度設計への示唆	130
第1節	本邦におけるアノマリー	130
第2節	本邦新興市場・新規株式公開に係わる制度	134
第3節	未解決の論点	149
第4節	制度設計への示唆	153
第6章	結び	167
参考文献		169
図表		188

第1章 はじめに

第1節. 本稿の狙い

企業が証券発行を通じて円滑に資金を調達できることは、証券市場を通じた資金仲介及び資源配分が機能するために不可欠である。この点に異論はなかろう。しかしながら、現実の証券市場において証券発行が「円滑に」機能しているかについては、必ずしもコンセンサスがあるわけではない¹。例えば、現実の証券市場では、証券関連諸法や取引所の各種制度によって証券発行は様々に制限されているが、こうした諸制度が企業の資金調達を円滑化する効果を持っているのか、あるいは、そもそも社会的に望ましいものであるか、十分に理解が進んでいるとはいえない状況にある。この点は相対立する2つの見解が存在することに如実に表れている。即ち、証券発行に係わる規制が厳しいために企業の資金調達が実質的に制限されているという見方がある一方で、厳格な規制は資本市場の健全性確保や投資家保護にとって不可欠であるという見解もある。こうした見解の対立は、特に中小・ベンチャー企業の資本市場へのアクセスや新規株式公開の在り方を巡って、一層顕著になる。その一つの理由は、中小企業は大企業に比べて、また、新規株式公開時は追加公募時に比べて、それぞれ情報の非対称性が大きいからである。

また、相対立する2つの見解が生じていることは、証券市場へのアクセスを容易にすることと、市場の健全性や投資家保護を確保することが、場合によってはトレードオフの関係となることを示すものでもある。従って、金融当局等の制度設計を担う者は、どのようなバランスが望ましいか、どのような制度であれば上手くバランスするのか、現行制度は両者のバランスを上手く保っているのか、等という論点を出来る限り正確に把握し、そして何らかの「問題」があれば、規制緩和と規制強化の両面から必要な対策を取らねばならない。

本稿では、このトレードオフ問題が顕著となる新興市場²と新規株式公開（IPO）に着目する。本稿の最終的な目的は本邦新興市場や新規株式公開の問題点とその改善策を考察することである。そのために本稿では、内外新興市場における新規株式公開に関する理論・実証分析を概観する。但し、既に新規株式公開に関して優れたレビュー論文が数多くある³ことを踏まえ、本稿では、これら既存レビューでは余り注目されていない、新興市場や新規株式公開に関する各種法制度の機能、及び、これら制度が市場価格や市場参加者の行動に与える影響に特段の注意を払うことにする。こうした視点から既存研究を概観することによって、制度設計上の課題がより鮮明になると考えるからである。また、海外の研究成果を基に本邦市場への示唆を引き出す場合には、内外制度の違いを念頭に置き、慎重な解釈を試みる。後述のように、本邦新興市場や新規株式公開については幾つもの提言がなされているが、これらの提言には、既存の研究成果を参考にしていない、あるいは、欧米の研究成果や各種制度をそ

¹ 例えば、Friedman and Grose(2006), Eckbo et al(2007), Carpentier and Suret(2008), 瀧田(2002)等を参照。

² 新興市場の定義は論者によって異なるものである。例えば、日本証券業協会・新興市場のあり方を考える委員会(2009)は、「新興市場とは、一般的に創業から間もないため財務基盤が十分ではなく新規の資金ニーズのある企業や、成長性のあると思われる企業、一定規模の収益性・継続性のある企業など、多種多様な企業のための取引所市場」と位置付けている。本稿では、より一般的に、中小・ベンチャー企業向けの市場や市場区分を指すものとして用いている。具体的には、本邦については主に、ジャスダック市場（含むNEO）、東証マザーズ、大証ヘラクレス、福証Q-Board、名証セントレックス、札証アンビシャスを念頭に置いている。他方、諸外国については、本文では米国NASDAQやOTCBB、フランスのNeuveau Marche等の一部の市場（区分）に関する既存研究を紹介することになるが、一般にjunior markets、new marketsと呼称される市場（区分）全般を想定している。

³ 新規株式公開（IPO）を巡る既存のレビュー論文としては、例えば、Ibbotson and Ritter(1995), Ritter(1998), Ritter and Welch (2002), Schwert(2003), Ritter(2003a), Ljungqvist(2007), 翟(2006a,b), 忽那(2007, 2008)等がある。また、辰巳(2006a,b,c)は新規株式公開に係わる諸制度も含めて、既存研究をレビューしている。

のまま国内に適用しようとする姿勢が散見される。本稿では、内外制度の違いを踏まえたうえで、既存研究から得られる示唆を慎重に引き出し、今後の制度改革の在り方を探ることを目指している。

但し、本稿の議論には3つの意味で限界がある。第一は、新興市場や新規株式公開の在り方を考える際には、中小・ベンチャー企業向けのその他の資金調達手段も考察する必要があるが、本稿では、こうした代替的な調達手段の存在を十分に視野に入れているわけではない。具体的には、中小企業向け銀行融資、各種信用保証制度、更には、ベンチャー・キャピタル等のエクイティ・ファイナンス手段を考察対象に含めていない。また、未公開株取引市場（本邦に関しては例えばグリーンシート市場等）に関しても十分な議論を行っているわけではない。このため、例えば、「中小・ベンチャー企業の資金制約はどのようにして発生し、どの程度深刻であるのか」「中小・ベンチャー企業のエクイティ・ファイナンス手段全般を見渡した場合に、何が最大の課題か」「中小・ベンチャー企業の大部分が新規株式公開を目指しているわけではないのは何故か」等といった、スタートアップ段階の企業金融に係わる問題や上場前の企業の意思決定に関する考察は十分ではない⁴。第二は、実証的根拠を十分に示すことができていない点である。本邦新興市場や新規株式公開に関する実証分析がそもそも欧米市場に比べて極端に少なく、また、本稿自体も厳密な実証分析を行うには至っていない。このため、本稿は具体的な実証結果を論拠に制度改革案を提示するものではなく、今後、制度設計を進めるうえでの着眼点を整理したもの、あるいは議論の土台を提供したものというべきかもしれない。第三に、本稿で述べる制度設計上の留意点は残念ながら、低迷を続けていると称される現下の新興市場や新規株式公開に対する即効薬を処方できているわけではない点である。むしろ、今後、景気や株式市場が回復基調に復した際に、中小・ベンチャー企業のエクイティ・ファイナンス、とりわけ新規株式公開が円滑に進むようにするために、今のうちから議論し整備しておくべき制度的手当てを整理することに主眼を置いている。換言すれば、新興市場や新規株式公開の低迷の背景が「循環的」要因と「構造的」要因に分解できるとすれば、本稿の狙いは構造的な要因の背後にある制度上の問題を洗い出そうとする点にある。

こうした限界がある一方で、本稿は次の点で貢献することを目指している。第一に、新興市場や新規株式公開に係わる各種制度とその経済的な機能に関する包括的なレビューを行い、今後の制度改革の基礎的な検討材料を提供することである。第二に、欧米市場については研究が進んでいるものの、本邦市場について研究が不十分な論点のうち、特に制度改正の是非を判断するうえで必要となる研究課題を整理することである。このように、本稿は「法制度論」と「ファイナンス論」の橋渡しとなることを企図したものであり、同時に、「学界」と「実務界（含む行政府）」の議論を繋ぐことを目指したものである。これが本稿の最終的な狙いである。

第2節．国内外の動向

次節で本稿の要約を提示する前に、新興市場や新規株式公開を巡る既往の政策的論議を振り返っておくことは、本稿の狙いを明確にするうえで有益である。そこで、ごく簡単ではあるが、新興市場の最近の動向と制度改正を巡る国内外の主要な議論を概観しておこう。

まず国際的な動向を概観しておこう。特に注目されるのは、嘗て圧倒的な存在感を示していた米国と英国市場が所謂 IT バブル⁵崩壊以降に相対的に低迷している点である⁶。図表1は世界の株式市場に

⁴ 鹿野(2008)は中小企業への地方公共団体等の制度融資や制度保証が中小企業の財務構成等に与える影響やベンチャー・キャピタルの役割等について興味深い分析を行っている。このほかにも、新規開業企業を含む本邦中小企業の企業行動に関しては、橋木・安田(2006)、忽那・安田(2005)、金井・角田(2002)等を参照。

⁵ 本稿では IT バブル期の厳密な定義を与えることなく議論を進める。その理由は、IT バブル期の発生と終了時期

における新規上場や上場廃止動向を示したものであるが、これをみると、特にこの数年間、これら 2 つの市場の相対的な存在感が低下する一方で、一部の新興国（インド、中国、ブラジル等）における新規株式公開が活発化しつつあることが看取できよう。この間、この数年の我が国における新規上場は件数、金額共に大きく落ち込んでいるほか、経済規模に照らせば、その水準自体もかなり低位であるように窺える。図表 2 は新興市場の創設やグローバルな市場間競争の流れを示しているが、近年、アジア諸国において中小・ベンチャー企業向けの証券市場の強化に向けた様々な取組みが進展していることが確認できる。

図表 1

図表 2

欧米市場における新規株式公開の低迷の背景には、無論、今次金融危機を受けた欧米諸国の景気悪化という要因もあるが、これらの市場において IT バブル期に多くの不公正取引が発生し、これが市場への不信感に繋がり、新規公開を検討している企業や投資家が離反して可能性が注目されてきた。無論、不公正取引に対しては各国とも既に多くの対策を講じてきている。例えば米国では、新規株式公開を巡る不公正取引の防止、とりわけ、証券発行時における証券会社等の利益相反行為の抑制を目指して各種の制度改革が進められてきた。図表 3 は全米証券業協会（NASD、現 FINRA）とニューヨーク証券取引所（NYSE）が設置した共同諮問委員会の報告書の概要である。同報告書は、新規株式公開は米国資本市場の成功と経済全体のイノベーション創造にとって不可欠のものであると位置付け、新規株式公開に係わる制度改正案を提案したものであり、これらの提案の一部は既に実施されている。

図表 3

新規株式公開時の証券会社等による利益相反的行為が問題であるとの認識は、米国に止まらず、世界的に共有されてきている。例えば、証券監督者国際機構（IOSCO）は金融仲介業者の利益相反行為を抑制し、金融資本市場の公正性を確保することを目的に、2005 年と 2007 年に相次いで報告書を公表している。特に、IOSCO(2007)では、引受業務における情報管理の在り方に注目し、証券の引受業務に伴う利益相反について、次のような見解を示している（詳細は図表 4 を参照）。まず、証券発行時に利益相反が発生する背景として、証券発行を仲介する金融仲介業者が（1）引受業務の他にも複数の役割を担っていること、（2）利害の対立する可能性のある複数の顧客を抱えていることを指摘している。そのうえで、利益相反の適切な管理・抑制策として、（1）金融仲介業者がグループ全体で利益管理態勢を整備すること、（2）情報隔離態勢を整備すること、（3）適正な情報開示を行うこと、（4）利益相反を回避できない状況では、引受業務を自主的に辞退する（控える）ことを挙げている。このように諸外国では、この数年、証券発行時の法規制、実務慣行の見直しを巡る議論が進んできたといえるだろう。

図表 4

次に、近時における我が国の動向を簡単に振り返ってみたい。前述の通り、新規株式公開の動き自

に関する公式の定義がそもそも存在しないと思われること、また、正確に定義付けることも困難であること、国によって発生と終了時期が異なっていると思われること、による。なお、Lowry et al(2010)は米国市場における新規株式公開を分析する立場から、IT バブル期を 1998 年 9 月から 2000 年 8 月までと定義しており、本稿でも、概ねこの定義を念頭に置いている。

⁶ 「低迷」をどのように評価するかは難しい問題である。ここでの議論のように新規株式公開の動向（件数、金額等）を基準に判断する立場（Peristiani 2007）、経済規模に対する比較感で評価する立場（Weild and Kim 2009）、上場企業が得ている便益を重視する立場（Doidge and Stulz 2009）等があり得る。しかも、既存分析を見る限り、いずれの視点で評価するかによって、ある国（米国、日本、等）が「相対的に低迷」しているかどうかの違いがみられる。こうした論点はあるものの、ここでは、この数年の現象面を確認するという立場から、第一の視点に依拠している。

体が大きく低迷していることに加え、2006年のライブドア事件等を契機とする新興市場への不信感の高まりや事業再生・敵対的買収への注目が集まるなかで、株式公開のメリットやデメリット、新興市場の在り方への関心が高まってきた⁷。こうした状況の下で、行政当局、業界団体及び取引所等が新興市場や新規株式公開制度の在り方について各種の取り組みを進めてきた。図表5は我が国の新興市場の変遷を、図表6はこの数年来の制度改革に係わる議論を要約したものである。特に2006年に金融庁の懇談会報告書（金融庁 2006）が公表されてから、日本証券業協会等を中心に、新規公開株式の配分方法、公開価格の決定方法、引受審査の在り方等について多面的な検討が加えられ、それぞれの論点について具体的な提言や結論が示され、幾つかの制度改革も鋭意進められてきた。

図表 5

図表 6

このようにみると、新興市場や新規株式公開制度の改革の必要性やその方策に関しては、既に国内でも議論し尽くされており、また、必要な対策は既に実施済みであるという見解もあり得よう。こうした状況にもかかわらず、本稿にて改めて新興市場や新規株式公開の在り方を検討するのは、既存の議論には幾つかの重要な視点や分析が欠如しているように見受けられるからに他ならない。

具体的には第一に、新興市場の問題点として指摘されてきた諸現象（例えば、上場件数の低迷、上場後の不祥事（虚偽記載）の発生、等）が何故発生したのか、あるいは、それらがどのような意味で問題視されるべきかについて、説得的な説明や考察が不足しているように思われるからである。特に、前述の通り、本邦新興市場や新規株式公開に関する実証的な研究がそもそも少ないなかであっては、少なくとも欧米市場に関する既存研究とその示唆を慎重に解釈したうえで、本邦市場の問題点に接近していく姿勢が必要であるはずだが、こうした考察が不足しているように窺われる。

第二に、市場改革に伴う便益が多くの市場参加者に行き渡るものなのか、換言すれば、市場改革が社会的便益を伴うものか否かについて議論が整理されていない。むしろ、やや穿った見方をすれば、既往の制度改革を巡る議論は、証券会社やベンチャー・キャピタル等の金融機関や監査法人等、新興市場の上場件数が増加する等し、活況を呈しさえすれば経済的利得を得られる立場にあると思われる関係者が中心となって取り纏めたものである。この結果、投資家の視点、あるいは市場参加者全体や市場の効率性という視点から議論されたわけではないことが懸念される。こうした問題意識から、本稿では、国内におけるこれまでの議論を時に、敢えて批判的に再検討することにする。

第3節．本稿の構成と要約

1．本稿の構成

本稿の要約を兼ねて、次章以降の構成を予め纏めると次の通りである。2章ではまず、それ以降の準備作業として、新興市場や新規株式公開のあるべき姿について、我々の立場を明確にする。「あるべき姿とは何か」という議論は、制度改革を議論するうえで欠くことの出来ない論点でありながら、既往の議論では必ずしも明確になっていないと思われる。本稿では、伝統的なファイナンス理論の考え方を援用しながら、この望ましい姿を整理している。具体的には、「資金制約の緩和」、「情報効率性の向上・情報の非対称性の緩和」、「取引効率性」、「エージェンシー問題の抑制」、「投資家保護」、「逆選

⁷ 例えば柳川(2006)を参照。

損・外部不経済性の緩和」、「制度間の整合性」、「国際競争力」というキーワードから整理する⁸。望ましさを測るこれらの考え方は、金融当局等の制度設計主体が制度の是非や具体的な改正内容を考察する際に念頭に置いておくべき概念である。2 章ではこのほかにも、新規株式公開の費用と便益に関するファイナンス理論の考え方や新規株式公開の一連の実務プロセスを整理し、そのうえで、情報の非対称性やエージェンシー問題が具体的にどのようなようにして発生するかについても考察を加える。

3 章及び 4 章は、欧米諸国に関する既存研究のレビューである。まず 3 章では、新規株式公開時に観察される幾つかのアノマリー現象に関する研究を概観する。具体的には、「アンダープライシング」、「中長期のアンダーパフォーマンス」、「IPO サイクル」に関する既存研究を概観する。但し、これらアノマリーに関しては、既に多くのレビュー論文が存在する。そこで本稿では、既存研究の詳細な説明を行うのではなく、これらのアノマリーが政策当局にとってどのような問題を投げかけるかを考察することに重点を置いている。

4 章では、新興市場や新規株式公開に係わる各種制度に関する既存研究を概観する。具体的には、「価格決定・割当方式」、「上場基準・上場手数料」、「新規公開時の情報開示制度」、「需給調整制度」、「売買制度」、「上場廃止制度」に注目する。各制度について、それが果たすと期待されている機能を明確にしたうえで、そうした機能が現実に発揮されているかに関する実証分析を紹介する。その際、各制度が相互にどのような影響を及ぼし合うか、また、市場参加者がどのようなインセンティブに従って各制度を利用しているかに注意を払うことにする。その理由は、新規株式公開では複数の制度や多様な市場参加者が関与するために、制度設計主体がある制度を変更した場合に、当該制度変更が別の制度や市場参加者の行動に副次的な影響を与え、その結果、所期の政策目的とは異なる効果が顕現化してしまうといった事態が容易に発生すると考えられるからである。換言すれば、新規株式公開に係る制度設計に際しては、制度間の相互作用や代替関係等を十分に考慮に入れる必要があると考えられるからである。

本邦市場に注目したのが 5 章である。具体的にはまず、本邦市場に関する既存研究と主要な法制度を概観する。そのうえで、4 章までの議論も念頭に置きつつ、今後求められる研究課題と、本邦市場の制度改革を進めていくうえでの留意点を取り纏める。前述の通り、ここでの議論は今後の議論の叩き台を提示するという性格のものである。最終章は、本稿全体の纏めである。

⁸ 本稿における「情報効率性」や「情報の非対称性」、「取引効率性」の考え方は標準的なファイナンス理論の定義に従っているわけではない点を予め断っておく。本稿では、これらの用語に厳密な定義を与えているわけではなく、概ね以下のような意味合いで用いている。まず「情報効率性」については、「いかなる時点においても、観察される証券価格には、その時点で利用可能な情報を十分に反映している」あるいは「いかなる時点においても、全ての投資家がその時点で利用可能な情報を十分に検討したうえで投資判断を下している」というかなり抽象的な意味で用いる。なお、「情報効率的」であっても「情報の非対称性」が発生し得るものと位置付けている。「取引効率性」とは、流通市場における取引だけでなく、証券発行時に生じる取引も含めて、取引コストが無視し得るほど十分に小さい状況を意味するものとして利用する。更に、「取引効率性」と「情報効率性」が満たされ、且つ、「情報の非対称性」が存在しない状況を「市場が効率的である（効率的市場）」と表現する。即ち、「市場が効率的である（効率的市場）」を「いかなる投資家も、現時点で利用可能な情報を利用して将来時点において経済的利益（取引コスト控除後・リスク調整後リターン）を得ることができない市場」という程度の意味で用いる。資本市場の効率性に関するより厳密な議論は Fama(1970), Jensen(1978), 倉澤(1989)等を参照されたい。また、本稿では、これらの観点について上位・下位概念を明確に意識しているわけではなく、その結果、定まった優先順位を念頭に置くものでもない。例えば、市場効率性の確保と投資家保護のどちらが優先されるべきか（あるいは、どちらが手段でどちらが目的であるか、等）といった金融法制上の根源論ともいえる論点について、特に明確な立場をとるつもりはない（この論点については例えば黒沼(2002)を参照）。なお、河本・大武(2008)が指摘するように、「現行の金融商品取引法の目的が「投資者保護に尽きる」のであり、「金融商品等の公正な価格形成」はそのための手段に過ぎない」とするならば、本稿における制度設計に関する提言のなかには、この金商法の趣旨に照らした場合には不適切と判断される議論が含まれている可能性はある。

2. 要約（制度改革の留意点）

制度改革を進める際の留意点として本稿で主張する主たる内容を予め列挙すれば次の通りである。何よりもまず、新興市場や新規株式公開の望ましい姿とは何かを明確にし、幅広い市場参加者で共有する必要がある。新規株式公開の一連の取引においては、市場参加者の間で様々な利害対立が発生し得るため、望ましい市場の姿も各参加者の立場によって異なるものとなる。従って、こうした違いを相互に理解し合ったうえで、市場メカニズムで解決できない問題を認識し、多くの市場参加者が経済的便益を得られるような仕組みについて理解を深める必要があろう。本稿では、一つの試論として、前述の8つのキーワード－「資金制約の緩和」「情報効率性の向上・情報の非対称性の緩和」「取引効率性」「エージェンシー問題の抑制」「投資家保護」「逆選択・外部不経済性の抑制」「制度間の整合性」「国際競争力」－の視点から望ましい姿に接近したが、今後は、実務慣行等に関する実態調査や実証的な検証も進めたうえで、一層明確な切り口から市場のあるべき姿を考察する必要もある。従って、今後の実態把握や検証作業の結果如何との留保条件は付くが、今後の制度改革に際して注目すべきと思われる具体的な論点を既存研究を参考に洗い出すとすれば、次の通りとなる。

① 資金制約の緩和

上場希望・予定企業のごく一部の企業だけが上場を実現できているに過ぎず、また、新規公開企業の業種分布が偏っている現状を克服する必要がある。そのためには、企業・業種特性を十分に考慮した上場基準・上場審査を検討する必要がある。とりわけ研究開発型企業のように、企業属性としてエクイティ・ファイナンスが適した企業に対して、企業・業種特性を考慮することなく一律の上場基準を適用すると、これら企業の資金調達を顕著に阻害する可能性がある点には留意が必要となろう。また、取引所による実質基準（取引所審査）が恣意的に運用されると、新規株式公開の実現可能性に関して不確実性が高まり、それが企業の上場意欲を低下させる恐れがある。実質基準の客観的な運用と透明性の向上も必要である。このほかにも、上場基準における利益基準については、そもそもこれが実態として制約（binding）になっていないという可能性はあるものの、利益操作を助長するという悪影響に鑑みると、市場区分の在り方を検討するなかで、その存否も含めて再検討する価値があるのではないかと考えられる。

資金制約の緩和には何よりもまず、新規株式公開時の資本コストを引き下げるための努力が不可欠である。これには後述の取引効率性の向上やエージェンシー問題の抑制等も有効と思われるが、それ以外にも、投資家層の拡大に向けた対策が必要である。特に本邦新興市場における機関投資家の参加が限定的である現状を如何にして克服できるかについて、機関投資家の運用実態（運用制限、等）や投資ニーズ等を十分に把握したうえで、考察していく必要がある。

また、企業の上場目的は資金制約の緩和に限ったものではなく、例えば、知名度・ブランド力の向上等を優先する企業も存在するであろう。企業が上場を通じて様々な目的を達成できるよう、環境整備を進める必要がある。例えば、多様な価格決定・割当方式を制度的に認め、企業が複数の選択肢のなかから自らの目的に照らして最適な手法を自由に選択できるようにすることも一考に値する。なお、その際には、引受証券会社等、企業へ助言をする立場の市場参加者が利益相反的な行動を起こさないように手当てすることも忘れてはならない。

② 情報効率性の向上・情報の非対称性の緩和

情報効率性を高めるためには、開示情報や情報開示間隔の見直し、入札方式の利用価値の周知、また、売買制度の再検討が必要である。まず新規公開企業の自発的情報開示を促すために、自発的情報開示を阻害するような制度・実務慣行を見直す必要がある。具体的には、取引所が業績予想情報の範囲を事実上決定している実務慣行の見直し等が考えられる。その際には、どのよう

な予測情報を制度開示の対象に含めるべきかについても再検討することが必要となろう。即効薬は見出し難いものの、アナリスト・カバレッジを拡大させていくことも肝要であろう。

また、投資家が十分に情報を収集・分析したうえで投資判断を下せる環境を確保するために、情報開示間隔が適正であるかを再検討することもあってよからう。具体的には、有価証券届出書（含む訂正届出書）の提出日、募集開始日、上場日の間隔が適正かという視点からの検討が必要と思われる。

次に、入札方式は価値評価の容易な企業の価格発見に優れた手法であるとの指摘があるにもかかわらず、本邦ではこうしたメリットは意識されていない。従って、このメリットを新規公開企業や投資家等に対して十分に周知する必要がある。最後に、上場後の価格発見機能を向上させるという視点から、現行の売買制度が新興市場に上場する企業属性に照らして適切なものかを検討することも、引き続き必要である。売買制度の在り方を考える場合には、個別銘柄や市場全体の流動性を如何にして高めるかという視点だけではなく、仮にそれが流動性を犠牲にする可能性があるとしても、情報生産を向上させるために望ましい売買制度はどのようなものかという点にも注意を払う必要があろう。また、グリーンシート市場から新興市場へ移行する際の取引連続性の確保や欧州におけるグレイ市場のようなメカニズムを取り入れることの是非、及び、その方策についても検討することが望ましい。

他方、情報の非対称性を緩和させるためには、まず機関投資家と一般投資家の間の情報格差を、これら市場参加者の情報生産インセンティブを損なわないように留意しつつ、解消することが必要である。具体的には、プレ・ヒアリング等において機関投資家が入手した情報を一般に公開すること、あるいは、機関投資家以外の投資家が入手できる機会を確保することを検討する価値がある。加えて、主幹事証券会社が算定したファンダメンタルズ価値⁹を、少なくとも新規公開企業に対して、あるいは一般投資家も含めた広い投資家層に対して、何らかの形で公表・開示させることも有効な対策となろう。

③ 取引効率性

新興市場や新規株式公開の取引効率性を向上させるには、新規公開企業が株式上場に際して利用する各種の外部サービスの手数料が競争的に決定される必要がある。また、新規公開企業の企業属性や上場ニーズに適した価格決定・割当方式が自由に選択できる環境整備と共に、価格決定・割当方式の取引コストを引き下げるという視点も重要となろう。その際には、インターネット技術等を積極的に利用すること等も検討されて良からう。他方、上場後の取引コストの引下げには、前述の売買制度の見直しに加えて、上場廃止後の取引制度（フェニックス銘柄制度）の充実や取引所間（市場区分間）の統廃合も検討される必要がある。

④ エージェンシー問題の抑制

引受証券会社の行動に内在するエージェンシー問題を抑制するには、なによりもまず引受証券会社の忠実な行動が求められるが、そのほかにも、現行の利益相反管理態勢制度の実施状況を踏まえて、必要があれば、利益相反情報を顧客（新規公開企業）に対して開示することの是非も検討するべきかもしれない。また、ブックビルディング方式における価格と割当先の裁量的な決定権がもたらす弊害を減じるためにも、諸外国で取り入れられている各種の価格決定・割当方法（例えば、ブックビルディング方式と固定価格方式のハイブリッド方式、Competitive IPO、等）を本邦に導入することを検討する必要がある。特に、価格決定と割当先の決定をどのように分離

⁹ 本稿では多くの場合、「ファンダメンタルズ価値」を「新規公開企業の真の企業価値」という意味で用いるが、場合によっては、「引受証券会社が認識した新規公開企業の真の企業価値」という意味で用いることもある。ここでは後者の意味である。

することが適切かについて、金融仲介業者だけでなく、中小・ベンチャー企業からのニーズを聴取したうえで、議論を深める必要がある。更に、引受業務における証券会社間の競争がより競争的になるように、引受業務に係わる参入障壁を見直すこと等にも検討価値を見出すことができる。

他方、新規公開企業の株主や経営者の情報開示インセンティブに伴うエージェンシー問題を抑制するには、利益相反行為が発生しやすい状況においてロックアップ契約等が積極的に且つ柔軟に利用できるように環境を整備することが望ましい。また、仮に開示情報の信頼性を一層高める必要があると判断されるならば、現行法における制度開示情報に関する発行体、監査法人、引受人の法的責任のあり方を再考する必要があるかもしれない。特に、引受人の民事上の責任に関しては、そもそも「引受人の責任」という観念そのものが希薄であるとの指摘が一部にみられるように、開示情報の信頼性を高めるうえで工夫の余地があるように思われる。

⑤ 投資家保護

前述の価格決定と割当先決定の分離、上場廃止後の取引制度の見直しは投資家保護の観点から必要である。このほかにも、上場基準・上場廃止基準として企業が操作可能な数値基準を採用すると、企業の利益相反行為（利益調整行動、等）を助長しかねない点には留意する必要があるだろう。また、現在、資金使途に関する情報が目論見書等に記載されているが、この情報の正確性を確認することも求められよう。記載された資金使途とは異なる用途に資金が利用・流用されると、投資家が期待（許容）していた投資パフォーマンス（リスクとリターン）が実現しないことになるからである。類似の議論として、どの程度の予測情報を制度開示に含めるべきかについても議論を深める必要があるのではないか。更に、公開価格の適正さに関する行政当局、あるいは、法律上の解釈を明確にすることも必要と考えられる。

⑥ 逆選択・外部不経済性の抑制

逆選択問題や外部不経済性は上場前にも上場後にも発生し得るため、それぞれの局面に適した対応が必要となる。まず上場前の対策としては、企業の「質」を高い精度で識別できるような制度設計が必要であり、そのためには、上場基準の見直しのほか、明確な市場区分を利用すること、あるいはまた、そうした市場区分の狙いを市場参加者に理解してもらうことが肝要である。また、既に東証 AIM で導入された J-NOMAD のように、第三者が上場企業（銘柄）の質を常時監視・管理する制度を事前に用意しておくことも、理屈のうえでは、有効と考えられる。

他方、上場後に発生する逆選択・外部不経済性への制度面での対策としては、例えば、外部不経済性の原因となっている企業に対して何らかの制裁金を課すことが考えられる。具体策としては例えば、外部不経済性を与えている程度に応じて上場手数料を増減させる仕組みや、不祥事を起こした企業に対して抑止力を有する程度の制裁金を課すこと等を検討する余地があろう。

⑦ 制度間の整合性

制度の一貫性を確保するという観点からは、特に次の諸点について政策目的及び法的な議論を整理する必要がある。第一は、新規株式公開の一連の制度において生じ得る「有利発行」に類似の取引について、政策目的の一貫性を確保する必要があるように思われる。例えば、有利発行を防止するために公開前規制が存在する一方で、実態としては、公開価格が初値を下回る状況（アンダープライシング）が頻繁に発生している。アンダープライシングがどのような理由で発生しているかにもよるが、既存研究の一部はアンダープライシングに有利発行的な要素が含まれていることを報告している。また、この論点に関連して、公募増資等における有利発行の法的議論と新規株式公開時の価格決定実務の関係についても、考え方を整理する必要があるだろう。第二は、新規株式公開の諸制度の狙いの一つは中小・ベンチャー企業のエクイティ・ファイナンスの容易化

にあるはずであるが、公開前規制はむしろ企業の株式資本コストを高めるように作用している可能性がある。この視点に立つならば、公開前規制の存否も含めた検討が求められることになる。第三は、ブックビルディング方式で決定される公開価格の「適正さ」について、行政当局及び法律上の一貫性のある見解を何らかの形で市場参加者に示していく必要があるように思われる。例えば、現在までのところ、公開価格がオーバープライシングとなった事例については、投資家保護の観点から行政処分が下されているが、アンダープライシングとなった事例については、アンダープライシングが極端に大きかった事例も含めて、行政処分の対象にはなっていない。アンダープライシングの発生メカニズムが必ずしも明らかではないという事情があるにせよ、アンダープライシングが既存株主に対して経済的不利益をもたらす可能性がある点に鑑みると、これまでの行政当局の対応やその背後の考え方がどのようなものであったか、また政策目的・法的解釈として整合的なものであったかについて再検討してみる価値はあろう。ここで重要なことは、市場参加者（特に引受証券会社）が、当局がアンダープライシングを許容していると認識してしまうと、アンダープライシングの発生を助長し、その結果、新規株式公開の株式資本コストを押し上げてしまう可能性がある点である。

⑧ 国際競争力

国際的な市場間競争のなかで本邦新興市場の競争力を高めるには、市場運営に係わる技術（売買・証券決済制度、等）や実務慣行（価格決定・割当方式、等）の面で諸外国に遅れを取ることのないようにする必要があるほか、同時に、海外取引所等との提携や差別化を戦略的に使い分けていく必要性もあろう。例えば、アジア諸国において新興市場や新規株式公開に係わる制度をグローバル・スタンダードに揃えようとする動きがあるが、こうした流れのなかでは、これら諸外国と本邦法制度との相互承認等を中長期的な視点で検討していくことも一考に値すると思われる。また、本邦新興市場の株式資本コストが国際的にみて魅力的な水準になるように、各種の取引コスト（直接的コスト、間接的コストの各項目）の引下げ、投資家層の充実、上場企業数の増加を追求する必要もある。但し、これらの目的を達成するうえで、どのような手法が効果的であるかについては判断が難しい。この点は今後、幅広い市場参加者が積極的にアイデアを出していく必要があろう。

第2章 新興市場と新規株式公開の機能と特徴

本章ではまず、新興市場や新規株式公開の重要性について再確認する。そのうえで、新興市場と新規株式公開の望ましい姿とは何かという論点について、本稿の立場を明らかにする。ここで論ずる望ましい姿は、本稿の以下の章で制度改正への提言を整理する際の基準を与えるものとなる。更に、新規株式公開という企業行動が理論的にどのように構成されるか、また、新規株式公開に際して、利益相反行為や逆選択問題等といった一種の「市場の失敗」がどのようにして発生するかについても、議論を整理する。情報の非対称性等を通じた市場の失敗は、3章や4章で紹介する既存研究を理解するうえで不可欠の論点となる。

第1節. 新興市場と新規株式公開の重要性

前章で指摘したように、新興市場や新規株式公開は中小・ベンチャー企業へエクイティ・ファイナ

ンスを提供する社会的なインフラとして、その存在意義があった。また、米国では、資本市場の競争力を向上させる仕組み、あるいは、市場の競争力を測るバロメーターと看做す見解もある。そこで、新興市場や新規株式公開の望ましい姿を論じる前に、これら 2 つの見解を簡単に振り返っておく。

1. 中小企業金融における役割

一般的に言えば未公開企業が利用できる資金調達手段は限られていると考えられる。この調達手段の制約が中小・ベンチャー企業の成長の妨げとなり、その結果、経済成長が抑制されかねないとの見方もある¹⁰。とりわけ、中小・ベンチャー企業が大企業に成長するには証券市場を通じたエクイティ・ファイナンスが提供されることが必要と考えられている。中小・ベンチャー企業の財務面での障害が、市場の失敗や制度面での不備に起因するものである場合には、政府による介入が必要とされる。

図表 7 は Berger and Udell(1998)からの引用であるが、米国資本市場において企業のライフサイクルに応じてどのような資金調達手段が利用可能であることを示した概念図である。図に示されているように、新規株式公開や公募増資は、未公開企業が大企業へと成長するうえで唯一利用可能なエクイティ・ファイナンス手段と認識されている。即ち、新興市場や新規株式公開がイノベティブなベンチャー企業を巨大企業へと成長させ、それが経済全体の活力に繋がることが期待されているのである。実際のところ米国では、ベンチャー企業が新規株式公開を契機として急成長を遂げた事例は数多くあると思われる。図表 8 は、今や世界的な巨大企業となった幾つかの米国ベンチャー企業の成長過程であるが、新興市場での新規株式公開を契機に成長速度が速まり、また、上場後も証券市場を通じた資金調達を適宜実施することで、成長を持続させてきたことを看取できよう。

図表 7

図表 8

米国におけるこうした議論と実績を踏まえると、日米の金融システムの構造的な相違はあろうが、我が国経済の持続的な経済成長を促すうえでも、新興市場や新規株式公開が円滑に機能し、新規産業創出や経済全体のイノベーションを支えることが必要であることに異論はなかろう。また、本邦企業の 99%を占める中小企業の存在感を踏まえると、中小企業向けの資金仲介が円滑に機能している必要があり、その一つの資金仲介ルートとして、新興市場や新規株式公開が重要であるということもできよう。

2. 資本市場の競争力強化における役割

欧米諸国では、新規株式公開が円滑に機能することが資本市場の発展に不可欠であるという考え方がかなり浸透しているように窺える。例えば前述の NYSE/NASD IPO Advisory Committee の報告書は、その結論として、新規株式公開の制度改正の必要性を次のように整理している；

新規株式公開のプロセスは米国資本市場の成功や経済のイノベーションにとって決定的に重要である。IPO が企業にとって成長資金にアクセスする有効な方法であること、また、IPO が全世界の投資家が十分な情報を基にして新規企業に対して投資をする有効な場であることが、極めて重

¹⁰ 例えば、Beck and Demircuc-Kunt(2006)は主に途上国の中小企業に焦点を当てたものではあるが、この点に関する既存研究をレビューしたうえで、中小企業の成長を阻害する要因の一つに資金調達手段が限定されていること、こうした資金制約を緩和するような制度設計を進めることによって、大企業よりも中小企業がより多くの恩恵を受けると考えられること、等を指摘している。

要である。我々は、IPO プロセスの公正性、透明性、効率性を堅守し、それによって投資家の信頼を確保するための提言を取り纏めた (NYSE/NASD IPO Advisory Committee 2003)。

このほかにも、新興市場の規模や新規株式公開の動向は資本市場の競争力を示す指標の一つとの見方もある。例えば、米国の有識者から構成される資本市場規制委員会 (Committee on Capital Market Regulation) は、資本市場が米国経済の競争力にとって極めて重要であるとの認識の下に、資本市場の国際競争力向上に向けた提言を行っている¹¹。同委員会は米国資本市場の競争力を定期的に計測・評価するために 13 の指標を利用しているが、このなかには新規株式公開に係わる指標が過半を占めている (図表 9 参照)。

国際的な市場間競争が一層進展し、また、国境を越えた上場も散見されること等を踏まえると、本邦資本市場の競争力強化という視点からも、新興市場や新規株式公開が円滑に機能していることが求められると言えるだろう。

図表 9

第2節. 新興市場と新規株式公開の望ましい姿

新興市場や新規株式公開の望ましい姿については様々な議論の仕方があり得ると思われるが、本稿では、主にファイナンス理論の考え方を援用して、その重要な構成要素を整理する。具体的には、「資金制約の緩和」、「情報効率性の向上・情報の非対称性の緩和」、「取引効率性」、「エージェンシー問題の抑制」、「投資家保護」、「逆選択・外部不経済性の抑制」、「制度間の整合性」、「国際競争力」というキーワードに分けて整理する。

1. 資金制約の緩和

前述の通り、一般に未公開企業が利用できる資金調達手段は限られており、これが中小・ベンチャー企業の成長を阻害している可能性があった。一部の中小・ベンチャー企業はベンチャー・キャピタル等を通じたエクイティ・ファイナンスにアクセスできるが、多くの国において、中小・ベンチャー企業の資金調達を支えているのは、銀行融資や企業間信用といった言わば負債調達である¹²。従って、エクイティ・ファイナンスが限られているがために事業展開に支障をきたしている中小・ベンチャー企業があるとすれば、これらの企業が新興市場へ新規上場し資本調達できる環境を整えることが必要となろう。但し、中小・ベンチャー企業がそもそも銀行借入れ以外の資金調達を必要としていないのであるから、エクイティ・ファイナンス手段が限られていることを問題視する必要はないという立場もあり得る点には留意が必要である¹³。

¹¹ 米国では 2000 年代前半に新規株式公開を巡る不正取引に限らず上場企業に関連した虚偽記載等の問題が発生したため、米国資本市場の国際競争力を巡る議論が高まった。但し、この時期を境にして国際競争力が低下したか否かについては、そもそも「競争力」をどのように定義付け、計測するかに依存することもあり、コンセンサスは得られていないように窺える。この論点については例えば、Zingales (2007), Peristiani(2007), Doidge et al(2009), Weild and Kim(2009)を参照。

¹² 我が国についても当てはまる議論である。この点については例えば中小企業庁(2008)を参照。

¹³ 我が国について、多くの中小・ベンチャー企業がエクイティ・ファイナンスをそもそも望んでいない可能性が指摘されている。例えば、藪下・武士俣(2006, 第 8 章)は、中小企業庁の調査結果を引用しつつ、(1) 直接金融を実施したことがなく将来的に利用したいと考えている中小企業が中小企業全体に占める割合は約 2 割に過ぎないこと、(2) 直接金融を利用したくないと考える最大の理由が間接金融で十分な資金調達が可能であること、等を報告している。また、前記の中小企業庁(2008)は、全中小企業 (1,493,258 社、2006 年) のうち株式公開をしてい

とはいえ、未公開企業のなかでも特に研究開発投資が旺盛な企業を念頭に置くと、中小・ベンチャー企業向けのエクイティ・ファイナンスはやはり必要であろう。これらの企業では多くの場合、研究開発投資を実行して実際に正のキャッシュ・フローを生み出すには相応の時間を要するほか、またどの程度のキャッシュ・フローが実現するかについての不確実性が高いため、負債調達だけでは資金制約に直面し易いと考えられるからである¹⁴。つまり、研究開発投資資金を賄うには、定期的に一定額を返済する必要がある負債調達は余り適した方法とはならず、エクイティ・ファイナンスの方が望ましい手段となる場合があるのである。この議論を一般化すれば、事業内容等に関する利用可能な情報の少ない企業や事業リスクが高い企業に対しては、資金供給者にとって利子だけがリターンの源泉となる融資契約では、機動的な資金供給に自ずと限界が生じると整理することもできよう。また、成長の著しい企業にとっても、負債調達は時として制約になる可能性が高い。銀行融資を受ける際には多くの場合、担保・保証が求められるが、急成長企業では、資金需要の成長テンポに見合うだけの担保を確保することは容易ではないからである。

従って、こうした資金制約に直面している（直面する可能性の高い）未公開企業が新規株式公開を通じてリスクマネーを獲得しその後の成長資金に供することが出来るようになることは、社会的にも望ましい資源配分に繋がると期待されるのであり、この意味で、新規株式公開を通じて円滑なエクイティ・ファイナンスが実行できることが社会的にも要請されるのである。また、企業が新規株式公開を実施すると、エクイティ・ファイナンスが出来ることに加えて、知名度の上昇や銀行等の資金提供者との交渉力が改善するという効果、更には、新株予約権付き社債、コマーシャル・ペーパー等、他の調達手段を利用することも容易化する等、様々なメリットが発生すると考えることもできよう¹⁵。

2. 情報効率性の向上・情報の非対称性の緩和

2-1. 情報効率性の向上

新規株式公開の一連のプロセスが「情報効率的」であることが望ましい。ここで注意を要するのは、上場後の流通市場における価格形成が情報効率的であることのみならず、上場前の段階においても情報効率性が確保されていることが望ましいという点である。上場前に情報効率的であるとは、仮条件価格や公開価格といった新規株式公開プロセスのなかで算出される企業価値に当該上場予定企業に関するその時点で利用可能な全ての情報が反映されている状態が望ましいことを意味する。

る中小企業（1,286社、2008年1月時点）が0.09%に過ぎないことを確認したうえで、中小企業がエクイティ・ファイナンスの利用に消極的である理由として、（1）中小企業の株主構成が代表者やその一族を中心とするものであり、これら既存株主が外部株主が経営参加することを回避したいと考えている可能性、（2）金融機関からの借入金を借り換え等によって「疑似資本」化している可能性、等を指摘している。このように、本邦では、新規株式公開も含めて証券市場を通じたエクイティ・ファイナンスへのニーズそのものが大きくない可能性がある点には留意が必要である。しかし、その一方で、中小企業の企業数の大きさを考え合わせると、比率としては低水準であっても、新規株式公開を希望する中小・ベンチャー企業は絶対数としては相応の数である。例えば、5章で詳述するが、樺帝国データバンクの調査によれば、2009年時点で、上場を予定・希望している未公開企業は860社に上り、これは前記の既上場中小企業数の67%に匹敵する数である。本稿は、云わば、上場を予定・希望しているこれらの中小・ベンチャー企業が新規株式公開を円滑に実施するために必要となる施策を探っていくものである。

¹⁴ 以下の議論は、上記の藪下・武士俣(2006)の他、忽那(1999)等を参照した。

¹⁵ 我が国でも株式上場は企業にとって様々な便益を与えている可能性がある。例えば、帝国データバンク(2009)によれば、上場予定・希望企業が上場を目指す理由は、知名度・信用度の向上(75.5%)、資金調達力の向上(59.9%)、人材の確保(42.6%)、社内管理体制の強化(23.3%)、売上の拡大(19.9%)等となっている（括弧内の計数は、複数回答方式によるアンケート対象企業に占める比率である）。この結果は、株式上場が資金制約の緩和以外にも、様々な便益を企業に与える可能性を示唆するものである。

そこで問題になるのは、上場後、上場前のそれぞれの局面において情報効率的な状態が自然に実現するのか、あるいは、何らかの制度的な工夫が必要かという論点である。新規公開企業は多くの場合、事業内容や事業成果等に関する情報が不足しているほか、新規公開企業が新規産業に属する場合等には、その事業リスクを評価することがそもそも容易ではない¹⁶。従って、評価の難しい新規公開企業に対して、新興市場や新規株式公開の諸制度が、利用可能な情報を十分に反映できるか否かが問われるべき論点となる。

まず、上場後の流通市場における情報効率性が実現するかどうかを巡っては、例えば、証券市場と銀行部門の情報生産を巡る議論が一つの見解を提示している。即ち、価値評価の難しい企業を価格付けするには、多数の投資家の評価を通じて価格を決定する証券市場の方が、少数の金融仲介機関が価格付けを行う相対型金融（銀行部門）よりも優れているという考え方である¹⁷。更に、イノベティブな企業への資金供給には、銀行中心の金融システムよりも、株式市場を通じた資金仲介が優れているとの指摘も見受けられる¹⁸。こうした見解が正しければ、中小・ベンチャー企業の上場後の価格形成については、証券市場の方が銀行システムに比べて情報効率的になると期待することができる。但し、中小・ベンチャー企業の場合には、一般的に上場後の流動性が低く、事業リスクや破綻リスクも大きい。マーケット・マイクロストラクチャーの研究成果によれば、こうした特性を持つ銘柄の価格発見に適した売買手法と適さない売買手法があると報告されている。従って、証券市場であれば情報効率性が確保されると考えるべきではなく、中小・ベンチャー企業の企業属性に適した売買手法が選択されることも同時に重要であると思われる。この点は4章5節を中心に詳述する。

では上場前の情報効率性はどうかであろうか。上記の議論は証券市場のなかでも流通市場の機能に着目したものであるから、上場前の情報効率性が高いことを支持する議論に成り得ない。次章以降で詳述するように、上場前の情報効率性を向上させるには、引受証券会社や（機関）投資家、証券アナリスト等といった引受業務に関与する市場参加者による情報生産や情報開示制度が機能することが必要となる。つまり、上場予定企業の企業価値に関する情報を生産しようとするインセンティブが市場参加者に適切に与えられていることと、企業価値分析に必要な十分な情報が法定開示や自主開示を通じて利用可能であることが必要となる。なお、新規株式公開に関する既存研究もこうした情報生産の必要性を指摘している。例えば、Chemmanur and Fulghieri (1999)は、情報生産コストが低い状況ほど多くの企業が上場することを示唆している¹⁹。

2－2．情報の非対称性の緩和

中小・ベンチャー企業の新規株式公開に際しては、市場参加者の間で、様々な形で情報の非対称性

¹⁶ 若い企業の企業価値には、成長性等といった無形資産の比重が大きいのので評価が難しいからである（Ibbotson and Ritter 1995、等）。

¹⁷ 逆の立場、即ち、相対型金融（間接金融）の方がベンチャー企業向け資金供給に適しているという考え方も当然あり得る。この立場の一つの証左として、中小企業金融の大部分は間接金融によって占められている点を挙げることができるかもしれない。しかし、本稿では、どちらの立場が正しいかという論点には立ち入らない。

¹⁸ Allen(1993), Allen and Gale(1999), Carlin and Mayer(2003)を参照。

¹⁹ また、欧州と米国の金融仲介機関数の違いが企業の上場意思決定に影響を与えているとの指摘もある。具体的には、欧州の金融機関数は米国に比べて少なく、情報生産が相対的に活発ではない。そのため、欧州の新規公開企業は情報生産がそれほど必要のない創業来経過年数が長い企業が中心となり、欧州新規上場企業の経過年数は米国よりも遥かに長くなっている(de Matos 2001, Pagano et al 1998, Lerner 1994, Rydqvist and Holgholm 1994 を参照)。但し、より最近時点を分析した Giudici and Roosenboom(2002)は、1990年代後半から2000年代前半の欧州新興市場への上場企業を分析し、創業後年数は平均で12年程度であり、米国企業とそれほど違いはないと報告している。この背景は必ずしも明らかではないが、欧州における情報生産活動が活発化してきたことを示唆するものかもしれない。

が発生し得る。最も顕著な情報の非対称性は、投資家と新規公開企業の間で発生する。中小・ベンチャー企業の事業内容や経営成績等に関する情報は一般に限られている。このため、投資家の中でも一般投資家がこれら企業の企業価値を評価することは難しい。他方、新規公開企業にとってみると、自社の株式が投資家からどの程度の評価をされるのか、また、上場した場合にどの程度の投資需要が生じるか等について情報を入手し分析することは容易ではない。このようにして、投資家と新規公開企業の双方が情報不足に直面することが、新規株式公開の顕著な特徴の一つである。こうした情報の非対称性が存在する場合には、次章以降で詳述するように、逆選択問題やエージェンシー問題等が発生し、最悪の場合には新規株式公開が機能停止に陥る可能性すらある。

この情報の非対称性を緩和し市場を成立させるために、金融仲介者（引受証券会社や取引所等）を通じた情報生産が必要とされるという議論がある²⁰。つまり、新規株式公開が市場として成立するためには、情報の非対称性が緩和される必要があり、金融仲介者の情報収集・生産活動がこの役割を果たすという見解である。但し、金融仲介者によるこの機能が発揮されるには、仲介者によって生産された情報が依頼者である新規公開企業の利益に沿うように利用される必要がある。つまり、情報の非対称性が解消される反面、エージェンシー問題が発生するのであれば、新規株式公開が市場として成立することには繋がらないのである。これと同時に、情報生産を行った金融仲介者にとっても、生産に要したコストを回収できるだけの便益がなくてはならない。換言すれば、情報を生産するインセンティブも適正に確保されている必要もある。

投資家同士の間にも情報格差は発生し得る。後述の通り、特にブックビルディング方式では、機関投資家はプレ・ヒアリング等の機会を通じて新規公開企業に関する様々な情報に触れることができるが、一般投資家にはこのような機会は提供されていない。投資家間に情報格差がある場合には、情報優位な投資家が情報劣位な投資家の行動を予見して、超過リターンを得る等の行為が発生する可能性がある。情報劣位な投資家が相対的に低いリターンしか得られないことを自覚すると、市場に参加することを躊躇することになり、市場が円滑に機能しなくなる可能性が発生する。従って、投資家間の情報の非対称性に関しても、状況によっては、これを解消することが必要になる。

なお、情報の非対称性の緩和には私的情報を持つ主体に情報を開示させるという仕組みも重要であるが、新たに情報を生み出すことも同等に重要である。ここで注目すべきは、この情報生産に要するコストが高い場合には、社会的に望ましいだけの情報が生産されない可能性がある点である。従って、一般的に言えば、情報を生み出すのに要するコストが低い環境であるほど、新規株式公開が円滑に機能することになる。この点に関しては、公開企業が多く存在すれば、類似会社の価値評価を容易にするという効果（一種の正の外部性）が指摘されている²¹。また、投資家層が多様であるほど情報生産コストが低下する等し上場企業の価値が増大する結果、多くの企業が新規株式公開を進めることも考えられる²²。換言すれば、公開企業が増加する、あるいは、投資家層が拡大すれば、新規公開企業の企業価値に関する情報を生産するうえで要するコストが低下し、新規株式公開が一層円滑に機能する可能性がある。

3. 取引効率性

²⁰ 例えば Baron(1982)は、引受証券会社が新規公開企業に対する投資家の需要に関して情報優位であることを前提に議論を展開し、引受証券会社が公開価格を設定した方が、新規公開企業自らが価格を設定するよりも、新規公開企業にとって望ましい結果が達成されることを示し、金融仲介者の存在意義を見出している。

²¹ Subrahmanyam and Titman(1999)等。

²² Merton(1987), Kadlec and McConnell(1994)等。

新規株式公開が円滑に機能するためには情報生産コストが十分に低いことが必要であったが、新規株式公開やその制度を維持・運営するには情報生産コスト以外にも様々なコスト－新規公開企業が負担する各種コスト、開示制度の整備・運営に要するコスト、取引所の運営コスト、等－が必要であるため、情報生産コストが低いだけでは十分とはいえない。特に、新規株式公開をするかどうかの意思決定は企業（既存株主）が行うのであるから、新規株式公開を行ううえで企業が負担するコストが低い必要がある。コストが高い場合には、上場しない企業が増加することになる。また、上場後の売買制度を効率的なものとするには、株式の売買コストを引き下げただけではなく、新規株式公開プロセスの魅力を間接的に高めることになろう。

4. エージェンシー問題の抑制

新規株式公開に関しては、新規公開企業と引受証券会社間のエージェンシー問題を抑制することが必要となる。新規株式公開に際しては通常、新規公開企業と引受証券会社の間で引受契約が締結される。引受契約を結んだ引受証券会社（特に主幹事証券会社）は、契約内容にもよるが、新規公開企業に代わって公開価格や割当先を決定する。ここで注目されるのは、新規公開企業と引受証券会社の利害が必ずしも一致せず、エージェンシー問題（モラルハザード）が発生する余地が生まれる点である。即ち、引受証券会社は私的利益を優先して価格や割当先を決定する可能性がある。このエージェンシー問題が深刻になった場合には、企業が新規株式公開を手控える、あるいは、新規株式公開の手続きに対する投資家からの信任を失うといった事態に陥ることが懸念される。

他方、新規公開企業の経営者や一部の既存株主が、開示情報を操作する等して、他の株主等の利益を犠牲にして、私的利益を追求することも問題となり得る。この問題が顕現化するなかで、上記の場合とは逆に、引受証券会社が新規公開企業の経営者等の利益相反行為を手助けするという可能性もある。例えば、引受証券会社がファンダメンタルズ価値よりも高い公開価格を敢えて設定する場合等である。こうしたエージェンシー問題を抑制することも、新規株式公開が機能するために必要となる。

5. 投資家保護

情報効率性や取引効率性が満たされ、企業が上場することを望んだとしても、投資家保護が確保されていない、あるいは、投資家利益を毀損するような利益相反行為が顕現化する惧れがある状況では、投資家が当該企業への投資を手控える可能性がある。従って、新規株式公開が機能するには、投資家保護や利益相反行為が適正に抑制されていることが必要となる²³。

しかし、新規株式公開では、新規公開作業に多くの市場参加者－公開会社の経営陣、公開企業の既存株主（オーナー経営者やベンチャー・キャピタル等の外部株主）、主幹事証券会社、その他の引受証券会社、割当を受ける投資家、流通市場の投資家、銀行、取引所、監査法人、弁護士（事務所）²⁴－が関与するために、投資家保護や利益相反問題が大きな問題となる可能性が高い。

これらの参加者は、新規株式公開の一連のプロセスのなかで情報を入手・分析することになるが、

²³ 本稿では、投資家保護や利益相反それぞれの法的構成及び両者の関係性に関する法的解釈、更には、諸外国の法制度上の取り扱いに関しては立ち入らない。これらの諸点について法律家の立場から議論したものとして Kumpan and Levens(2008)、金融経済学の立場から議論したものとして Mehran and Stulz(2007)がある。

²⁴ このほかにも、各種コンサルティング会社（株式公開コンサルティング会社、IR コンサルティング会社、等）、株式事務代行機関、印刷業者等も関係者に含まれる。

入手できる情報量に格差が発生する点も非常に重要である。つまり、一般に利用可能な情報が価格に織り込まれているという意味での情報効率性が満たされていたとしても、新規株式公開プロセスでは、プロセスの各段階において様々な私的情報が発生するのであり、多くの場合には、個人投資家等が情報劣位の立場に置かれる。従って、新規株式公開に係わる制度には、情報の非対称性を緩和させると共に、投資家保護を確保する仕組みが必要となる²⁵。

6. 逆選択・外部不経済性の抑制²⁶

新興市場には、企業としての発展段階（業績、企業規模、等）や業種の異なる多種多様な企業が上場する。この結果、企業の質に大きな格差が生じることが一般的であろう。質の異なる企業が混在する結果、逆選択問題や外部不経済性が発生する可能性がある。

逆選択問題や外部不経済性は、上場前と上場後のそれぞれの局面で発生し得る。まず、上場前においては、質の悪い企業は質の高い企業の便益を考慮するインセンティブを持たないのであるから、例えば、引受証券会社や投資家が企業の質を十分に見極められないならば、典型的な逆選択問題が発生する可能性がある。また、質の高い企業はこの逆選択コストを回避するためにコストをかけて自らの質を示すための努力を強いられる場合もある²⁷。

他方、上場後にも逆選択問題と外部不経済性が発生する可能性がある。流通市場の投資家が企業の質を見極められない場合には、投資家は全ての銘柄に対して、あるいは、特定の属性を持つ銘柄に対して、追加的なリスクプレミアムを求めることになる²⁸。その結果、企業の質の程度に必ずしも符合しないような形で、株価や流動性（気配スプレッド、デプス、等）の低下が発生する場合も考え得る。

これらの問題を緩和するには、情報開示や市場区分等を通じたシグナル効果、上場基準等を通じたスクリーニング、第三者による評判効果、上場廃止基準等を通じた「排出税」に似た制約メカニズム等を適切に組み合わせることが求められる。それと同時に、逆選択問題や外部不経済性がどのような形で発生し、どの程度の社会的な損失に繋がっているかについても、実態調査や実証的検証等を通じて把握されていることも必要となろう。

7. 制度間の整合性

新興市場では、その上場対象企業の属性を勘案して、メイン市場とは異なる制度設計（上場基準、売買制度、自主規制、等）が施されることが多い。また、新規株式公開の一連のプロセスには、多様な市場参加者が関与し利害対立が発生し易いために、これを緩和するための制度も複数関係する。こ

²⁵ 同様の問題意識は IOSCO(2007), Kumpan and Leyens(2008)にも見られる。

²⁶ 本稿における「逆選択」、「外部不経済性」の考え方は必ずしもミクロ経済学の標準的な定義に従っているわけではない。

²⁷ 具体的には、質の高い企業は、(1) より大きなアンダープライシングを許容する、(2) 高い引受手数料を支払ってでも名声の高い引受証券会社に引受業務を依頼する、(3) 追加的な情報開示を行う、(4) ロックアップ契約を利用する、等という対応をコストをかけて実施すると考えられる。これら対応が、質の悪い企業が存在するために発生しているとすれば、一種の外部不経済性と捉えることができる。詳細は3章以降で議論する。

²⁸ 例えば、ある企業の不祥事が市場全体の不信感や、当該企業と似た属性を持つ企業群への不信感に繋がる場合等が、こうした逆選択問題や外部不経済性の事例として考えることができよう。

のように様々な制度や手続きが錯綜する点を踏まえると、新興市場や新規株式公開に関する各種制度は規制を巡る裁定行動（regularity arbitrage）が発生しないように設計されている必要がある²⁹。換言すれば、他の法制度と矛盾するような仕組みが内在していないことが望ましい。規制を巡る裁定行動が広範化すると、当該裁定行動から不利益を蒙る市場参加者が出てくる恐れがあるだけでなく、これらの市場参加者が市場から離れてしまう可能性も発生するからである。

8. 国際競争力

新規株式公開に係わる国際的な動向として、(1) グローバル・オファリングが増加傾向にあること、(2) 取引所の上場基準が収益性や規模等の会計的基準から、コーポレート・ガバナンスや情報開示に移行する動きがあること、(3) 世界的にブックビルディング方式が普及していること、といった点が注目されている³⁰。また、前述の通り、近年では、欧米諸国だけでなくアジア諸国も含めて、新興市場の市場間競争が一層進展している状況もある。こうした環境を踏まえると、新興市場を資本市場全体の競争力の源泉に位置付ける視点に立つならば、本邦新興市場や新規株式公開に係わる諸制度が、新興諸国も含めた国際的な水準からみた場合に、十分競争的であり魅力のあるものでなくてはならない。このような視点から本邦市場の競争力強化策を戦略的に捉えていくことも引き続き重要であろう。

第3節. 新規株式公開の費用と便益

1. 新規株式公開の意思決定

ある企業の新規株式公開が経済全体にとって有益なものであったとしても、上場するかどうかを決定するのは未公開企業の経営者や株主である。従って、未公開企業が上場を選択しない限り、新規株式公開の望ましい機能が実現することはない。

では、企業はどのように新規株式公開の意思決定を行っているのだろうか。直観的には、企業は新規株式公開に要する費用と便益を代替手段（未公開企業のまま他の資金調達を行う、等）と比較して、新規株式公開のネットの便益が大きい場合に上場を決定することになる³¹。こうした企業行動を基礎に置いて上場の意思決定を理論的に解明する研究が進められてきたものの、実証研究が蓄積していないこともあり、現実の上場の意思決定メカニズムについてコンセンサスが得られるまでには至っていないように窺われる³²。図表 10 は企業の上場意思決定に関する理論研究を中心に、既存研究の主要

²⁹ 本稿では詳細には立ち入らないが、regulatory arbitrage を目的とした新規株式公開の形態としては、reverse merger（裏口上場）や PE ファンドの上場事例（例えば米国ブラック・ストーン社の IPO）等を挙げる向きもある（例えば、Fleischer 2007 を参照）。

³⁰ Ritter(2003a), Ljungqvist et al(2003)等を参照。

³¹ Pagano et al(1998), Chemmanur and Fulghieri(1999), Ritter and Welch(2002)を参照。

³² 新規株式公開を巡る既存研究は理論研究が中心であり、実証研究は限られている(Helwege and Liang 2004)。このため、企業の上場理由についての実証的なコンセンサスは得られていない。例えば、イタリアを対象にした Pagano et al(1998)は、企業の上場目的は将来の設備投資資金の獲得というよりも、上場前の設備投資の結果高まった負債比率を引き下げるためであると報告している。これと同様に、米国を分析した Helwege and Packer(2008)は上場の主たる理由はベンチャー・キャピタル等が投資資金を回収するためであると指摘している。これに対して、ドイツを分析した Fisher(2000)は、上場企業は成長余地（growth opportunity）が大きい企業が中心であり、また、上場目的は積極的な設備投資計画を実行するためであると報告している。なお、本邦については、帝国データ(2009)や Honjo and Kutsuna(2005)の議論がある程度であり、コンセンサスが得られているとは思われない（5章4節を参照）。

な着眼点を整理したものである。

図表 10

図表にある通り、企業の上場行動を幾つかの切り口から捉えようとする研究が進んできてはいるが、現実の企業の上場意思決定が非常に複雑である可能性に鑑みると、これらの理論モデルだけでは、現実の上場意思決定行動を必ずしも十分に捉えきれないかもしれない。例えば、経営者や株主のインセンティブ（エージェンシー問題）、取締役会や株主の構成が異なれば、企業の上場行動も異なったものになると予想されるが、これらの諸事情は企業によって様々であろう。また、親族を中心に経営している会社のなかには、外部株主を好まない場合も多いであろうが³³、逆に事業承継上の理由等から外部株主を求めている先もあるであろう。更には、上場に伴う費用と便益を比較する際に、どの程度の将来までを考慮の対象にするかは、企業によって異なると予想される。例えば、既存株主が上場後に直ぐに持株を売却する意向である場合と、上場後も継続して株式を保有する場合を想定すると、後者の場合には、流通市場の流動性等といった上場後の費用と便益をも考慮するはずである。これらの諸事情を全て理論モデルで正確に記述することが出来ない限り、多様な企業の上場の意思決定を整合的に説明することは難しいのかもしれない。

現実の企業行動を十分に説明できないとしても、新規株式公開時における企業にとっての費用と便益を整理しておくことは有益である。特に、企業属性に依らずに全ての企業に共通する費用や便益を把握できれば、制度設計上、参考にすることができると思われる。制度設計の観点からは、費用を小さくし便益を大きくするような仕組みを考案できれば、少なくとも新規株式公開を促すことには繋がるからである。全ての企業に共通する費用として一例を挙げれば、取引所の上場手続きに要する諸費用や法定開示等に要する費用がある。これらの費用は企業規模による幾らかの相違を捨象すれば、全ての企業に同じように発生する。従って、これらの費用を引き下げるような方策を実施すれば、新規株式公開を促進することに繋がると期待できる。

2. 新規株式公開の費用と便益

そこで以下では、図表 10 に示した企業の上場意思決定に影響を及ぼす費用と便益を、既存研究と実務界等からの指摘も踏まえて整理する³⁴。

2-1. 費用

逆選択コスト

前述の通り、一般に、新規公開企業と投資家の間には当該企業の企業価値等に関する情報の非対称性が存在する。この情報格差の結果、逆選択問題が発生し、例えば、質の高い企業が上場を差し控える、あるいは、上場時及び上場後の価格がディスカウントされる状況に陥る。この逆選択コストは質の高い企業が負担することになる。なお、若く小規模な企業が上場に際して負担するコストのうち、この逆選択コストが最大の障害になっているとの指摘もある。

各種手数料（直接的コスト）

³³ この仮説は、米国については Helwege and Packer(2008)によって実証的に支持されている。

³⁴ 既存研究としては図表 10 の研究リストのほかに、Ritter and Welch(2002), Ljungqvist(2007), McConnell et al(1996), 柳川(2006)等が参考になる。

上場準備には各種手数料・事務経費が発生する。具体的には、引受手数料（グロスブレード）や上場準備指導料、上場審査料・新規上場料、監査費用、株式事務代行手数料、IRコンサルティング料、弁護士費用、上場申請書類印刷費用等である³⁵。これらの費用は、上場企業の規模やサービス提供者（証券会社、監査法人等）によっても異なるため、現実にはどの程度の費用が発生しているかを把握するのは難しい³⁶。また、企業が上場を検討する際には、これらの各種手数料のほかにも、上場準備作業に要する時間やその期間中の人件費、更には上場後に発生する監査費用、上場維持手数料等も併せて勘案していると考えられる。なお、これらの諸費用はファイナンス研究の専門書では、「直接的コスト」と呼称される。

アンダープライシング（間接的コスト）

3章で詳述するが、新規株式公開に際して、公開価格（発行価格）が市場価格（初値）を下回る現象（アンダープライシング、過少値付け問題）が頻繁に観察されている。調達額を最大化しようとする企業の立場からみると、アンダープライシングは本来であれば調達できた金額と実際に調達できた金額の差となる。換言すれば、実現した資本コストが企業価値を正しく反映した場合の資本コストを上回ったことを意味する。資本コストの上昇は企業の上場意欲を減退させると予想される。次章以降の実証分析結果から推測すると、新規公開企業が上場時に負担するコストのうち、アンダープライシングがおそらく最大のコスト要因になっている。但し、新規公開企業がこのコストを「コスト」として認識しているかどうかについては様々な議論がある。なお、このアンダープライシングは「直接的コスト」との対比で「間接的コスト」と呼称される。

秘匿性の喪失

企業によっては上場を契機に法定開示の対象となり、その結果、経営戦略上の重要情報を開示しなくてはならない状況に直面するであろう。秘匿性の高い情報を公表することで、競合他社との競争関係に悪影響が生じる場合もありえる。また、税務当局からの監視が強まり、節税対策を採りづらくなるという点も、経営者から一種のコストとして認識される可能性もある。

経営権の自由度喪失

既存株主や経営者が上場することによって敵対的買収リスクが上昇すると考える場合や、「モノ言う株主」が現れ経営の自由度が失われることをリスクと考える場合には、新規株式公開は経営権の自由度を低下させる可能性があるという意味において、「コスト」として認識される可能性がある。

2-2. 便益

資本コスト引き下げ

新規株式公開は、資金調達手段の拡大、借入れ制約の緩和、株式資本コストの引き下げに繋がり

³⁵ 本邦では登録免許税、消費税等の税負担も発生する。

³⁶ 本邦では上場に要した費用は有価証券届出書等において発行諸費用として開示される。但し、引受手数料がスプレッド方式で算出された場合には、発行諸費用に引受手数料は含まれない。また、発行諸費用にどのような費用項目が含まれているかは、個別事案毎に異なることも想像される。更に、上場準備に要した人件費や時間等を把握することは難しい。このようにみると、上場に要する費用の実態を一般に利用可能な資料を基に算出することは容易ではない。なお、実務家等の情報によれば、新規公開時に企業が負担する費用は、引受手数料を除いたとしても、平均的なベンチャー企業の場合でも数千万円に上るという指摘がある。例えば、みずほ証券(2009)は、一般的なベンチャー企業の場合、監査費用 1,000 万円～2,000 万円(年間)、株式事務代行手数料 300～400 万円(同)、主幹事証券の上場準備指導料 500～600 万円(同)、IR コンサルティング料 300～800 万円(同)、主幹事証券会社の成功報酬 500 万円(上場実現時)と報告している。

得る。なお、株式上場によって株式資本コストが低下する経路には幾つか考えられる³⁷。第一は、情報の非対称性が緩和され、逆選択コストが低下する経路である。情報の非対称性の緩和は、上場基準によるシグナル効果、法定開示・自発的開示を通じた情報開示、証券アナリスト等による情報生産等、様々な仕組みを通じて実現する。第二は、流通市場での取引が可能となることによって、株式資本コストに含まれる流動性プレミアムが低下する経路である。第三は、投資家層の拡大と投資家からの認知度の向上を通じる効果である。第四は、ファンダメンタル価値よりも高い市場価格が生じている状況で株式上場することによって、割安な資金調達を実施できるというものである³⁸。第五は、上場企業となり公募調達という資金調達手段を得たことによって、銀行との融資条件の交渉力が改善することを通じた効果である。なお、交渉力の改善は負債調達コストの引き下げにも寄与し得ると考えられている。

ガバナンス改善

新規株式公開はガバナンス体制を改善する機会となる。第一に、上場準備の過程において証券会社や取引所等から社内管理体制について審査・助言を受けることができる。第二に、上場後は投資家からの規律付け（市場規律）が発揮されるほか、取引所等の規則を通じてコーポレート・ガバナンスに規律を効かせることもできる。また、ストックオプション等を利用し、経営者・従業員のインセンティブに働きかけることも可能である。

ポートフォリオ分散化

多くの新規公開企業において、既存株主は自己資金を会社に投じている。この状況は、既存株主の資産ポートフォリオが自社のリスクを過剰に保有していることを意味する。既存株主は、上場によって自らの持分を市場で売却する機会を得ることになり、自らの資産ポートフォリオを分散化・流動化させることができるようになる。換言すれば、既存株主は創業者利得を獲得すると共に、自らの資産運用の自由度を高めることができる。

製品市場・労働市場における認知度

上場し企業の認知度が高まると、自社製品の製品市場における競争力が高まる可能性がある³⁹。また、認知度が高まることによって、従業員のモチベーションが向上する、また、優秀な人材の獲得が容易になるというメリットも発生する。

3. 上場先市場の意思決定

上場するかどうかの意思決定と表裏一体の論点として、新規公開企業が上場先市場をどのように選

³⁷ 新規上場企業の株式資本コストの決定要因については、色々な整理の仕方があり得る。例えば、Chemmanur and Fulghieri(2008)は、新株発行に伴う希薄化効果、各種手数料（上場手数料、引受手数料、等）、規制遵守コスト、アンダープライシングという視点で議論している。また、Fama and French(2004)は、投資家の機会費用、投資家の負担するモニタリング費用、情報収集費用、トレーディング費用、企業の負担する情報生産費用、モニタリング費用等に分けた議論を展開している。他方、Alexander et al(1987)は海外重複上場が資本コストに与える効果を理論的に示している。

³⁸ 3章で紹介する投資家センチメント仮説を参照。なお、こうした状況は、新規公開企業へ過剰な資金が供給されるため、社会的には望ましくないという意見もある（例えば Fama and French 2004）。

³⁹ 例えば米国企業の IPO に関して、製品市場における自社のブランド力を高めるためにディールストラクチャーに工夫を施す事例（例えばグーグル社）があるという議論がある(Fleischer 2005)。また、実務家からのヒアリングによれば、国内ベンチャー企業が上場した場合には、海外企業の事業提携等が非常に容易化する、との声が聞かれた。

扱っているかという議論も注目される。企業が上場先を決定する際には、上場に伴う便益と費用を市場毎に比較し、便益が最大となる市場を選択すると考えられる。その際、取引所によって上場・上場廃止基準、情報開示規制、売買制度等の制度面での違いがあるほか、投資家層にも個人投資家と機関投資家の比率や海外投資家の参加状況の面で相違があるため、新規公開企業はこれらの要素も比較検討することになる。

図表 11 は企業が上場先市場をどのように決定しているかという点に関する既存研究の要約である。ここで特に注目されるのは、企業が取引所の専門性を考慮して、上場先市場を選択している可能性である。例えば、NASDAQ 市場が投資家からハイテク企業に専門性を有していると認知されていること、あるいは、NASDAQ にはハイテク企業に精通している投資家が多く参加していると認識されていることから、ハイテク企業が NASDAQ への上場を望む傾向があることが確認されている。また、取引所によって上場廃止基準や上場廃止後の取引機会が異なることも、企業が上場先を選択する際に考慮されている可能性も指摘されている。企業が上場するかどうかを決定する時点で、上場廃止リスクを勘案しているとすれば、取引所が上場企業の獲得を競い合う際に、上場基準や上場後の売買制度だけではなく、上場廃止後の制度も念頭に置いたうえで、企業にとって使い勝手の良い仕組みを用意することが必要となろう⁴⁰。

図表 11

第 4 節．新規株式公開の実務フローと利害対立

前節までにおいて、新興市場及び新規株式公開の望ましい姿や企業の上場意思決定を巡る基本的な考え方を整理した。その際に、市場参加者間で情報格差や利害対立が存在し、それが、各種の市場の失敗に繋がることは述べたが、情報格差や利害対立の中身、市場の失敗の形態については必ずしも明確にしてこなかった。そこで本節では、望ましい姿の実現を妨げる要因である情報格差と利害対立の中身を明らかにし、また、その結果、市場の失敗が具体的にどのように発現するかを整理する。

但し、注意が必要なのは、一見すると市場参加者間の利害が対立し利益相反が発生しているように見受けられたとしても、その行動や取引の経済的な機能を仔細にみると、それらの利益相反行為が新規株式公開プロセスを円滑にする機能を持っている場合もあり得るという点である。特に、新規株式公開の一連のプロセスのなかでも、価格決定に係わる参加者行動に関しては、利益相反と情報生産の円滑化という両面を持ち合わせている可能性があり、それゆえに、価格決定を巡る制度設計をより困難なものにしている。

以下では、この点に注意を払いつつ、価格決定プロセスのなかで、どのような情報が誰によって生産されているのか、また、そうした情報生産の背後でどのような利益相反が発生し得るかを整理する。そのうえで、こうした問題を解決するために求められる制度上の枠組み等について簡単に整理する。

1. 新規株式公開における情報生産と情報格差の所在

ブックビルディング方式を例に取り上げ、新規株式公開プロセスの全体像を把握しておこう。ブックビルディング方式に注目するのは、そもそもこの手法が世界的に最も一般的に利用されているとい

⁴⁰ ここで紹介した様々な要因が最終的には資本コストに全て反映されれば、企業的意思決定は資本コストの比較で決定されるといえるかもしれない。この点に関しては例えば、Anderson and Dyl(2008)も参考になる。

う背景もあるが、それ以上に、新規株式公開の望ましさを毀損する諸問題（エージェンシー問題や逆選択問題、等）の多くは、ブックビルディング方式における情報生産と深く関係しているからである。

図表 12 は IOSCO(2007)を基に、内外のブックビルディング方式の平均的な流れを示している。一連の手続きのなかで、証券発行を仲介する金融機関（引受証券会社やそのグループ会社）が複数の役割を果たし、また、複数の顧客を相手にしていることが確認できる。具体的には、上場前の時点において新規公開予定企業との間で貸借関係を有する銀行が引受業務も担う場合、引受証券会社が公開価格と割当先の両者を決定する状況、ロードショーに参加する機関投資家と参加しない一般投資家が共に引受証券会社の顧客である場合、引受証券会社が上場後の需給調整制度を実施するために自己勘定で市場に参加する状況、等である。前章で述べたように、諸外国の規制当局はこれらの状況が利益相反を生み出す一因と考えている。

図表 12

次に、ブックビルディング方式において、情報がどのように生産され、価格にどのように反映されるかを確認する。図表 13 は、日本、米国、欧州における価格決定プロセスの大雑把な流れを示している。ごく簡単な比較に過ぎないが、それでも、国によって価格決定に係わる制度設計が異なっていることが確認できよう。特に、新規株式公開では、幾つかの価格（仮条件価格、公開価格、初値）が決定されるが、これらの価格にどのような情報が含まれているか、あるいは、それぞれの価格に含まれる情報を誰が生み出しているかという点で、国による違いがある。図表 14 はこれを一覧にしたものである⁴¹。幾つかの特徴を指摘すれば、次の通りである。

第一に、仮条件価格（本邦では想定発行価格）から初値が決定される一連の流れのなかで、総じていえば、引受証券会社と機関投資家が新規公開企業や一般投資家に比べて情報面で優位に立つ傾向がある点である。前記の通り、引受証券会社は複数の顧客に対して異なる機能を提供していた。引受証券会社は情報面で優位に立っているのであるから、この優位性を利用して利益相反的な行為を行い得る機会に直面することになると考えられる。

第二の注目点は、国を問わず、ブックビルディング方式の一つの狙いは機関投資家から私的情報を収集し、それを価格形成に活かしていく点にあるということである。そして、機関投資家からの情報収集を担うのが引受証券会社となっている。つまり、引受証券会社が情報優位に立つことは、ブックビルディング方式の狙いからすれば、当然のことであるといえる。換言すれば、新規公開企業が引受証券会社に期待している大きな役割の一つは機関投資家から精度の高い情報を集めることにあると言ってもよい。しかし、やや繰り返しになるが、引受証券会社がこうした役割を果たすほど、引受証券会社や機関投資家という情報優位な市場参加者と新規公開企業や一般投資家という情報劣位な市場参加者間の情報格差は拡大することになり、潜在的な利益相反余地は大きくなるはずである。

第三に、欧州独特の制度として、グレイ市場の存在がある。グレイ市場はブックビルディングの需要申告とほぼ同じ局面で情報を生産する役割を担っており、この意味で、ブックビルディング方式を補完・代替する効果を持つことになる。つまり、理屈のうえでは、グレイ市場での取引情報は一般に観察できるために、グレイ市場が存在する状況においては、情報優位な市場参加者が利益相反的な行為を取る機会やインセンティブは減じると予想される。この点については、グレイ市場の仕組みも含めて 4 章で詳述する。

最後に、我が国独特の価格情報として想定発行価格がある。但し、含まれている情報という意味では、米国の仮条件価格とほぼ相当すると考えることができる。従って、次章以降で紹介する既存研究

⁴¹ 図表 14 では、主にドイツを念頭に置いているが、4 章で紹介するグレイ市場が利用されているその他の欧州各国（イタリア、等）についても、概ね同様の議論が成立するであろう。

を解釈する際には、日米両国のこの違いを念頭に置かなくてはならない。

図表 13

図表 14

2. 主要参加者間の利害対立と市場の失敗

次に、新規株式公開の一連のプロセスのなかで、市場参加者がどのようにして利益を得ようとしているかを整理しておこう⁴²。以下にみるように、市場参加者の間には、往々にして利害が対立することが確認できる。この利害の対立等を原因として発生する諸問題を解決するために、各市場参加者に期待されている役割を最後に整理する。

2-1. 市場参加者の便益の源泉⁴³

新規公開企業

新規公開企業が上場を通じて得る経済的便益は既に述べた通りであるが、その主たるものは、資金調達額の最大化（資本コストの最小化）、ガバナンス改善、ポートフォリオ分散化、認知度の向上であった。上場目的にもよるが、新規公開企業の便益は（他の条件が一定であれば）公開価格が高いほど、また、新規株式公開に伴う各種費用が低いほど、増加することになる。また、新規公開企業は、公開企業数が増加することによって、プラス、マイナス両面の影響を受ける可能性がある。プラス効果としては、自らと同じ市場に上場する公開企業数が増加する結果、投資家層が拡大し情報生産が活発化すること、あるいは、法定開示情報の外部性等を通じて、資本コストが低下することが考えられる⁴⁴。他方、公開企業数の増加と共に、例えば質の悪い企業が多数上場し、その結果、投資家が上場企業の質を見極めることが難しくなるようであれば、逆選択問題や外部不経済性が発生する可能性がある。こうした状況が実現する場合には、マイナスの効果が顕現化することになる。

$U^{IPO} = f(\text{公開企業数}, \text{公開価格}, \text{上場諸費用}, \text{上場後パフォーマンス})$
$\quad \quad \quad \pm \quad \quad \quad + \quad \quad \quad - \quad \quad \quad +$

引受証券会社

引受証券会社（主幹事証券会社）は新規株式公開の一連のプロセスで様々な重要な役割を担っている。通常は、上場の数年前から上場準備に向けた各種のアドバイス（資本政策、社内管理体制整備、関係会社整理、等）を行い、その後も、引受審査、条件決定（価格決定）、発行株式の取得・販売（割当先決定）、上場後の需給調整制度、上場後の各種アドバイス等を担っている⁴⁵。このようにして引受

⁴² 本邦における主要な市場参加者の役割や収益の源泉に関して実務の視点から議論した資料として、みずほ証券公開引受部(2009)、日本 IPO 実務検定協会(2009)、あずさ監査法人(2009)が参考になる。

⁴³ 以下、枠線内の U は便益（利益）を示す。なお、標準的なミクロ経済学に従えば、経済主体 i に関する外部（不）経済性は、 i の効用関数が別の経済主体（ j, k, \dots ）の行動から影響を受けるものとして、例えば、 $U^i[g(s, a^i)] \neq U^i[g(s, a^i, a^j, a^k, \dots)]$ （但し、 $g(\cdot)$ はアウトプット関数、 s は状態変数、 a^i, a^j, a^k は経済主体 i, j, k の行動）として定義されるが、枠内の U を効用関数と解釈すれば、新規株式公開に係わる市場参加者にも外部（不）経済性が発生していることが確認されよう。

⁴⁴ Merton(1987), Subrahmanyam and Titman(1999), Foster(1979)を参照。

⁴⁵ 本邦においては、重要な役割として、このほかにも、新規公開企業について取引所へ説明する、推薦書を提出

証券会社は新規株式公開の様々な局面で利益を獲得する機会を持つ。主要な収益源は、上場準備時のアドバイス料、引受手数料、引受に付随するその他サービスから得られる手数料（需給調整制度に伴う収益、等）、割安な公募・売出し株式を投資家に割り当てること（スピニング、等）の対価として得られる将来収益、等となろう。なお、引受証券会社の収益は新規株式公開数が多いほど増加するが、公開価格（あるいは調達額）に対して増加関数になっているかは定かではない。その理由は、確かに、公開価格が高いほど引受手数料が増加するという側面はあるが、その一方で、公開価格が低いことによって（スピニング等を通じて）引受手数料以外の収益を獲得することが可能だからである。また、引受証券会社は自らが引受を行った企業の上場後のパフォーマンスが悪化した場合には、名声リスクの低下を通じて、経済的損失を蒙る可能性に直面しているとの議論もある。この点も新規株式公開時における引受証券会社の引受行動を規定している要因になっている可能性がある。

$$U^{\text{Underwriter}} = f \left(\begin{array}{cccc} \text{公開企業数} & \text{公開価格} & \text{上場諸費用} & \text{上場後パフォーマンス} \\ + & ? & + & + \end{array} \right)$$

取引所

取引所の主たる収益源は新規上場時の上場審査料・新規上場手数料、上場後の年間上場手数料や売買手数料（場口銭）である。従って、取引所の収益は新規公開企業数が多いほど増加することになるが、公開価格の水準からはそれほど影響を受けることはない⁴⁶。また、新規公開企業の上場後のパフォーマンスが悪化した場合には、それが市場全体の不信感に繋がるのであればマイナスの便益を受けることになろうが、そうでなければ、基本的には、売買量の動向次第でネットの便益が決まってくると考えられる。

$$U^{\text{Exchange}} = f \left(\begin{array}{cccc} \text{公開企業数} & \text{公開価格} & \text{上場諸費用} & \text{上場後パフォーマンス} \\ + & ? & + & ? \end{array} \right)$$

監査法人

監査法人の第一の役割は、上場前も含んだ財務諸表監査（コンフォートレターに係わるサービス提供等も含む）や内部統制体制等に関する専門的な助言の提供等である。これに加えて、監査法人のなかには、上場準備の各種アドバイス等のコンサルティング業務を提供している先もある。従って、監査法人が新規株式公開から得る収益としては、会計監査に係わる手数料（監査手数料）とその他のコンサルティングサービスに伴うサービス料となる。なお、監査法人も引受証券会社と同様に、自らの監査先企業が上場後に不祥事（特に虚偽記載等の開示情報に係わる不法行為）を引き起こした場合には、自らの名声効果が毀損するという関係にあると考えられる。

$$U^{\text{Audit}} = f \left(\begin{array}{cccc} \text{公開企業数} & \text{公開価格} & \text{上場諸費用} & \text{上場後パフォーマンス} \\ + & ? & + & + \end{array} \right)$$

投資家

投資家の利益は発行市場（primary）の投資家と流通市場（secondary）の投資家で異なり、また、時に互いの利害が対立する場合もある。即ち、発行市場の投資家は公開価格がファンダメンタルズ価値

する、等が含まれる。

⁴⁶ 例えば本邦取引所が上場時に得る収益のうち、公開価格に明確に連動するのは「公募又は売出しに係る料金」のみであり、上場審査料、新規上場料は公開価格とは直接的には関連していない。また、上場後に発生する年間上場料は時価総額に応じた料金体系であるほか、場口銭は売買高に連動するものである。このようにみれば、取引所が公開価格の高低にことさら関心を寄せる理由は見当たらない。

に比して割安であるほど、アンダープライシングを通じて利益を得ることができる。これに対して、流通市場の投資家はアンダープライシングから直接的に利益を得ることはできないほか、アンダープライシングが楽観的な価格形成に繋がる場合には、割高な市場価格で買い付けることに繋がる場合もあり、むしろ不利益を蒙る可能性すらある。他方、投資家にとって新規株式公開企業数が増加することは投資可能機会の拡大に繋がる、あるいは、情報生産の外部経済性（各投資家が負担する情報生産コストが低下する）が発生する⁴⁷という意味では望ましいことと言えるが、公開企業数の増加が質の悪い企業の増加を伴うならば、質を識別するのに十分な情報が利用できない限り、逆に望ましくないとも考えることもできよう。なお、上場後パフォーマンスは運用パフォーマンスの上昇に繋がるであろう。

$$U^{\text{Primary}} = f(\text{公開企業数}, \text{公開価格}, \text{上場諸費用}, \text{上場後パフォーマンス})$$

±	—	?	+
---	---	---	---

$$U^{\text{Secondary}} = f(\text{公開企業数}, \text{公開価格}, \text{上場諸費用}, \text{上場後パフォーマンス})$$

±	+	?	+
---	---	---	---

金融当局

金融当局の目的は市場の健全性・公正性を通じた社会的便益の増加や投資家保護の確保にあると整理され得るが、公開企業数や、公開価格、上場諸費用、上場後パフォーマンスが金融当局の便益に与える影響については定まった考え方があるわけではない。

$$U^{\text{Regulator}} = f(\text{公開企業数}, \text{公開価格}, \text{上場諸費用}, \text{上場後パフォーマンス})$$

?	?	?	?
---	---	---	---

2-2. 利害対立と市場の失敗の典型例

市場参加者の利益の源泉と行動インセンティブを巡る上記の議論から明らかな通り、市場参加者の組み合わせによっては、利害の対立が発生し得る。なお、次章以降の議論の準備も兼ねて、情報の非対称性や利害対立を原因として発生する市場の失敗の顕著な事例を幾つか挙げておこう。

新規公開企業と引受証券会社間の対立

新規公開企業の上場目的が資金調達額の最大化である場合には、引受証券会社（主幹事証券会社）と利害が対立する場合がある。即ち、引受証券会社が公開価格を最大化するのではなく、割安に設定された新規上場銘柄を得意客（発行市場の投資家）等に優先的に割り当てること等を通じて、収益機会を得ることを目論んでいる場合が該当する。この状況は、新規公開企業と発行市場の投資家間の利害対立と看做することもできる。いずれの解釈にせよ、ここで注目されるのは、引受証券会社が新規公開企業に対して情報優位にあるならば（情報優位になるように行動したならば）、新規公開企業の意に反して、私的利益を追求できる余地が発生する点である。

上記の状況は引受証券会社と流通市場の投資家間の対立に繋がる場合もあり得る。即ち、引受証券会社がファンダメンタルズ価値から下方に乖離した公開価格を設定し、これをもって私的利益を追求しようと考えているとすれば、流通市場の投資家のうち、情報劣位の投資家は、新規公開企業のファ

⁴⁷ Subrahmanyam and Titman(1999), Foster(1979)。

ンダメンタルズ価値を把握する際に十分な情報を得ることができなくなる公算が高い。しかも、情報不足のなかで、何らかの理由によって流通市場において楽観的な期待形成が広範化した場合には、流通市場の価格がファンダメンタルズ価値から上方に乖離し、流通市場の投資家のなかには、過大評価された価格での取引を結果的に強いられる者も現れるであろう。

新規公開企業と投資家間の対立

新規公開企業の事業リスク等に関する情報が不十分である場合等には、投資家が企業の質を十分に識別することができず、典型的な逆選択問題が発生する可能性がある。更に、逆選択コストを回避するために、一部の質の高い企業は、コストをかけて自らの質の高さを市場参加者に伝達することを余儀なくされることも十分に考えられる（一種の外部不経済性）。

また、新規公開企業が公開価格を極力高くなることを望んでいる場合には、例えば引受証券会社と共謀する等して、公開価格をファンダメンタルズ価値よりも高い水準（オーバープライシング）にするであろう。投資家がこのことを正確に把握できないまま投資したとすれば、割高な投資から経済的に損失を負うことになる。

取引所と流通市場の投資家間の対立

取引所が仮に短期的な利潤最大化を図るように行動している場合には、上場基準・上場廃止基準を緩和する等して、上場企業数の増加を専ら追求する可能性がある。この結果、質の低い企業が多数上場し、十分な情報開示がなされないならば、流通市場の投資家に不測の損害を与えかねない。

2－3．市場参加者に求められる役割

これらの市場の失敗は、大雑把に言えば、エージェンシー問題、逆選択問題、外部不経済性として捉えることができる。そして、これら諸問題を緩和するためには、各市場参加者の自主的な取り組みや、それが期待できない場合には、法制度面での対応が必要となろう。法制度に関する議論は次章以降で準備詳述することにし、ここでは、市場参加者毎に、求められる役割をごく簡単に整理しておこう。

新規公開企業

新規公開企業は「シグナリング」を通じて、自らの質を市場参加者に伝え、逆選択問題等の緩和を能動的に進めると考えられる。具体策としては、自発的情報開示、評判の高い引受証券会社の利用、厳格な市場区分の選択等となろう。

引受証券会社

引受証券会社は主に「スクリーニング」「シグナリング」「名声効果」を通じて、新規公開企業と投資家の間の、見方によっては、新規公開企業と取引所の間の情報の非対称性を緩和する機能を担う⁴⁸。具体的には、引受審査や各種のアドバイスを通じて、新規公開予定企業の質を高めつつ、一定以上の質を満たす企業については取引所に対して保証（推薦）を行う。引受証券会社が引受業務における競合関係や、金融仲介業者としての名声リスクに晒されている場合には、引受証券会社は自らの名声を守るために、投資家や取引所の期待に応えるように行動すると予想される。

取引所

取引所は「スクリーニング」「シグナリング」「名声効果」「モニタリング」、そして「エンフォースメント」を通じて、上記の諸問題を緩和する役割を担っている。スクリーニング及びシグナリングと

⁴⁸ 梅本(2005)は引受証券会社の役割を「証券の売り捌き」と「評判仲介機能」に分けた議論を展開している。

は、公開企業の質を一定以上に保ち、また、そのことを市場関係者に伝達する効果である。取引所が自らの名声を根拠にして上場企業の質について保証機能を提供し、その結果、投資家と新規公開企業の間の情報の非対称性が緩和する。具体的には、上場基準、上場廃止基準等を通じて、こうした機能が発揮される。なお、これらの基準には財務状況や市場流動性に関する数値基準のほかに、コーポレート・ガバナンス等に関する定性的な基準も含まれることが一般的である⁴⁹。コーポレート・ガバナンスに関する基準は、投資家保護を図ることを通じて、企業価値の増大に繋がると考えられている⁵⁰。

他方、モニタリングとは、発行時及び上場後の各種取引の公正性を監視する機能である。上場時には、上場前の各種資本政策の妥当性を上場審査等によって検証するほか、上場後には、インサイダー取引等の不正取引を含めて日常的に上場管理・取引監視を担っている。これらの監視機能を通じて、取引所取引の公正性に関する投資家の信頼を獲得し、市場流動性の向上やその結果としての資本コストの引下げにつながると期待されている⁵¹。

最後に、証券諸法と整合的となる範囲との制約はあろうが、取引所は独自のエンフォースメントを通じて、問題解決のために強制力を利用することもできる⁵²。例えば、上場廃止制度がその究極のものであるが、上場廃止に至る前の段階でも、注意勧告制度や上場契約違約金等の諸制度がある。

監査法人

監査法人に関しても、引受証券会社や取引所とほぼ同様に、会計監査を通じた「スクリーニング」「シグナリング」「名声効果」が期待されている。なお、上場後も含めて継続的に会計監査を行うことは、ある意味では企業の不祥事等を常にモニタリングしていると捉えることができる。

投資家

投資家は、上記の諸問題に対して主体的に解決するのではなく、市場へ参加するか否か、市場に参加する場合の価格水準の判断等を通じて、言わば市場規律を通じて、問題の解決に関与する。

金融当局

金融当局は規範的ルールを設定するほか、エンフォースメントを通じて、諸問題の解決に当たる。また、各市場参加者をモニタリングするという機能を果たす。

このようにみると、新規株式公開の一連の流れにおいては、情報の非対称性等に伴い、各種の市場の失敗が発生し得る一方で、それを抑制する様々な仕組み（各種シグナリング、名声効果、スクリーニング、等）があり得ることがわかる。従って、新規株式公開についても他の経済現象と同様に、「市場の失敗＝規制強化の必要性（正当性）」という図式が直ぐに成立するわけではなく、むしろ、市場参加者の自発的な対応が発揮される環境を適切に整備することが肝要となろう。次章以降では、各市場参加者に期待されている上記の役割が果たして本当に実現しているのかどうか、また、十分に実現していないとすればどのような対応策があり得るのかを念頭に置きながら、既存研究を概観し、また、本邦制度への示唆を探っていくことにする。

⁴⁹ 歴史的にみると、取引所は金融当局（法制度）よりも遥か前からコーポレート・ガバナンスに関する明文規定を上場企業に課してきた歴史がある。詳しくは、Macey and O'Hara(2002), Treptow and Wagner(2005)を参照。

⁵⁰ コーポレート・ガバナンスに係わる法制度の強化が企業価値の増加につながると主張する初期の議論としてはLaPorta et al(1997)、Shleifer and Vishny(1997)が代表的である。

⁵¹ 但し、一部の研究者は、取引所が果たしている役割は縮小しており、現在では、流動性を提供すること以外はほとんど有益な機能を提供していないと考えている（Macey and O'Hara 2002）。この点は4章で詳述する。

⁵² 例えば本邦に関しては、取引所は金融商品取引法上、取引市場における取引を公正にし、投資者を保護するために、証券会社や上場会社を適切に規制することが義務付けられている。

第3章 欧米市場のレビュー（アノマリーを巡る議論）

本章及び次章では、既存研究の成果を概観し、新興市場や新規株式公開プロセスの特徴、及び、その問題点を整理する。まず本章では、新規公開企業について観察される特徴的な3つの現象－アンダープライシング、中長期アンダーパフォーマンス、IPO サイクル－を紹介する。なお、これらの現象は効率的市場では発生しない現象と考える立場もあり、しばしば「IPO のアノマリー」と呼称される。

第1節. アンダープライシング

1. アンダープライシングとは何か

新規公開企業について最も注目を集めてきた現象はアンダープライシングである。アンダープライシングとは、新規上場銘柄の上場後間もない時点の株価（通常は上場日の終値⁵³）が公開価格を上回る現象であり⁵⁴、ファイナンス研究者は、この現象を効率的な価格形成への反証（アノマリー）の一つとして長く注目してきた。図表 15 は、アンダープライシングや後述の中長期アンダーパフォーマンスを含め、新規株式公開の価格形成の典型的な流れを描写したものである。

図表 15

アンダープライシングは時期、国、取引所、市場区分を問わず広範囲に確認されている。図表 16 は世界各国のアンダープライシングを一覧にしたものであるが、アンダープライシングが世界的な現象であることが確認できよう。また同時に、アンダープライシングの大きさが国によって異なっており、例えば、中国やマレーシアでは 100%を超えている一方で、デンマーク、オーストリア、カナダでは 5～6%程度に過ぎないことも確認できる。このほか、アンダープライシングが時期によって大きく変動することも知られており、とりわけ、1990 年代末から 2000 年代初頭までの IT バブル期には、アンダープライシングが顕著に拡大したことが多くの国で確認されている。図表 17 は一例として米国市場のアンダープライシングの推移をみたものであるが、1980 年代以降概ね 10～20%台で推移していたが、2000 年代前後には 80%台を超える水準に急上昇していることが確認できる⁵⁵。

⁵³ 本稿ではこれを「初値」と呼称する。アンダープライシングの議論は、初値がファンダメンタルズ価値の水準となることを暗黙に仮定している点には留意が必要である(Jagannathan 2005)。

⁵⁴ 以下本稿では、アンダープライシングを「初値が公開価格を上回る現象」という意味、また、その変化率（即ち、 $100 \times (\text{初値} - \text{公開価格}) \div \text{公開価格}$ ）、あるいは、これを年率換算した $100 \times \left\{ \left(\frac{\text{初値}}{\text{公開価格}} \right)^{\frac{365}{\text{所要日数}}} - 1 \right\}$ （但し、「所要日数」は投資家が割当を受けた日から初値までの日数）という意味でも用いる。

⁵⁵ 米国市場において IT バブル期前後でアンダープライシングが大きく変化した背景について様々な見解が提示されている。例えば、Ljungqvist and Wilhelm(2003)はバブル期には経営者持分の低下が大きくなったことに注目している。Loughran and Ritter(2004)はアナリスト・カバレッジを確保するためにアンダープライシングを利用した可能性に加えて、spinning（経営者等がホット IPO の割当から私的利益を享受する行為）が広範化していた可能性にも注目している。Houston et al(2006)は公開価格の水準に着目している。具体的には、バブル期前には公開価格が類似会社よりもプレミアムとなる水準で設定されていたのに対して、バブル期には顕著にディスカウントされていたことを報告している。これらに関連する議論は 4 章でも適宜紹介する。

図表 16

図表 17

更に、アンダープライシングが、公開価格の決定方式によって異なっているという指摘もある⁵⁶。一般的には、ブックビルディング方式が利用されている場合の方が、入札方式や固定価格方式に比べて、アンダープライシングが大きくなり、また、アンダープライシングの銘柄間の格差（標準偏差）も大きくなる傾向があると報告されている⁵⁷。

アンダープライシングが発生した場合には、公開価格で購入した投資家は、上場後に公開価格よりも高い価格で株式を市場で売却することによって利益を得ることができる。多くの国において、公開価格が決定された時点、あるいは募集が完了した時点から上場時点まではせいぜい数日間である⁵⁸ため、上場直後に株式を売却する投資家にとっては、ごく短期間にアンダープライシング分の投資リターンを得ることができる。高いリターンが高いリスクの対価であるとする伝統的なファイナンス理論に従ったとしても、この期間収益率は余りに高すぎると考えられている。また、市場が効率的であるならば、新規公開株式に関する全ての情報が株価に反映されているはずであり、株価は当該企業のファンダメンタルズ価値となるはずである。公開価格が決定されてから初値が決まるまでに僅か数日間程度しか経過していないのに、初値が公開価格を上回る傾向が発生するという事は、この期間に、企業価値を高めるような要因（情報）が常に（傾向として）発生することでもない限り、効率的な価格形成という観点からは説明がつかないことになる。こうした考察から、アンダープライシングがアノマリーであると称されている。

また、アンダープライシングに関連する現象として「公開価格の部分調整」がある⁵⁹。これは、仮条件価格（仲値）から公開価格への価格修正幅（率）が、仮条件価格の設定した時点以降に利用可能となった情報（例えば、ブックビルディング方式で収集した投資家の需要動向に関する情報や株式市場の動向、等）を基に予測される修正幅よりも小さくなる現象を指す。換言すれば、主幹事証券会社が仮条件価格を提示した後に得られる情報の全てを用いて公開価格を設定しているわけではないという現象を指す。この部分調整の原因については、以下で紹介するアンダープライシングを巡る諸仮説を検証するなかで分析が進められてきてはいるが、今のところ、確たるコンセンサスは得られていないようである。

2. アンダープライシングの原因

アンダープライシングの発生・変動原因を巡り、多くの研究が進められている⁶⁰。特に、ブックビルディング方式を利用した場合にアンダープライシングが顕著となる傾向があるため、既存研究の多

⁵⁶ 公開価格の決定方式については、4章1節で詳述する。

⁵⁷ 例えば、Derrien and Womack(2003), Degeorge et al(2007)等を参照

⁵⁸ 例えば、本邦では、公開価格から上場日までは概ね10日間程度、募集終了日から上場日までは約2日間である。これに対して、米国では公開価格決定日（募集終了日）の翌日に上場するケースが多いほか、ドイツ等の一部の欧州では、公開価格決定日の約3日後に上場日となる（Ljungqvist 2004 等）。前掲図表13を併せて参照。

⁵⁹ 部分調整を巡る議論は、後述の「情報顕示仮説」と密接に関係している。これらの論点については、Hanley(1993), Hanley and Wilhelm(1995), Aggarwal et al(2002), 忽那(2008), 船岡(2008)を参照。なお、米国との制度面の違いがあるため、本邦では、「公開価格の部分調整」のほかに、「仮条件価格の部分調整」も考えられる。この点については、Kutsuna et al(2009)が詳細な実証分析を行っている。

⁶⁰ アンダープライシングに関する代表的なレビュー論文として Ljungqvist (2007), Ritter and Welch(2002), Ritter(2003a), Ljungqvist(2004), Tinic(1998), 忽那(2008), 鈴木(2009), 翟(2006a,b)等がある。

くは、ブックビルディング方式において何故アンダープライシングが大きくなるか、という見地から進められている。研究手法としては、ゲーム理論や情報の経済学が積極的に利用されている。とくに、「情報の非対称性（情報格差）」、「エージェンシー問題（利害不一致）」、「コーポレート・ガバナンス」、「制度要因」、「行動バイアス」といった視点から各種の理論モデルと、それを検証する実証分析が蓄積されてきた⁶¹。このように精力的な研究が進んできたものの、現時点でもなお、アンダープライシングに関して決定的な考え方が提示されたとは言い難い。むしろ、アンダープライシングが発生・変動するのは、銘柄や市場環境等に応じて、様々なメカニズムが複合的に作用し合っていると考えることが適切であろう、という理解が広がっているように思われる⁶²。

以下では、アンダープライシングを引き起こしていると考えられる市場参加者に着目して、アンダープライシングを巡る既存研究を整理し、その概要を紹介する。アンダープライシングを引き起こす市場参加者として主幹事証券会社、新規公開企業、（流通市場の）投資家の3者に注目する。市場参加者に着目した分類は必ずしも一般的なものではないが、このような分類を行なうことで、本稿の目的の一つである、政策面でのインプリケーションが幾らか鮮明になると考えられる⁶³。

2-1. 主幹事証券会社が原因とする見解

エージェンシー仮説（モラルハザード仮説：Agency Hypothesis）⁶⁴

主幹事証券会社と新規公開企業の間に存在するエージェンシー問題に着目した議論である。主幹事証券会社は、新規公開企業の代理人として引受業務を委託されているが、自らの私的利益のために行動する可能性に着目した議論である。ブックビルディング方式において主幹事証券会社が公開価格や割当先を決定できることが、この仮説の前提条件となっている。つまりこの仮説では、主幹事証券会社が意図的にアンダープライシングを引き起こし、割安な新規公開株を将来的なブローカレッジ・ビジネスや投資銀行業務の獲得が期待できる特定の投資家に割り当てるインセンティブを持つと考える。主幹事証券会社が新規公開企業から受け取る引受手数料は一般に、調達金額に一定比率を乗じたものとなっている（グロススプレッド）。従って、アンダープライシングを引き起こすと調達金額が減少するので、主幹事証券会社が受け取る引受手数料も減少する。しかし、割安な新規公開株式を特定の投資家に割当て、その対価として投資銀行業務等を受託することが出来れば、これらの追加的な収益が引受手数料の減額分を超える場合が発生し得る。つまり、主幹事証券会社はアンダープライシングから追加収益が見込めると考えた場合には、自ら公開価格を低く設定することでアンダープライシングを発生させる誘因を持つのである⁶⁵。

⁶¹ Allen and Morris(2001)によれば、アンダープライシングが最初に指摘された1970年代頃においては、情報の対称性を前提とした理論モデルが中心であり、それらのモデルではアンダープライシングが上手く説明できず、アノマリーとして認識され始めた、とのことである。その後、情報の非対称性を前提とした理論・実証研究によりアンダープライシングの解明が進められてきた。

⁶² 例えば、米国におけるアンダープライシングに関しては、1980年代については後述の「情報顕示仮説」や「勝者の災い仮説」によってアンダープライシングの大部分が説明可能であったが、1990年代以降については行動ファイナンス理論等を基にした説明によらない限り、十分な説明はできないといわれている。詳細は、Ritter (2003a), Ibbotson and Ritter (1995)を参照。

⁶³ ここでの整理は、ある特定の市場参加者の行動だけによってアンダープライシングが発生することを主張するものではない。また、以下で紹介する既存研究がそのような主張を行なっているわけでもない。アンダープライシングは、複数の市場参加者の相互作用の結果として生じていると考えるべきであろう。この意味では、ここで紹介する仮説が同時に成立することもあり得る。なお、本稿の分類方法に近い考え方をとっている Löffler et al (2005)は、「どの市場参加者が、どのような情報を、何時入手したか」といった視点で既存研究を分類している。

⁶⁴ Baron(1982), Loughran and Ritter(2002, 2004), Liu and Ritter(2009)等。

⁶⁵ スピニングのように新規公開企業の内部者の一部と主幹事証券会社が共謀して、その他の内部者の利益を犠牲

情報顕示仮説（報酬仮説：Information Revelation Hypothesis）⁶⁶

エージェンシー仮説とは異なり、主幹事証券会社と新規公開企業の間にエージェンシー関係はないと想定し、主幹事証券会社が価格設定に必要な情報を一部の投資家から入手するために、アンダープライシングを利用しているという立場である。具体的には、ブックビルディング方式において、主幹事証券会社が、プレ・ヒアリングやブックビルディング期間中に、機関投資家から新規公開企業の企業価値や予想される市場価格水準等について意見を聞くことに着目した議論である。議論の前提として、新規公開株の妥当な価格水準等について、主幹事証券会社に比べて情報優位な立場にある（機関）投資家が存在する状況を想定する。この情報優位投資家は継続的に公募・売出しに応募する（継続的投資家）。また、主幹事証券会社は当該投資家から価格や需要動向に関する私的情報を引き出し、公開価格の設定に活かそうと行動するものと考ええる。こうした状況において、情報優位投資家は無償で私的情報を提供するインセンティブを持たない。そこで、主幹事証券会社は情報提供の代償として割安な株式を当該投資家に割り当てる。つまり、情報顕示仮説とは、主幹事証券会社が情報優位な投資家から私的情報を聞き出すためにアンダープライシングを発生させているという仮説である。また、当該投資家が私的情報を生産するために要した費用を補うために、割安な価格で割当を行なうという解釈もできる。

引受リスク回避仮説（Risk Averse Underwriter Hypothesis）⁶⁷

主幹事証券会社が引受業務に関して負うリスクを勘案し、公開価格を低水準に設定するという考え方である。引受契約は大別すれば2つの方法に分類できる。一つは、引受証券会社が新規公開株式の全てを購入し、その売却に責任を負う「買取り引受（firm commitment offering）」であり、他方は、新規公開株式の売却に最善を尽くすことは合意するものの、売れ残り分を引受証券会社が購入することはない「募集の取扱い引受（best efforts offering）」である⁶⁸。買取り引受の場合には、引受証券会社は売れ残りリスク（引受リスク）を負うことになる。買取り引受けが締結された場合には、引受証券会社は引受リスクを回避するために、公開価格を割安な水準に設定し、超過需要を創り出そうとするインセンティブを持つと予想され、この結果としてアンダープライシングが発生する。他方、新規株式企業の立場から考えると、募集の取扱い引受の場合にも、新規公開企業が過小需要を避けようとする行動する結果、アンダープライシングが発生する可能性が出てくる。

訴訟回避仮説（Litigation Risk Hypothesis）⁶⁹

訴訟リスクに着目した議論であり、引受リスク回避仮説の一部とみることもできる。具体的には、上場後の株価パフォーマンスが悪い場合には、主幹事証券会社や新規公開企業は投資家から訴訟を起こされるリスクがあるため、この訴訟リスクを回避するために、公開価格を割安な水準に設定するという考え方である。なお、訴訟リスクの法的構成は国によって異なるものであるが、一般的には、引受証券会社や新規公開企業の訴訟リスクは会計監査人の会計監査が実施されること等によって低下するほか、会計監査人が負う訴訟リスクも存在すると考えられる。この点に関連して、会計監査の信頼性や法的義務が低下すると、引受証券会社や新規公開企業が認識する訴訟リスクが増大し、その結果、アンダープライシングが大きくなることも指摘されている。

にする場合には、アンダープライシングの原因は主幹事証券会社だけではなく内部者にも求めることもできる。

⁶⁶ Benveniste and Spindt(1989), Chemmanur(1993), Hanley(1993), Hanley and Wilhelm(1995), Aggarwal et al(2002)。

⁶⁷ 仮説の詳細と否定的な見解も含めた実証結果については Tinic(1988), Dunbar(1998), Ritter(1984)を参照。

⁶⁸ firm commitment offering と best efforts offering の訳語はラトナー・ハーゼン(2002)に従った。なお、募集の取扱い引受の場合には、事前に募集・売出し株式数の上限と下限を設定し、引受証券会社は販売株式数がこの範囲内になるように最善の努力を払うことを約束することが多い(Dunbar 1998)。

⁶⁹ Tinic(1988), Lowry and Shu(2002), Muzatko et al(2004)。

流動性対価仮説 (Liquidity Compensation Hypothesis) ⁷⁰

上場後の流動性との関係からアンダープライシングを説明する考え方である。公募売出しに応募するかを検討している投資家は、上場後の流動性が低いと予想される銘柄に対しては、売買のタイミングを逸する可能性が高くなる分だけ、ディスカウントした価格での投資を望むと考えられる。主幹事証券会社は、そうした状況を見越して、低流動性が予想される新規株式銘柄については割安な価格に公開価格を設定する⁷¹。

興行主仮説 (Impresario Hypothesis) ⁷²

主幹事証券会社は公開価格を割安な水準に設定し、超過需要をつくりだし、自社が販売推奨する新規公開株式では利益が出るという評判（人気）を投資家の間に熟成させる、という仮説である。投資家の間にこうした評判を確立すれば、その後手掛ける新規公開案件においても投資家を集めやすくなり、自社の中長期的な利益拡大に繋がるという考え方である。

ラダリング仮説 (Laddering Hypothesis) ⁷³

主幹事証券会社が割当先の投資家に対して、割安な株式を割り当てる条件として、上場後に買い注文を出すこと（ラダリング⁷⁴）を求めている可能性に着目した仮説である。ラダリングの要請を受け入れた投資家が上場後に買い注文を出すことから、超過需要が発生し、上場後の市場価格が上昇し、こうしてアンダープライシングが発生する。この仮説は、ラダリングが行われた新規株式公開案件において、アンダープライシングや中長期アンダーパフォーマンスが顕著になることを指摘するものではあるが、必ずしも、市場の平均的な姿としてアンダープライシングや中長期アンダーパフォーマンスが発生することを説明するものではない点に留意は必要である。但し IT バブル期には、この種の抱き合わせ販売が横行していたとみられており、当時のアンダープライシングや中長期アンダーパフォーマンスの一因としてラダリング仮説を指摘する向きもある。

プロスペクト理論仮説 (Prospect Theory Hypothesis) ⁷⁵

行動ファイナンス理論の分野で発展してきたプロスペクト理論からアンダープライシングを説明するものである。即ち、新規公開企業の株主や経営者は自らの得る経済的便益の水準自体ではなく、ある「参照価格」からの変化を重視して、意思決定すると想定する。具体的には、株主や経営者は、初値ではなく、ブックビルディング方式において最初に提示される仮条件価格⁷⁶を基準にして、自らの損得（効用）を評価すると主張している。この結果、株主や経営者はアンダープライシングが発生しても、それによって自らの利得が減少したと考えることはなく、その一方で、公開価格が仮条件価格

⁷⁰ Ellul and Pagano(2006)。

⁷¹ こうした価格設定の考え方は、引受公開業務に携わる実務家からも支持されている。なお、この議論は、公開価格が新規公開企業のファンダメンタルズ価値と比べて適正な水準かどうかを巡る議論にも関連する。

⁷² Shiller(1990)。邦訳は翟(2006b)に従った。

⁷³ Aggarwal et al(2006), Hao(2007)。

⁷⁴ tie-in agreement（抱き合わせ販売）と呼称されることもある。一般的に相場操縦の一類型とされ、禁止されている。

⁷⁵ Loughran and Ritter(2002), Ljungqvist and Wilhelm(2005)を参照。また、忽那(2008)に丁寧な解説がある。

⁷⁶ 米国ではブックビルディング方式を採用した場合に最初に公表される価格情報は仮条件価格である。プロスペクト仮説を最初に提示した Loughran and Ritter(2002)は米国を念頭に書かれたものである。参照価格が仮条件価格（仲値）とされている。これに対して本邦のブックビルディング方式の場合に最初に提示される価格は想定発行価格となる。従って、プロスペクト理論仮説を本邦で検証する場合には、仮条件価格ではなく想定発行価格を利用する必要があるといえるかもしれない。なお、筆者の知る限り、プロスペクト理論仮説を本邦市場について検証した研究はない。

よりも上方に修正された場合には、自らの富が増加したと考える。主幹事証券会社は、株主や経営者のこうした行動特性を勘案して、自らの利益を最大化する際に、引受手数料の引き上げではなく、アンダープライシングを利用するようになる。なお、プロスペクト理論仮説は、仮条件価格が設定された時点から公開価格が決定されるまでの間に株式市場が大きく上昇した場合や需要申告において超過需要が見込める状況であっても、公開価格が仮条件価格から大きく上方修正されることがないという現象（部分調整）を上手く説明できると考えられている。

2-2. 新規公開企業が原因とする見解

勝者の災い仮説（Winner's Course Hypothesis）⁷⁷

新規公開企業の真の価値に関して一部の投資家だけが情報面で優位にあり、主幹事証券会社や新規公開企業、及び、残りの投資家は情報劣後する状況を想定した議論である。新規公開株式の価格が妥当であるかどうかについて判断できる投資家（情報優位な投資家）は、公開価格が真の価値よりも割高な新規公開案件には参加せず、割安な案件にだけ参加する。他方、情報劣位の投資家は、公開価格が割高か割安かを判断できないために、割高な新規公開案件へ投資する可能性に直面する⁷⁸。情報劣位の投資家が割高な上場案件へ投資することから損失を負う可能性があるなかでも、新規公開株式への投資を行うには、その損失を補うだけの収益が見込める必要が生じる。情報劣位の投資家がこの収益獲得期待を抱けない場合には、市場から撤退し、新規公開株式へ投資するのは情報優位の投資家だけとなる。情報優位の投資家だけが市場に参加する場合には、彼等の情報生産コストを補って余りあるほど割安な水準に公開価格が設定された上場案件だけが投資家を獲得できることになる。情報優位の投資家と情報劣位の投資家が共に市場に参加するためには、アンダープライシングが平均的に発生しなくてはならない⁷⁹。また、投資家が情報優位な投資家になるには、情報生産コストを支払うことが必要である。新規公開企業の真の価値を評価することが難しくなればなるほど、情報生産コストは大きくなり、その結果、情報優位の投資家はより大きなアンダープライシングでないと市場に参加しなくなるであろう。また、事業リスクが高い等、不確実性の大きい新規公開企業では、相対的に大きなアンダープライシングが発生することになる⁸⁰。

シグナリング仮説（Signaling Hypothesis）⁸¹

新規公開企業が自社の企業価値等について投資家よりも情報優位にあり、投資家は質の高い企業と低い企業を識別できない世界を想定する。この状況では、質の高い企業は投資家に対して、自らの質の高さを伝えるために、割安な公開価格というコストを支払って、シグナルを送ると考える⁸²。質の

⁷⁷ Rock(1986)。この仮説については、主幹事証券会社がアンダープライシングを引き起こしていると解釈することもでき、前述の2-1に分類することもできる。なお、金子(2006)によれば、この仮説は今日最も支持されている、とされる。

⁷⁸ 換言すれば、情報劣位の投資家は、割高な投資案件に直面するという意味で、一種の「逆選択問題」に直面するといえる。

⁷⁹ 情報優位の投資家にとってはアンダープライシングから情報生産コストを賄えることが、情報劣位の投資家にとってはオーバープライシングから負う損失をアンダープライシングで補えることが、それぞれ市場に参加する条件となる。この両条件を満たすように公開価格が決定されるならば、平均的にアンダープライシングが発生する。

⁸⁰ 真の企業価値の確率分布を想定した場合に、この確率分布の分散が大きいほど、均衡で成立するアンダープライシングが大きくなる。この点はRitter(1984)も参照。

⁸¹ Allen and Faulhaber(1989), Welch(1989), Grinblatt and Hwang(1989), Curteau(1995)等。

⁸² 翟(2006a)によれば、シグナリング仮説はその理論を成り立たせるための仮定が厳し過ぎ、現実には満たされていないとし、また、既存の実証分析においても、この仮説はほとんど支持されていないと報告している。

高い企業は上場時にアンダープライシングというコストを支払っても、上場後に追加公募をする際にはファンダメンタルズを映じたより高い価格で調達ができると期待する。それに対して、質の低い企業はこうした期待を持つことはできない。こうした状況において、質の高い企業は、上場時と上場後の調達総額を最大化するために、上場時には敢えて低い公開価格を受け入れることになる。

更に、このシグナリング仮説を発展させたものとして、ロックアップ契約を用いたシグナリング仮説がある。企業は公開価格を割安に設定するというコストを引き下げするために、ロックアップ契約を締結することにより、経営者が上場後も経営に関与することをシグナルとして発信し、公開価格を引き上げることを目指す。

ガバナンス仮説 (Governance Hypothesis) ⁸³

新規公開企業の経営者が上場後の株主構成を自らにとって有利なものとするためにアンダープライシングを利用する、という考え方である。具体的には、経営者は公開価格を引き下げ超過需要を生み出すことを通じて、投資家一人当たりの割当株数を低位におさえ、その結果、外部大株主が発生することを回避して、自らの保身を図ると考える。類似の議論として、公開企業の経営者が公開価格を引き下げることによって外部株主を呼び込み、上場後に外部株主によるモニタリング機能を発揮させようとするという立場もある。

アナリスト・カバレッジ仮説 (Analyst Coverage Hypothesis) ⁸⁴

新規公開企業が上場後にアナリスト・カバレッジを受けることの対価として、引受手数料とは別に、アンダープライシングを支払っているという考え方である。新規公開企業や既存株主は出来るだけ広いアナリスト・カバレッジを得て、前向きな企業評価（買い推奨）をしてもらうことによって、投資家層の拡大、有利な追加公募、創業者利得の確保、知名度の向上を通じた自社製品の顧客層拡大等を目指すと考えられる。なお、新規公開企業にとってのアナリスト・カバレッジの価値は、特に IT バブル期に高まったとの議論がある。その背景として、IT バブル期に株価が全般的に上昇するなかで、新規公開企業の企業価値に占める保有資産の価値が低下する一方で、成長期待に対する価値が高まっていたこと (growth option)、また、当時、アナリストの各種メディア（インターネット、テレビ放送）におけるプレゼンスが高まっていたこと等が指摘されている。

スピニング仮説 (Spinning Hypothesis) ⁸⁵

新規公開企業の内部者が私利私欲のためにアンダープライシングを許容しているという仮説である。具体的には、内部者（既存株主、経営者）の一部が主幹事証券会社から割安な他社株式を個人的に割り当ててもらった見返りに、自社の引受案件を委託しているという仮説である。こうした内部者は自社の新規株式公開の主幹事会社を選択する際に、アンダープライシングが小さい実績を持つ証券会社ではなく、むしろ大きなアンダープライシングを残し、且つ、市場シェアの大きな証券会社を好んで選択する、とこの仮説では考える。なお、主幹事証券会社がこのようなメカニズムで選択されているとすれば、引受ビジネスにおける証券会社間の競争の結果、アンダープライシングが縮小することは期待できないことになる⁸⁶。

⁸³ Brennan and Franks(1997), Zingales(1995), Mello and Parsons(1998), Boulton(2010), Stoughton and Zechner(1998), Booth and Chua(1996)。

⁸⁴ Cliff and Denis(2004), Loughran and Ritter(2002, 2004), Degeorge et al(2007)。

⁸⁵ Liu and Ritter(2009)。

⁸⁶ 実際に、引受業務が競争的ではないことを示唆する実証分析が報告されている。

2-3. 投資家センチメントが原因とする見解

投資家センチメント仮説 (Investor Sentiment Hypothesis) ⁸⁷

投資家の間に情報格差があるなかで、新規公開企業が最適な価格設定を行う結果、アンダープライシングと中長期アンダーパフォーマンスが発生するという考え方である。具体的には、投資家としてセンチメント投資家（楽観的な投資家）とファンダメンタル価値を把握している情報投資家が存在すると仮定する。新規公開企業は公開価格をファンダメンタルズ価値よりも高く設定し、資金調達額（既存株主の富）をなるべく大きくしつつも、情報投資家がセンチメント投資家との取引から超過収益を確保できるように価格水準を設定する。こうした企業の最適化行動の結果、公開価格はセンチメント投資家が抱く水準よりは低く、情報投資家が抱く価値（ファンダメンタルズ価値）よりは高い水準に設定され、アンダープライシングが発生することになる。また、上場後に市場価格がファンダメンタルズ価値に収束していく過程のなかで、中長期のアンダーパフォーマンスも発生すると考える。

情報カスケード仮説 (Information Cascade Hypothesis) ⁸⁸

投資家が新規公開株への投資を判断する際に、他の投資家が購入しているかどうかを参考にすると想定する。この時、新規公開企業はこうした投資家の行動特性を利用することを考え、最初の数人の投資家に購入させることができれば、後続の投資家を容易に惹きつけることができると予想する⁸⁹。このためにアンダープライシングが発生する、という考え方である。ただし、ブックビルディング方式の場合には、投資家が他の投資家の需要動向を知ることはないので、この仮説を適用することは難しいと考えられる。

3. アンダープライシングの問題点

3-1. 効率的な資源配分への影響

必ずしもコンセンサスがあるわけではないと思われるが、アンダープライシングが情報効率性や効率的市場への反証とする立場が今のところ主流のようにも思われる⁹⁰。仮に、アンダープライシングが情報効率性への反証である、あるいは、情報の非対称性やそれに伴う利益相反行為の結果であるならば、新規株式公開プロセスは資源配分を歪めているかもしれず、政策当局も注視すべきことになろう。また、アンダープライシングが常態化すると、新規株式公開を行おうとするインセンティブを損なう可能性もあると思われる。例えば、極端なアンダープライシングが常態化している世界では、新規株式公開を検討している企業は、上場時の株主資本コストが非常に高くなることを予想するであろう。こうした期待形成は当然、新規株式公開へのインセンティブを弱めることになる。

反対に、アンダープライシングが資源配分の効率化に寄与している可能性もある。情報顕示仮説やシグナリング仮説によれば、アンダープライシングは新規株式公開プロセスに内在する情報の非対称性を緩和させる効果を持つことになる。例えば情報顕示仮説では、アンダープライシングは機関投資家に情報生産をさせる対価であった。従って、アンダープライシングは社会全体の情報生産を促進さ

⁸⁷ Loughran and Ritter(1995), Ljungqvist et al(2006)等。

⁸⁸ Welch(1992)。なお、この仮説は主幹事証券会社がアンダープライシングを引き起こしていると考えられることでも、この意味で2-1.に分類することもできる。

⁸⁹ いわば、需要曲線が正の傾きを持つという世界を想定している。

⁹⁰ 主要論文の一つとされる Ritter and Welch(2002)は情報の非対称性が IPO 市場のアノマリーの主因ではないという立場であることから分かるように、この点は論者によって異なった立場にある。

せる効果を持っていることになる。他方、シグナリング仮説はアンダープライシングが質の高い企業が自らの質を投資家に伝えるために敢えて発生させていると考える。この仮説が正しいとすれば、質の高い新規公開企業がアンダープライシング分だけ調達額を失い、その喪失分が投資家へ所得移転されると看做すことができる。企業と投資家の間に情報の非対称性があり、企業が逆選択問題を回避するためには自らコストをかけて自社の質を発信しなければならないとすれば、アンダープライシングであれ、自発的な情報開示に要するコストであれ、何らかのコストを負担する必要があるだろう。複数の選択肢から企業自らがアンダープライシングを通じたシグナリングを選択しているとすれば、アンダープライシングを強制的に消滅させる必要性はないといえるだろう。

このように考えると、アンダープライシングが資源配分に如何なる影響を与えているかを評価するには、アンダープライシングの発生メカニズムを実証的に検証することが不可欠となろう。特に、情報生産量が増加しているか否か、新規公開企業がアンダープライシングを敢えて利用しているのか、また、アンダープライシングが企業の予想する期待資本コストにどの程度の影響を与えているのかといった論点について、詳細な実態把握と検証が望まれる。

3－2．公平性の視点

3－2－1．新規公開企業から発行市場の投資家への所得移転

アンダープライシングに関する以前からある議論の一つは、アンダープライシングが新規公開企業（既存株主）から割当を受けた投資家への富の移転をもたらす、というものである。新規公開企業及び既存株主にしてみれば、初値で資金調達できたかもしれないにもかかわらず、割安な公開価格で資金調達をしている一方、割当を受けた投資家は初値と公開価格の差額を利益として確保できてしまうとみる立場である⁹¹。図表 18 はこの状況を描写したものである（ケース 1）。では、新規公開企業が損をし、投資家が得するというこの所得移転は問題であろうか。

図表 18

この所得移転は問題ではないという見方から紹介しよう。第一に、この所得移転は市場参加者間の市場取引で発生したものであるのだから、そもそも問題視する必要がないという立場である。公開価格は私的契約である引受契約に基づいて決定されているのであるから、所得移転を回避したい新規公開企業やその株主は、主幹事証券会社との契約交渉で十分に対応できると考えることができるからである。更に、アンダープライシングの時系列データは系列相関を示すことが知られている⁹²。これは、新規公開を検討中の契約当事者が事前に、自らのアンダープライシングの大きさを予測できることを意味する。従って、所得移転を回避したい当事者は、この予測情報等を基にして主幹事証券会社と交渉することもできるはずである。第二は、ある程度のアンダープライシングは新規公開企業にとって便益を生み出しているという主張である。例えば、Cold IPO（初値が公開価格以下のケース）や過度な Hot IPO（UP が 60% 以上）の上場後 1 年間の株価パフォーマンス（リスク調整後リターン）は、適度な Hot IPO（UP が 10%～60%）に比べて劣後することが確認されている⁹³。この分析結果は、公開価格を高く設定して調達額を増加させた場合の上場後の株主価値は、適度なアンダープライシングの場合に比べて、相対的に大きく毀損することを示している。関連する議論として、アンダープライシ

⁹¹ 初値で調達した場合の金額と実際の調達金額の差は「money left on the table」と呼称されることがある。この money left on the table の議論は、全ての公募・売付株式を初値で売却できること（需要曲線が非弾力的）を前提としている点には留意が必要である。また、Ljungqvist (2007)は、アンダープライシングによって既存株主が負担するコストとして、この money left on the table のほかに、既存株主の持分が希薄化する点も指摘している。

⁹² 例えば Lowry(2003)を参照。

⁹³ Krigman, Shaw and Womack(1999)。

ングは、新規公開企業の既存株主が自らの富の減少を最小化させた結果として発生するものである、という議論もある⁹⁴。

他方、この所得移転を問題視する立場としては、第一に、法的に問題があるという考え方であろう。例えば、公募増資に関しては、市場価格を大幅に下回る価格で投資家へ販売した場合には、有利発行として法的に問題視されることがある。仮に、新規株式公開時のアンダープライシングが有利発行に該当するのであれば、これは法的に対処されるべきものとなろう。また、アンダープライシングの発生が引受契約において主幹事証券会社が果たすべきと合意された義務に反するとの指摘もあり得る。また、関連諸法に直接抵触しない場合でも、引受証券会社がアンダープライシングされた株式を顧客に割り当て、その見返りとして、投資銀行ビジネスを受注している、あるいは、当該銘柄の売却益の一部を顧客と共有する等、引受業務とは別の収益機会を得ている場合（スピニング、キックバック）等には、こうした行為は利益相反行為として自主規制等に照らして問題視されるべきであろう⁹⁵。その理由は、新規公開企業から投資家への所得移転の一部が実態としては引受証券会社へ再配分されていることになるうえ、多くの場合、こうした仕組み（カラクリ）を公開企業は知ることができないからである（図表 18 のケース 2）。新規公開企業の立場にたつと、自らの新規公開を円滑に進めるためにアンダープライシングというコストを許容することができたとしても、引受証券会社の将来的なビジネス獲得のためにコストを負担することには、当然、納得することはないと考えられる。

このようにみると、所得移転の視点からアンダープライシングを捉えた場合に、アンダープライシングそれ自体を問題視する必要はないと整理できるかもしれない。アンダープライシングが所得移転の観点から問題視されるとすれば、新規公開企業から投資家への所得移転というよりもむしろ、新規公開企業から引受証券会社への所得移転（あるいは投資家から引受証券会社への所得移転）が暗黙のうちに発生している場合であろう。因みに、筆者の知る限り、アンダープライシングを巡って新規公開企業（株主や経営者）が主幹事証券会社を訴えた事案は、本邦にはないが、米国では発生している（図表 19）。

図表 19

3-2-2. 投資家間の公平性確保

また、アンダープライシングされた割安な株式が一部の投資家だけに配分されること、しかも、それが引受証券会社の裁量によって決定されていることを問題視する立場もある。換言すれば、引受証券会社が割当を実施する際には、極力多くの投資家に割当てを行うべきであるという主張である。こうした考え方は広く受け入れられているようであり、特に、国内ではこうした議論が散見される⁹⁶。

⁹⁴ Habib and Ljungqvist(2001)。

⁹⁵ 米国 IPO 市場を解説した野村(2005)によれば、スピニングとは「引受証券会社が IPO 銘柄を企業幹部に割り当て、見返りとして投資銀行ビジネスを受注すること」であり、NASD 規則の解釈資料 2110-1（需要が大きいと見られる IPO 銘柄について善意の割り当てを求める）に反し、キックバックとは「引受証券会社が IPO 銘柄の割り当てと引き換えに、法外な手数料を得たり、当該銘柄の売却益の一部を顧客と共有すること」であり、NASD 規則 2330（顧客との利益共有の禁止、等）に反するとされる。なお、前述の Loughran and Ritter (2003)は、2000 年前後のアンダープライシングが拡大していた時期に、多くの投資銀行が新規株式公開を検討中の企業経営者に対して、別の「ホット IPO 銘柄」を割り当てることを約束することによって、新規公開案件の獲得競争を繰り広げていた、と報告している。

⁹⁶ 佐々木(2007)によれば、公平性を巡る議論は 1980 年代後半にも見られた、とされる。即ち、1998 年の証券取引審議会不公正取引特別部会は、アンダープライシングに伴う投資家間の不公平感を是正するために、公開価格と初値の乖離を縮小させることが適切であると判断し、その目的のために当時の固定価格方式（相続税財産評価方式）から入札方式への変更を提言した。公平性の議論は今なお残存しており、最近では例えば、日本証券業協会(2005)が「新規公開株の配分過程が不透明であるとの個人投資家からの不満や他商品との抱き合わせ販売への疑

しかしながら、繰り返しになるが「情報顕示仮説」や「勝者の災い仮説」に従うならば、アンダープライシングされた割安な株式が引受証券会社の裁量によって特定の投資家に配分するという仕組みは、新規株式公開を円滑に機能させるうえで必要なものと考えられる。従って、現実の新規株式公開プロセスがこれら仮説の想定するメカニズムで動いているとすれば、アンダープライシングはむしろ必要なものと考えべきことになる。アンダープライシングを消滅させると、新規公開株式に関する情報生産が行なわれなくなる、あるいはまた、逆選択問題が発生し新規株式公開が抑制されたり、新規株式公開の取引コストを引き上げてしまう恐れがあるからである。こうした事態は、新規株式公開を考えている企業に直接的に悪影響を与えるだけでなく、他方で、割当を受けない投資家（流通市場の投資家）に対しても、質の高い企業への投資機会を減少させることを通じて、間接的に費用を負担させることになる。このようにみると、公平性の観点だけをもって、アンダープライシングを問題視すると、社会的に望ましくない結果をもたらす議論をすることになりかねない。

更に、投資家間の公平性を巡る議論が難しいのは、どのような状態を公平とするかが判然としない点にあらう。本稿で紹介した既存研究をみる限りでは、どのような基準で公平性が実現した場合に、社会的に望ましい状態が実現するかについて、定まった考え方は示されていない。新規公開企業の属性によってはブックビルディング方式よりも入札方式を採用した方が望ましいという指摘等、ある特定の状況に関しては説得的な議論も見られるが、アンダープライシングで発生した所得移転を規制等によって再配分すべきであるという研究や、その最適な再配分メカニズムを記述した研究は見当たらない。

但し、投資家間の公平性という視点から制度面で問題視すべきと思われる事例がないわけではない。詳細は5章で述べるが、本邦の新規株式公開に係る一連の制度をみると、公平性が重視されている制度（例えば、公開前規制）とそうではない制度（ブックビルディングにおける割当）が並存している。制度の趣旨が相反するような仕組みが併存している点について、政策目的に照らして、それぞれの制度の妥当性を今一度整理する必要があるだろう。

3－3．利益相反の可能性

2章で整理したように、新規株式公開は、潜在的に利害の対立する市場参加者が様々な取引を取り交わすことによって成立している。従って、そもそも利益相反行為が発生しやすい性質を有する。とりわけ、主幹事証券会社が新規公開企業の代理人として、新規公開企業の利益のために行動しようとするほど、自らが直面するリスク（引受リスク）が高まるという点も重要である。図表18のケース3はこの状況を端的に示している。ケース3は主幹事証券会社が公開価格を高く設定し、その結果、公開価格が初値を上回った状況を示している。この状況では、割当を受けた投資家と主幹事証券会社から新規公開企業に対して所得移転が発生することになる⁹⁷。

このように考えると、そもそも主幹事証券会社が価格決定権を握る場合には、そもそもアンダープライシングが発生し易いことが判る。従って、規制や行政処分も含め制度設計を考えていく場合には、アンダープライシングの背後に利益相反行為があるかどうかを丹念に調査する必要性があるだけでなく、規制や各種制度がアンダープライシングを助長しているかについて、特段の注意を払う必要もあるだろう。

念を発端として審議を行い、新興公開株の82%が個人投資家に配分され、かつ、個人投資家一人当たりの配分格差は10倍を超えておらず、基本的には広く公平な配分が行なわれている」等と議論している。

⁹⁷ 図表18は金子(2006)を多いに参考にした。市場参加者間の所得移転の構造については、同論文で更に明快な解説がある。

4. 本節の纏め

過去 30 年以上に亘り、アンダープライシングの発生理由に関して理論・実証の両面で数多くの研究が進められてきたが、未だにコンセンサスが得られているわけではない。特に、新規公開企業が何故アンダープライシングを認めているかについては、分析対象とする国や時期によって異なった実証結果が得られており、統一的な理解の障害になっているように見受けられる。こうしたなか、Loughran and Ritter(2004)は新規公開企業が上場に際して重視する目的が時期によって変化している可能性に注目している。彼等は、企業の目的関数が次式のように、新規株式公開時の調達額、上場後の追加資金調達額、そして、スピニング等により経営者等が得る追加収入（サイドペイメント）の 3 つの構成要素から成ると定式化し、各構成要素のウェイト（ α ）が時間と共に変化している可能性を指摘している。

$$\alpha_1 * \text{調達額} + \alpha_2 * \text{将来の調達額} + (1 - \alpha_1 - \alpha_2) * \text{サイドペイメント}$$

このようにアンダープライシングの発生メカニズムに関して一貫した説明ができないこともあり、アンダープライシングが社会的にみて望ましいものか否かについても結論は得られていない。こうした限界を念頭に置きつつ、既存研究の成果から新興市場や新規株式公開に係わる制度設計への示唆を引き出すならば、それは次の通りになろう。第一に、アンダープライシングが発生している背景を可能な限り実証的に検証することである。既存の学術研究は、アンダープライシングが効率的市場仮説への反証であるかどうかという論点に注目した感があるが、制度設計上は、こうした視点よりもむしろ、アンダープライシングの背後に利益相反行為が発生しているか否か、また、そうした行為が現行証券法制度に照らして許容されるものであるか否かに注目していく必要がある。また、アンダープライシングが投資家間の公平性の観点から、どのように整理されるべきか、換言すれば、投資家間の公平性はどのような状態で確保されるのかについて、議論を整理する必要もあるようにも思われる。第二に、アンダープライシングの原因に依らず、アンダープライシングが既存株主の経済的便益を損なう可能性がある点について、株主の権利の観点から、どのように整理されるべきかを深く考察する必要があると思われる。また、アンダープライシングが常態化した場合には、新規株式公開を検討する企業の抱く期待株主資本コストが上昇する可能性がある点にも注意が必要である。

第 2 節. 中長期アンダーパフォーマンス

1. 中長期アンダーパフォーマンスとは何か

1-1. 中長期アンダーパフォーマンス

中長期アンダーパフォーマンスとは、新規株式公開後の株価収益率が市場インデックスや類似企業に比べて悪化傾向を辿る現象を指す。新規公開企業に係わるアノマリーの一つとされるこの現象は、米国を始め幾つかの国で実証的に確認されている⁹⁸。例えば、アンダーパフォーマンスを確認した初期の分析の一つである Ritter (1991)は、1975 年から 1984 年にかけて米国市場に新規株式公開した企業の株価パフォーマンスが、規模や産業を揃えた比較対象企業に比べて、公開後 3 年間で約 30%アンダーパフォーマンスしていると報告している。Loughran and Ritter (1995)も、同じく米国市場を対象に、1970

⁹⁸ 例えば、米国のほか、英国、ドイツ、フランス、フィンランド、ハンガリー、オーストリア等でも観察されている。その反面、韓国やスイスでは、オーバーパフォーマンスが観察されている。簡潔なレビューとしては Aussenegg (2006)がある。

年から 1990 年までの新規公開企業について検証し、上場後 5 年間のパフォーマンスが同じ規模の企業群に対して 30%アンダーパフォームしていると報告している。また、Ritter(2003a)は 1970 年から 2000 年までについて同様の分析を行い、新規公開企業は上場後の 5 年間で同じ規模の企業よりも年平均 3.8%アンダーパフォームすることを指摘している。このほかにも、フランスについては Derrien and Womack(2003)が類似会社ポートフォリオに比べて 2 年後までのパフォーマンスを計測し、価格決定方式を問わずアンダーパフォーマンスが発生していると報告している。

しかし、中長期のアンダーパフォーマンスに関しては、計測上の課題が数多く指摘されている。最大の問題点は、期待リターンをどのように計測するかという点である。既存研究の多くは BHAR (Buy and Hold Abnormal Return)、CAR (Cumulative Abnormal Return)、CTAR (Calendar Time Abnormal Return) の 3 種類を利用してきたが、いずれの指標が望ましいかについて、コンセンサスは得られていないようである。例えば、BHAR は市場インデックスやウエイトの選択方法から影響を受けてしまう点が課題とされており、それゆえに CAR や CTAR の方が望ましいとの指摘がある⁹⁹。しかしその一方では、株価リターンの変動が大きい場合には CAR は不適切な指標になるため、BHAR の方が望ましいという意見もある。いずれにしても、こうした批判を踏まえると、上記の実証結果が本当にアンダーパフォーマンスの存在を示しているかについては慎重な判断が必要となろう。更に、中長期アンダーパフォーマンスは、企業規模や簿価時価比率を調整すると、調整をしない場合に比べて縮小することも確認されている¹⁰⁰。これらの既存研究を踏まえると、アンダーパフォーマンスを計測する場合には、相当注意深く分析を実施しなければならないといえるだろう。

1-2. ロックアップ解除後のアンダーパフォーマンス¹⁰¹

中長期アンダーパフォーマンスに関連する現象としてロックアップ解除後に株価が下落する傾向も確認されている¹⁰²。ロックアップ契約の中身（契約対象者、対象株数、売買禁止期間等）は法定開示等によって、ロックアップ解除日より前に公表されている。従って、市場参加者はロックアップ解除に関する情報を事前に把握しているはずであるにもかかわらず、ロックアップ解除日とその後暫くの間、株価下落（マイナスの超過リターン）や売買高の上昇（超過売買高）という現象が発生しているのである。米国や英国では、この現象はベンチャー・キャピタルの投資先企業で顕著であるといわれており、その一因として、ロックアップ期間の満了時点で企業内部者の売出しが集中すること等が指摘されている。

2. 中長期アンダーパフォーマンスの原因¹⁰³

中長期アンダーパフォーマンスの発生原因に係る仮説を前節と同様に、アンダーパフォーマンスを引き起こしていると考えられる主体別（主幹事証券会社、新規公開会社、投資家）に整理する。

⁹⁹ 詳細は、Barber and Lyon (1997), Kothari and Waner (1997), Lyon et al (1999), Fama (1998), Mitchell and Stafford (2000), Gompers and Lerner (2003)を参照。

¹⁰⁰ これらの論点に関しては、上記の Loughran and Ritter (1995) のほかに、初期の代表的研究である Ibbotson (1975), Fama (1998)の議論も参照。

¹⁰¹ Field and Hanka(2001), Bradley et al (2001), Espenlaub et al(2003), Brav and Gompers(2003)等。

¹⁰² ロックアップ契約に関連する議論は 4 章 4 節で再述する。

¹⁰³ 忽那(2008)は、以下で紹介する仮説のほかに、ベンチャー・キャピタル出資の役割や引受証券会社の名声効果も含めて包括的なレビューを提供している。

2-1. 主幹事証券会社が原因とする見解

公開価格割高仮説（Overvalued Hypothesis）¹⁰⁴

公開価格がファンダメンタルズ価値よりも割高に設定されていることが中長期アンダープライシングの一因であるとする考え方である¹⁰⁵。この仮説は、新規公開企業が極力多くの調達資金を獲得したいと考えており、主幹事証券会社がこうした新規公開企業の意向を汲んで公開価格を高く設定している場合等が該当することになる。

ラダリング仮説（再掲）

アンダープライシングに関する仮説として既に説明した仮説であるが、上場直後に相場操縦によって一旦は市場価格が上昇するものの、その後、企業のファンダメンタルズ価値に関する投資家の認識が改まるにつれて、市場価格が下落し、中長期のアンダーパフォーマンスが生じることになる。

2-2. 新規公開企業が原因とする見解

機会の窓仮説（マーケットタイミング仮説：Window of Opportunity Hypothesis）¹⁰⁶

新規株式公開を考えている企業が上場しやすい時期を上手く捉えて上場している、という考え方である。例えば、株価が上昇基調にある局面や楽観的な投資家が多く存在するような局面では、成長見込みのある企業だけではなく、成長余地の限られた企業も比較的容易に上場できる。また、企業は経営業績が最も良い時期を捉えて株式公開を行おうとするであろう。このように新規公開企業がタイミングを捉えて上場しようとする動きが広範化する結果、上場後の企業業績は平均的に悪化傾向を示すことになる。上場後の収益悪化が顕現化するにつれて、株価が下落基調を辿り、中長期アンダーパフォーマンスが発生する。

利益調整仮説（Earnings Management Hypothesis）¹⁰⁷

新規公開企業（経営者、既存株主）が上場基準を満たすため、あるいは、なるべく高い公開価格や市場価格を実現させるために、上場前に裁量的会計高を操作する可能性に着目した議論である。また、投資家はこうした利益調整を十分に識別できないことも暗に想定されている。

ガバナンス変化仮説¹⁰⁸

上場前後のコーポレート・ガバナンスの変化が上場後の事業パフォーマンスの悪化に繋がるという考え方である。新規株式公開によって、多くの場合、コーポレート・ガバナンスは変化し、その結果、株主や経営者の経営に対するインセンティブや努力水準も変化する。特に、新たな経営者の技量やインセンティブ、ベンチャー・キャピタルの存在の有無等が上場後の事業パフォーマンスを悪化させ、それが中長期アンダーパフォーマンスに繋がる可能性がある。

¹⁰⁴ Purnanandam and Swaminathan(2004)。

¹⁰⁵ この仮説は、楽観的な投資家がファンダメンタルズ価値より高い価格で購入することを前提としている側面もあるので、この意味では、後述 2-3.に分類することもできる。

¹⁰⁶ Ritter (1991), Pagano et al(1998)等。

¹⁰⁷ Teoh et al(1998), DuCharme et al(2001), DuCharme et al(2004)等。

¹⁰⁸ Jain and Kini(1994), Mikkelsen et al(1997), Aussenegg(2006)等。但し、前者 2 論文はガバナンス変化仮説について同じ主張をしているわけではない。また、両論文とも、主に、上場前後のコーポレート・ガバナンスの変化が事業パフォーマンスの変化に繋がったかを検証したものである。

2-3. 投資家センチメントが原因とする見解

楽観的な投資家仮説 (Investors Overconfidence Hypothesis) ¹⁰⁹

市場環境や企業属性等によっては、投資家が新規公開企業のファンダメンタル価値よりも楽観的な判断（過大評価）を行う傾向があるという考え方である。特に、社歴の浅い企業等、情報の非対称性が大きい企業に対して楽観的な期待形成が生じ易い可能性に注目している。そして、上場後に投資家の楽観的な見通しが訂正されるにつれて、中長期アンダーパフォーマンスが発生する。また、関連した考え方に、空売りコストと投資家間の情報の非対称性に着目した仮説（空売り仮説）がある。具体的には、制度要因等により空売りを行なうには高いコストを要し、また新規公開企業の価値について投資家によって異なる予想が形成されている（楽観的な投資家が存在する）状況を想定する。この時、空売りが実質的に制限されるため、楽観的な投資家の期待形成が市場価格に強い影響を及ぼすことになり、市場価格がファンダメンタルズ価値に対して割高な水準となる。上場後に、企業に関する情報が多く利用できるようになると、投資家の意見の相違が縮小していき、価格が低下していく。

投資家センチメント仮説（再掲） ¹¹⁰

企業の最適化行動の結果、公開価格がセンチメント投資家が抱く水準よりは低く、情報投資家が抱く価値（ファンダメンタルズ価値）よりは高い水準に設定される。この結果、上場後に企業のファンダメンタルズ価値に関する情報が徐々に流布し、市場価格がファンダメンタルズ価値に向かって低下していくため、中長期アンダーパフォーマンスが発生することになる。

2-4. 市場メカニズムの結果とする見解

ローリスク仮説 ¹¹¹

中長期アンダーパフォーマンスは市場の正常な価格形成の結果として生じたものであるという立場である。例えば、上場前後や上場以降の財務構成（レバレッジ比率）が変化しているとすれば、それが株主資本コストの変化につながり、株価が調整されることが考えられる。また、財務構成だけではなく、上場後に事業リスク自体も変化しているとすれば、その結果、株主資本コストの変化と株価変化につながるであろう。

（右下がりの）需要曲線仮説 (Downward-sloping Demand Curve Hypothesis) ¹¹²

ロックアップ解除後のアンダーパフォーマンスに関しては、ロックアップ解除日以降に内部者が持株を市場で大量に売却する結果、株価が下落するという指摘がある（demand curve hypothesis；需要曲線仮説）。また、ロックアップ解除以降に内部者が持株を市場に供給するが、その際に、買い手を惹きつけるために株価の一時的な下落が必要であるという考え方も提示されている（price pressure hypothesis；価格圧力仮説）。

¹⁰⁹ Ritter(1991), Jong-Hwan Yi(2001), Dorn(2009)。

¹¹⁰ この仮説は、中長期アンダーパフォーマンスが新規公開企業の行動の結果として発生しているという側面もあるため、2-2.に分類することもできる。

¹¹¹ Eckbo and Norli(2005), Eckbo and Norli(2000)等を参照。

¹¹² Field and Hanka(2001)。詳しくは船岡(2007)を参照。

3. 中長期アンダーパフォーマンスの問題点

3-1. 情報効率性・情報の非対称性の視点

「ローリスク仮説」の指摘するように、中長期アンダーパフォーマンスが企業のファンダメンタルズの変化を映じて発生している場合には、情報効率性が阻害されていると考える必要はない。その反面、中長期アンダーパフォーマンスは、投資家と主幹事証券会社、あるいは、投資家と新規公開企業の間の情報格差を原因として発生しているという仮説も数多く提示されていた。それらのなかには、楽観的な投資家の存在を仮定するものもあった。楽観的な投資家の存在を前提とした仮説は、上場時の株価がファンダメンタルズ価値よりも高く、上場後の株価がファンダメンタルズ価値に向かって収束していく世界を示している。

このようにみると、中長期アンダーパフォーマンスが情報の非対称性の結果として発生しているとすれば、株価がファンダメンタルズ価値に収束するまでの期間においては、株式市場を通じた資源配分に歪みが発生する恐れがあるように思われる。例えば、上場後の株価がファンダメンタルズ価値よりも過大に評価されている企業が、エクイティ・ファイナンスを実施したとすれば、正味現在価値がマイナスの投資プロジェクトが実行される、あるいは、調達資金が投資プロジェクトに利用されずに企業内に滞留する等し、その結果として、社会的に望ましくない資源配分をもたらす可能性がある。従って、情報の非対称性が速やかに解消されるような仕組みが存在することが望ましく、情報開示制度や売買制度面での工夫が、この問題を緩和する可能性があると思われる。例えば、中長期アンダーパフォーマンスの背後で「公開価格割高仮説」の指摘するメカニズムが働いているならば、主幹事証券会社がどのようにして公開価格を決定しているかについて情報を開示させれば、主幹事証券会社がファンダメンタルズ価値よりも高く公開価格を設定することを抑止できる可能性があるだろう。また、「利益調整仮説」が主因であれば、上場前の財務情報の開示の充実や、取引所や主幹事証券会社及び監査法人による財務審査の実効性を高めることが有効となろう。他方、「空売り仮説」が成立しているとすれば、新規株式企業の空売りコストを引き下げようとする取組みが有効かもしれない。

以上みてきたように、情報効率性や情報格差の観点から中長期アンダーパフォーマンスを問題視すべきかどうかは、まずは中長期アンダーパフォーマンスの原因を突き止めることが議論の前提となる。

3-2. 公平性の視点

前述のアンダープライシングに関する所得移転の議論と関連するが、中長期アンダーパフォーマンスを流通市場の投資家（情報劣位投資家）から割当を受けた投資家への所得移転であると看做すこともできよう。例えば、新規公開企業（や主幹事証券会社）が、公開価格がファンダメンタルズ価値よりも低い一方で、初値がファンダメンタルズ価値よりも高くなることを十分に予測できているとする。この状況で、割当を受けた投資家が初値で売り抜け、その売却相手が情報劣位の投資家であったとする。割当を受けた投資家の得た利得は、情報劣位の投資家から割当投資家への所得移転と、公開企業から割当投資家への所得移転の2つから構成されるとみることでもある。他方、公開価格がファンダメンタルズ価値よりも高いが、初値が公開価格よりも高い状況では、情報劣位の投資家から割当投資家への所得移転と、割当投資家から公開企業への所得移転が発生しているとみることができよう。

では、こうした所得移転に何か問題があるだろうか。アンダープライシングに関する利益相反行為が問題視されることは前述の通りであるが、一旦、公開株式が上場した後は、流通市場の投資家は各々の判断で売買を行なっているのであるから、情報開示が十分になされているならば、何らの問題はないと考えるべきであろう。従って、問題となりえるとすれば、流通市場の投資家への情報開示や投資勧誘の適正性ということになる。

3-3. 利益相反・投資家保護

中長期アンダーパフォーマンスの発生原因を巡る仮説には、市場参加者の利益相反行為と関連している考え方（公開価格割高仮説、利益調整仮説）があった。情報効率性や公平性の観点から仮に問題がないとしても、利益相反行為の結果として中長期アンダーパフォーマンスが発生しているとすれば、投資家保護の観点から注視されるべきと思われる。

公開価格割高仮説の想定するメカニズムは、新規公開企業や主幹事証券会社が調達額を極大化しようとする際に発生し易いと思われる。即ち、新規公開企業が割安な調達コストで調達額を極力大きくしたいと考える場合には、自らが把握しているファンダメンタルズ価値を上回る公開価格を望む。また、こうした新規公開企業の意向を受けた主幹事証券会社は、例えば、新規公開企業から上場後も投資銀行ビジネスを獲得しようと考えている場合等においては特にそうであろうが、公開価格を極力高く設定するインセンティブを持つことも考えられる。こうしてファンダメンタルズ価値を著しく上回る公開価格で投資家に販売されたならば、自己責任原則や法定開示の役割等といった論点はあるものの、投資家が不当な価格で投資をさせられたという当該取引の性質を問題視する立場もありえよう¹¹³。

また、利益調整仮説は、多くの国において実証的に確認されていることから明らかな通り、新規株式公開に際して常に発生しうるものである。違法な会計操作は行政処分等を通じて適正に抑制される必要があるが、合法的な利益調整についても、それが市場価格を歪める事態に繋がっているとすれば、制度設計上の課題といえるかもしれない。この点は、4章で業績予想情報の開示制度等を概観しつつ再度議論する。このほかにも、引受証券会社が割安な新規公開株式を割り当てることの交換条件として、割当先の投資家に対して流通市場で当該銘柄の売りや買いを約束させるような行為¹¹⁴があった場合には、言うまでもなく、これらの行為は公正性を欠くと判断される可能性があり、証券諸法の考え方に従って問題視されることになる。

4. 本節の纏め

中長期アンダーパフォーマンスも、アンダープライシングと同様に、どのようなメカニズムで発生しているか、正確なことは分かっていない。特に、中長期アンダーパフォーマンスは流通市場における価格形成や投資家行動と深く関係した現象であり、このため、流通市場に参加する不特定多数の投資家をも視野に入れた議論と考察が必要になる。こうした事情が、この現象の理解をより困難なものにしているように思われる。

但し、長期アンダーパフォーマンスを巡る諸仮説のなかには、制度設計を担う主体にとって、注目すべき指摘はある。公開価格割高仮説は、証券諸法の投資家保護（投資者保護）の考え方と親和性が高いという特徴を持つだけでなく、前述のエージェンシー仮説と考え合わせると、主幹事証券会社の果たすべき役割をどのように定めるか、また、新規株式公開時の望ましい価格設定、価格水準とはどのようなものか等という、難しい問題も提起するものでもある。そのほか、ラダリング仮説や利益調整仮説も、仮にこれらが発生しているとすれば、規制当局にとっては注視すべきものとなる。

¹¹³ 実際に、本邦において、「公開価格割高仮説」の指摘と合致する事案が行政処分の対象となっている（エイチ・エス証券）。この事案では、主幹事証券会社が自ら把握するファンダメンタルズ価値よりも高い水準に公開価格を設定した事例である。5章では、この事案も含め、本邦法規制上の論点を考察する

¹¹⁴ 4章で詳述するように、主幹事証券会社の立場からみると、上場後に株価が上昇するよりも下落した方が、シンジケートカバー取引を通じて、より大きな利益を獲得できる可能性が生じる。従って、主幹事証券会社は、割当先の投資家が当該銘柄について売りポジションを取るように仕向けるインセンティブを持つかもしれない。但し、主幹事証券会社のインセンティブに関しては全く正反対の議論もある。例えば廣瀬(2005)によれば、主幹事証券会社はシンジケートカバー取引を実施することを避けるために、割当先投資家がフリッピングをすることを抑止している、と指摘している。いずれの立場が正しいかは、実証的に確認されるべきと思われる。

第3節. IPO サイクル

1. IPO サイクルとは何か

新規上場件数や初期収益率が時期によって大きく変動していることが以前から確認されてきた¹¹⁵。これらの現象は「IPO サイクル」と呼称されている。新規上場件数がピークとなる時期あるいはアンダープライシングが顕著な時期は「ホット IPO（ホットは発行市場）」と呼ばれることもある。なお、IT バブル期が顕著な例であるが、両期間が往々にして一致することも指摘されている。IT バブル期にかけて新規上場件数やアンダープライシングが過去に例を見ない水準にまで増加・拡大し、バブル崩壊後に急減したこともあり、「何故、新規上場件数、アンダープライシングのそれぞれが強い自己相関を示すのか¹¹⁶」、また「アンダープライシングと新規上場件数が正の相関関係にあるのは何故か¹¹⁷」、「ホット IPO において公開企業は何故割安な公開価格を受け入れるのか」といった論点が、未だに研究者の注目を集めている。IPO サイクルは新規株式公開を巡るアノマリーの一つとして認識されている¹¹⁸。

アンダープライシングに関する既存の理論モデルだけでは、IPO サイクルを説明することができないとの指摘もある。アンダープライシングを引き起こしている原因自体が何故時間と共に変動するかが解明されない限り、IPO サイクルという時系列上の変動を説明することにはならないからである。この点を Jenkinson and Ljungqvist(2001)に倣って、訴訟回避仮説を例にとって説明しておこう。この仮説は、主幹事証券会社が訴訟リスクを回避するためにアンダープライシングを発生させていると考えるものであった。ここで IPO サイクルの原因も訴訟リスクにあると考えるには、訴訟リスクが景気や株価の局面に応じて変動することが説明されなくてはならない。しかし、訴訟回避仮説では、訴訟リスクと経済活動の内生的な関係を記述したモデルを提示しているわけではない。このように、アンダープライシングを巡る諸仮説は、経済全体や株式市場の変動を十分に取り込んでいるわけではなく、それゆえに IPO サイクルがアノマリーであると考えられているのである。更に最近では、上場後の株価収益率の銘柄間のバラツキにも周期性があることが確認されている¹¹⁹。図表 20 は米国市場における新規株式公開件数、平均初期収益率、初期収益率の標準偏差の時系列推移を示している。大雑把にみれば、上記 3 変数は同じような動きをしていることが確認できる。繰り返しになるが、これらの変数が何故同調するかについてコンセンサスは得られていないが、以下では、IPO サイクルに関する現時点における主要な研究成果を紹介する。

図表 20

2. IPO サイクルの原因

¹¹⁵ 古くは Ibbotson and Jaffe(1975), Ritter(1984)において指摘されている。

¹¹⁶ 例えば Loughran and Ritter(2002)は、アンダープライシングの月次平均値を分析した結果、統計的に有意な 1 次系列相関を確認している。このことは、アンダープライシングの大きさが、前月までの新規公開株の実績から、ある程度予測可能であることを示唆している。

¹¹⁷ Lowry and Schwart(2002), Yung et al(2008)等。

¹¹⁸ Rajan and Servaes(2003), Yung et al(2008), Lowry et al(2010)等。

¹¹⁹ Lowry et al(2010), Yung et al(2008)を参照。但し、古くは Ritter(1984)が、新規公開企業のリスクが高い場合に、アンダープライシング及びそのクロスセクションでのバラツキも大きくなる傾向があると報告している。

IPO サイクルの主たる原因として、景気循環、新規公開企業と投資家の間の情報格差、投資家センチメントが注目されている。以下では、前節までの分類方法に倣いつつ、この3つの要因を中心に IPO サイクルの変動要因を整理する。

2-1. 主幹事証券会社が原因とする見解

エージェンシー仮説（再掲）

主幹事証券会社と新規公開企業間のエージェンシー問題によって、アンダープライシングや新規上場件数が変動するという考え方である¹²⁰。しかし、筆者の知る限り、IPO サイクルの諸現象を統一的に説明するような、云わば「拡張されたエージェンシー仮説」が提示されているわけではない。

2-2. 新規公開企業が原因とする見解

可変的な逆選択コスト仮説（Time-varying Adverse Selection Cost Hypothesis）¹²¹

新規公開企業と投資家の間の情報の非対称性が逆選択問題を引き起こす点に着目した議論である。投資家は企業の質を識別できないので、質の高い企業が逆選択されてしまう可能性があることに注目している。ここで逆選択コストが時間と共に変動（平均回帰）するために、IPO サイクルが発生すると考えるのがこの仮説の立場である。即ち、情報の非対称性が大きい局面では、投資家は新規公開株式が大幅にディスカウントされていないと購入しない。従って、新規公開企業はこうした局面での資金調達を敬遠し、情報の非対称性が縮小するのを待つことを選択する。情報の非対称性がその後縮小すると、投資家が大幅なディスカウントを要求しなくなり（資本コストが低下する）、多くの企業が上場を選択する。つまり、この議論は逆選択コストが低い局面においてホット IPO が発生するという指摘をしていることになる。なお、後述するが、この仮説とは逆に、逆選択コストが高い局面においてホット IPO が発生するという正反対の考え方も示されている¹²²。

シグナリング仮説（再掲）

シグナリング仮説が IPO サイクルを引き起こすと考えた立場である。上記の可変的な逆選択コスト仮説と同様に、新規公開企業と投資家の間の情報格差に注目している。基本的な考え方は次の通りである。ホット IPO 期には、投資家の投資意欲も高く、株価も高水準である場合が多い。こうした状況では、アンダープライシングを通じてシグナルを伝達するコスト（シグナルコスト）が小さくなる。従って、質の高い企業は株価が相対的に高い局面に相次いで上場し、IPO サイクルが発生する。

機会の窓仮説（再掲）

新規公開企業が上場するタイミングを合理的に選択するという視点に立った考え方である。具体的には、企業が同業他社の株価が割高に評価されているタイミングを捉えて相次いで上場するために、

¹²⁰ Ritter(1984)がこうした見解を示している。同論文は（1）天然資源産業がブームであった時期に、主幹事証券会社が同産業に属する小規模企業の新規上場に際して、アンダープライシングを通じて新規公開企業から利益を搾取していた、（2）こうした主幹事証券会社の行為は長続きせず、ホットな IPO が収束した、という見解を示している。但し、同論文は、主幹事証券会社がどのようにして私的利益を得たのか、換言すれば、主幹事証券会社がアンダープライシングを引き起こすインセンティブについては明確な考察をしていない。

¹²¹ Choe et al(1993), Korajczyk et al(1992)。

¹²² 後述の Yung et al(2008)。この論文は、生産性ショックを起点として IPO サイクルが発生するという考え方を示したものであるため、後述の 2-4.で説明する。

その結果として IPO サイクルが発生すると考える¹²³。

リスク特性変化仮説（Changing Risk Composition Hypothesis）¹²⁴

事業の不確実性が高い新規公開企業ほどアンダープライニングが大きくなるという考え方に基づいた議論である¹²⁵。何らかの理由から、事業リスクの高い企業が、ある局面で数多く上場するために、その時期に顕著なアンダープライシングが同時発生するという仮説である。この仮説については、上場企業の特性が何故時間と共に変化するかについて、明確なメカニズムを提示できていないという限界も指摘されている¹²⁶。

製品市場の競合仮説（Product Market Competition Hypothesis）¹²⁷

製品市場の競合関係が、企業の上場意思決定に影響する点に着目した議論である。製品市場で他社と競合関係にある企業は、競合他社が上場で得た調達資金を用いて製品市場での市場シェアを拡大する可能性を考慮に入れ、仮に、自らの自己資金が不足していない状況であっても、他社が上場したタイミングで敢えて上場する。こうした企業行動の結果として、IPO サイクルが発生する。

2－3．投資家センチメントが原因とする見解

楽観的な投資家仮説（再掲）

投資家のなかに過度に楽観的な投資家が存在する場合、あるいは、投資家が楽観的になった場合に、IPO サイクルが発生するという指摘である。なお、投資家が楽観的になった局面で上場した企業の中には、相対的に質の悪い企業が多く含まれることになるので、この時期に上場した企業の上場後の平均的な株価リターンが悪化することも、この仮説から導かれる。

投資家の相互依存仮説¹²⁸

投資戦略の異なる複数の投資家（合理的投機家、パッシブ投資家、順張り投資家）が市場に参加しているなかで、これら投資家の投資行動の結果として、中長期アンダーパフォーマンスが発生すると考える仮説である。

2－4．市場メカニズムの結果とする見解

¹²³ 前述の Pagano et al(1998)は、企業が将来の成長資金の獲得のために上場するのか、あるいは、機会の窓仮説が示唆するようにタイミングを重視して上場しているかを識別した分析を行っている。分析の結果、(1) 企業は同業他社の時価簿価比率が上昇した局面で上場を決断する傾向があること、(2) 上場で得た調達資金はその後の設備投資に使われるのではなく、むしろ上場前の設備投資によって上昇した負債比率を引き下げるために利用される傾向があることを指摘している。以上の結果は、企業が成長資金の獲得ではなく、低い資本コストで資金を調達し負債比率を引き下げるために上場を利用していることを示唆するものであるが、同時に、機会の窓仮説を間接的に支持するものとも言えるだろう。

¹²⁴ Ritter(1984)。

¹²⁵ 例えば、勝者の災い仮説を考えることができよう。

¹²⁶ Ritter(1984)自体がこの仮説に否定的な実証結果を示しているほか、Loughran and Ritter(2004), Helwege and Liang(2004)等もこの仮説に否定的な実証結果を報告している。逆に、Lowry et al(2010)の II-B の分析結果は、この仮説が成立していることを示唆するものといえる。

¹²⁷ Chemmanur and He(2009)等。

¹²⁸ Rajan and Servaes(2003)に加えて、DeLong et al(1990), Baker and Wurgler(2006)も関連する議論を提供している。

景気変動仮説・生産性ショック仮説 (Business Cycle Hypothesis)

経済への外生的な生産性ショックや景気変動に着目した研究であり、景気拡張期において、資本コスト低下¹²⁹や企業の期待収益率の上昇が生じること等を通じて新規株式公開が活発化することを指摘している。例えば Yung et al(2008)は次のような議論を展開している。経済にポジティブな生産性ショックが加わると、質の低い企業も上場し易くなるために、より多くの企業が上場する。質の低い企業が上場できるようになることは、新規公開企業の質の格差が拡大することに繋がり、その結果、投資家と企業間の情報格差や投資家間の情報格差も拡大する。情報の非対称性が拡大すると、新規公開企業や主幹事証券会社がこれに反応し、アンダープライシングが発生する¹³⁰。このようにして、外生的な生産性ショックは、上場企業数の増減とアンダープライシングの変動を同時に引き起こすことになる。Chemmanur and Fulghieri(1999)は、外生的な生産性ショックが新規公開企業に関する情報生産活動に影響を与え、それが IPO サイクルに繋がるという考え方である。例えば、ポジティブな生産性ショックが発生し企業価値が増加すれば、より多くの投資家に情報生産インセンティブを与える。投資家が情報生産を積極化すれば、それが多くの企業に対して上場するインセンティブを与え、この結果、ホット IPO が発生する。このほかにも Hoffmann-Burchard(2001)は経済全体へのショックではなく、ある産業に特有のショックやニュースが当該産業に属する企業の新規上場を促すという効果を指摘している。

情報スピルオーバー仮説 (Information Spillover Hypothesis) ¹³¹

ある企業の新規株式公開に関する意思決定が別の企業に対して有益な情報を与える (情報のスピルオーバー) ために IPO サイクルが発生するという考え方である。その概要は次の通りである。例えば、ある産業に属する企業が新規上場し、投資家の当該産業に関する評価等についての情報が一般に観察できる状態になれば、当該産業に属する別の企業はこれらの情報を基にして自らの新規株式公開の是非を含め様々な経営判断を下すことができるようになる。つまり、ある企業の新規株式公開は、競合他社に対して正の外部経済を与えることになる (情報スピルオーバー)。換言すれば、企業は、競合他社が上場することから産み出される情報について、フリーライドできることになる。この情報スピルオーバーが大きいと、企業は競合他社よりも先に新規株式公開をするインセンティブを失うほか、社会全体の便益 (社会厚生) ¹³²が低下する可能性も発生する。そこで、投資家へのネットワークを有する引受証券会社が、この情報スピルオーバーの悪影響を緩和するために、情報生産コストを複数の新規公開企業に配分するという機能 (コーディネーション機能) を発揮することになる。具体的には、引受証券会社は同一産業に属する複数の企業をほぼ同時点上場させるように行動する。他方、最初に新規上場した企業が投資家から高い評価を得た状況等においては、同じ産業に属する他の企業にとっては続いて上場することが合理的となる。企業と投資銀行がこのように行動する結果、IPO サイクルが発生する¹³³。

¹²⁹ 換言すれば、景気拡張期において企業は、その後の景気後退期に資本コストが上昇することを予想する、ということでもある。この点は Ivanov and Lewis(2008)を参照。

¹³⁰ 例えば、勝者の災い仮説、シグナリング仮説のメカニズムが働くと考えればよい。

¹³¹ Benveniste et al(2002)。

¹³² 上記 Benveniste et al(2002)論文では、社会全体の便益を上場企業が得る便益から企業が上場する際に負担する情報生産コストを控除したものと定義している。

¹³³ Hoffmann-Burchardi(2001)も同様の議論を行っている。同論文は産業毎に固有の情報に関するスピルオーバーを考察し、次のようなメカニズムを通じてホット IPO が発生することを示している。即ち、ある新規公開企業の上場後の株価が上場前に予想されていた水準を上回っているとすれば、これは当該企業やその属する産業についてポジティブな情報を一般に伝達することになる。投資家が、同一産業に属する別の企業の企業価値を評価する際に、この情報を基にすれば情報生産コストを引き下げることができるほか、そもそもポジティブな情報は企業価値を高く見積もる根拠になるのであるから、別の企業の企業価値は高く評価される。こうした一連の流れが働

2-5. 主要な実証結果

景気変動仮説、逆選択コスト仮説、投資家センチメント仮説のいずれが IPO サイクルを最もよく説明できるかという視点で検証した論文に Lowry(2003)と Ivanov et al(2008)がある。両者とも、景気変動仮説と投資家センチメント仮説を支持する一方、逆選択コスト仮説は重要ではないと報告している。まず、Lowry(2003)は 1970 年代前半から 1990 年中盤までの米国における新規株式公開を対象に分析し、産業全体あるいは産業別の上場件数の時系列変動を説明するうえで、景気循環と投資家センチメントが重要である一方、逆選択コストは重要ではないと報告している。他方、Ivanov et al(2008)も米国の長期時系列データ（1970 年から 2001 年）を用いて上記 3 つの仮説を検証している¹³⁴。分析の結果、(1) 新規上場件数には持続性がある、(2) 予想資本コストが低下する、あるいは、期待収益率が上昇すると新規株式公開が活発化することが確認され、景気変動仮説は支持される、(3) 投資家センチメント仮説も成立している、(4) 他方、逆選択コスト仮説については、実証的に棄却されたほか、経済的なインパクトも大きくない、と報告している。

これに対して Helwege and Liang(2004)は投資家センチメント仮説を主張している。1975 年から 2000 年をホット IPO 期とコールド IPO 期に分けたうえで、それぞれの期間に上場した企業の企業属性に違いがあるかを検証した。同論文の主たる狙いは、前述の諸仮説との関係で言えば、主にシグナル仮説やガバナンス仮説の真偽を確認する点にある。分析の結果、ホット IPO 期とコールド IPO 期を比較したところ、(1) 両期間共に、多くの産業から上場企業が生じている、(2) 企業年齢や収益力、成長余力等の面で大差はない、(3) ホット IPO 期に上場した企業では上場後に機関投資家の持分比率が上昇する傾向がある、等を確認している。以上を踏まえ、ホット IPO は情報の非対称性の変化、経営者のエージェンシー問題、特定産業の技術革新を原因として発生しているのではなく、投資家センチメントによって生じていると主張している。但し、投資家センチメント仮説それ自体を検証したものではなく、云わば消去法として投資家センチメント仮説を支持している点には留意が必要である。

生産性ショックに着目した研究に前述の Yung et al(2008)がある。同論文は 1973 年から 2004 年までの長期時系列データを用いて、次の諸点を確認している。第一に、ホット IPO 期に上場した企業間の長期株価リターンのバラツキは、コールド IPO 期に上場した企業群のバラツキに比べて大きい。第二に、ホット IPO 期に上場した企業は、そうでない期間に上場した企業に比べて、その後上場廃止になる頻度が高い。同論文は、これらの結果は次のメカニズムを支持するものと解釈している；「生産性に正のショックが加わり、資本への需要が増加する→資本需要の増加が上場件数の増加として顕現化する（ホット IPO 期が発生する）→上場件数が増加するにつれて、上場企業の限界的な質は、生産性ショック前の平均的な水準に比べて低下する→上場企業の質のバラツキが拡大する⇒上場企業と投資家の間の情報の非対称性が拡大する→その結果、ホット IPO 期にアンダープライシングが拡大する」。即ち、同論文は、ホット IPO 期にアンダープライシングが拡大する一因を、生産性ショックを起点に情報の非対称性が拡大することに求めているといえる。

前述の Lowry et al(2010)は主に新規公開企業の属性に注目した研究である。1965 年から 2005 年の長期時系列データを基に、主に、アンダープライシングの水準とクロスセクションでみた標準偏差の変動を解明しようと試みている。既に述べたように、同論文の貢献の一つは、上場件数やアンダープラ

く結果、同一産業内で多数の企業が相前後して上場するという現象が発生する。

¹³⁴ 正確に言えば、同論文では、逆選択仮説それ自体ではなく、投資家が利用可能な情報の質が時間と共に変化していること（time-varying information quality）に注目し、この情報の質の変化を、「逆選択コスト」と「将来の企業の成長見通しに関する事前の不確実性」に分けて議論している。後者は、企業の将来における成長余地について不確実性が高い局面では、企業は競合他社に先駆けて新規上場するインセンティブを持つという考え方と関連する。詳細は併せて Pástor and Veronesi(2005)も参照。

イシングの平均値だけではなく、アンダープライシングの標準偏差にも周期性があり、また、相互に正相関していることを発見したことである。この観察結果を踏まえ、まず、アンダープライシングの水準とその標準偏差が上場企業の属性や案件特性（主幹事会社の名声等）によって説明できるかをクロスセクション分析によって実証的に検証し、これらの説明変数が概ね有意であることを確認している。これは前述のリスク特性変化仮説を支持する結果といえよう。次に、市場環境の変化等も取り込んだ時系列モデルによる検証を行い、アンダープライシングの水準や標準偏差は、株式市場全体の動向からも影響を受けていることを指摘している。これらの結果について同論文は、主幹事証券会社は情報の非対称性の大きい上場企業に関する的確な公開価格を設定できておらず、また、株式市場の変動が激しい時期には、こうした主幹事証券会社の価格設定能力が更に低下する、と解釈している。なお、Pástor and Veronesi(2005)の指摘する企業収益に関する事前の不確実性が上場を促すという仮説については、仮説自体は成立しているが、これが IPO サイクルの主因ではないとも指摘している。

以上、主要な実証結果を見る限り、IPO サイクルの背景については、景気循環と投資家センチメントは概ね支持されているとはいえそうであるが、逆選択コストについてはコンセンサスが得られていない。リスク特性変化仮説については、従来の実証結果と最近の研究成果の間で見解に開きがある。その他の仮説の説明力にはついて、余り研究が進んでいない。更に、既存研究が専ら米国市場に限られているため、その他の国で観察される IPO サイクルがどのようなメカニズムで発生しているかについては、現時点ではほとんど理解されていない。

3. IPO サイクルの問題点

IPO サイクルの背景について決定的な確証が得られていないという限界はあるものの、以下では、IPO サイクルが如何なる意味で問題視されるべきかについて、簡単に議論を整理しておこう。

3-1. 質の悪い企業の上場増加

一部の理論研究は、ホット IPO 期に質の悪い企業が上場する可能性を指摘していた。仮にこの指摘が正しいとした場合に、質の悪い企業の上場増加や上場廃止件数の増加は問題視すべきであろうか。

Yung et al(2008)の指摘に従えば、経済に正の外部ショックが加わった結果としてホット IPO が発生した場合には、新規株式公開を行う限界的な企業の質が低下し、情報の非対称性の拡大、上場廃止企業の増加が予想されていた。この状況において、投資家が企業の質を正確に把握していれば投資することはなかった企業に対して、質を把握出来なかったが故に投資しているとすれば、非効率な資源配分に繋がることもあり得よう。他方、筆者の知る限り実証的な検証は見当たらないが、質の悪い企業の上場増加やその後の上場廃止件数の増加が、その他の企業に外部不経済性を与える、あるいは、「市場や取引所へに対する信頼」を毀損する事態に繋がっている場合には問題視すべきであろう。外部不経済性が生じた場合や生じる蓋然性が高いと判断された場合には、上場企業の質を確保するための何らかの措置を取った方が望ましいと思われる。但し、この場合でも、直ぐに公的規制が必要かは判然としない。上場企業や新規公開予定企業、あるいは取引所による自発的な取組み（各種シグナルの利用、等）が問題を解決し得る点に留意すべきだろう。

3-2. 研究開発投資を抑制するという指摘

研究開発型企業はコールド IPO 期において、企業価値を最大化するような資金調達を実現できない

ことが指摘されている。例えば、Lerner et al(2003)は米国バイオベンチャー企業を対象に分析を行い、以下を指摘している；(1) バイオベンチャーの新規株式公開は時間と共に変動する、(2) コールド IPO 期には、NPV が正の投資プロジェクトを持つバイオベンチャー企業であっても、上場による資金調達が出来ず、製薬企業と提携（alliance）することで、必要資金を獲得しようとする、(3) バイオベンチャー企業は多くの場合、資金不足であるので、製薬企業と提携する際に経営権の大部分を提携先に譲渡しなくてはならない、(4) コールド IPO 期に製薬企業との提携を選んだバイオベンチャー企業では、経営権を移譲し過ぎた結果、企業価値を最大化するような設備投資ができない場合が多い。つまり、IPO サイクルを所与とすれば、バイオベンチャー企業のように研究開発主導のベンチャー企業は、定期的に資金制約に直面し、望ましい設備投資を実行できなくなるのである。同論文はバイオベンチャー企業に焦点を当てたものであるが、同様の議論は研究開発型企業にも当てはまる可能性はあろう。また、以上の議論は、研究開発型企業の株式公開に係る制度設計に示唆を与える。即ち、企業・産業属性によっては資金制約の発生の仕方が異なる可能性があるものであり、新規株式公開の諸制度において、こうした属性と資金制約を緩和するような仕組みを取り入れれば、資源配分を改善させることができることになる。

3－3．主幹事証券会社の情報生産能力

Lowry et al(2010)の指摘によれば、新規公開企業の企業価値を分析することが難しい局面（例えば、株価が大きく変動している時期やハイテク企業の上場が集中する時期、等）では、主幹事証券会社が企業価値を正確に評価することが出来ないこともあり、公開価格の予測精度が大幅に悪化し、アンダープライシングやオーバープライシングが頻繁に発生する。従って、ファンダメンタルズ価値よりも低い価格でしか資金調達が出来なかった企業や、反対に、ファンダメンタルズ価値よりも高い価格で資金調達が実現した企業が数多く出現することになる。これは、前者の企業における過少投資に、後者の企業における過大投資に繋がる可能性があるという意味において、資源配分を歪めることになる。従って、公開価格がファンダメンタルズ価値から極力乖離しないような方策が必要になろう。具体策としては、Lowry et al(2010)も指摘しているように、価格決定・割当方式として、ブックビルディング方式以外の各種方式が選択できる環境を整備することが考えられる。更に、前節までで指摘してきた通り、アンダープライシングやオーバープライシングの背後で、主幹事証券会社による利益相反的行為が発生しているとすれば、これへの対処も必要となろう。

4．本節の纏め

本節では、諸外国において古くから IPO サイクルが注目されてきたこと、IPO サイクルの原因を巡って様々な仮説が提示されてきたこと、しかし、その発生メカニズムについてはコンセンサスが得られていないことを述べた。そのうえで、IPO サイクルの問題点として、主に、設備投資行動への悪影響とその結果発生する資源配分の効率性の低下を指摘した。

IPO サイクルの原因が何であるかによって、制度設計への示唆は異なり、取るべき対応策も大きく変わってくる。例えば、IPO サイクルの主因が主幹事証券会社の利益相反行為に求められる場合には、主幹事証券会社のインセンティブ設計を適切なものにすることが求められよう。他方、IPO サイクルの根本的な原因が景気循環や投資家センチメントであるならば、IPO サイクルを人為的に制御することは不可能と思われる。むしろ、何か対応が必要だとすれば、それは IPO サイクルが発生しても社会的な損失が極力抑制されるような仕組みを構築するということになるだろう。例えば、取引所が IPO サイクルと共に上場基準（形式基準、実質基準）を変動（変更）させているような場合には、それが

企業の設備投資や資源配分に悪影響を与えることもあり得るように思われる。こうした場合には、取引所の上場基準が社会的に損失をもたらさないように、何らかの制度的な手当てを行うことを検討する必要が生じるだろう。いずれにせよ、IPO サイクルを通じて制度設計のあり方を考察するには、なによりもまず、IPO サイクルの原因を実証的に突き止めることが必要である。

第4章 欧米市場のレビュー（制度に係わる議論）

本章では、新規株式公開に係る個別の制度に着目し、その特徴と問題点を整理する。新規株式公開の流れに沿う形で、価格決定・割当方式、上場基準・上場手数料、情報開示制度、需給調整制度、売買制度、上場廃止制度の順に、各々の制度の概要とその機能を概説し、そのうえで、既往実証分析を参考にしつつ、今後の制度設計上の留意点を整理する¹³⁵。

第1節. 価格決定・割当方式

1. 価格決定・割当方式の機能

新規株式公開とはそもそも、それまで証券市場で評価されてこなかった資産に価格を発見し、当該価格をもって取引を可能ならしめることであるから、新規株式公開が機能するかどうかは、適正価格を如何にして発見できるかに依存することになる。また、新規株式公開時には、価格決定と同時に公募・売出し株式の割当（販売）先も決定する必要がある。

世界各国では、これまで価格決定・割当方式として、大別すれば「固定価格方式」、「入札方式」、「ブックビルディング方式」の3つの手法が採用されてきた¹³⁶。歴史的に振り返ると、嘗ては入札方式が一般的であったが、それが固定価格方式に移行し、またこの20年間程度の中に、ブックビルディング方式が普及してきた。また、多くの国において、新規公開企業が様々な手法を取捨選択できるようにするために、選択肢を拡大する方向で制度改正が進められてもいる。

図表21は各国で現在採用されている価格決定・販売方式である。ブックビルディング方式が最も一般的な手法となっているが¹³⁷、複数の手法から選択できる制度を体制とする国も散見される。特に、

¹³⁵ 本章の目的は各制度の詳細を説明することではなく、ファイナンス理論の見地からみた場合に、各制度が果たすと期待されている機能を明らかにすると共に、当該機能が現実に発揮されているかについて、実証分析を適宜参考にしつつ、議論する点にある。各制度の詳細に興味がある読者は、本章で参照する文献や金融当局・取引所による各種資料に当たられたい。

¹³⁶ それぞれの方式を更に細かく分類することも可能であるが、新規株式公開を巡る既存研究では、大雑把にこの3種類に分けた議論が一般的である。

¹³⁷ ブックビルディング方式が普及したのはこの20年間であり、それ以前は固定価格方式や入札方式が一般的であった。Jagannathan and Sherman(2005)によれば、1980年代から1990年代初めまでは、固定価格方式と入札方式の両者が利用可能な国のうちフランスを除く多く国で、固定価格方式が最も頻繁に利用されていた。また、現在入札方式が実際に利用されているのは、フランス、イスラエル、台湾、米国のみであるが、これらの国々でも、入札方式の利用実績は総じて低調である。なお、ブックビルディング方式が世界的に普及した背景については、英国のサッチャー元首相が国営企業の民営化を進める際に、引受証券会社の販売力を活用できるブックビルディング方式を採用したことや、米国投資銀行が欧州での業務展開を拡大させたこと等が指摘されている。また、ブックビルディング方式の普及は、発行市場が世界的に統合化されていることの現れであると見る向きもある。こ

フランスは、固定価格方式、入札方式、ブックビルディング方式という主要な方式の全てが許容されており特徴的といえよう（図表 22 を参照）。以下では、これら 3 方式と、その組み合わせである「ハイブリッド方式」を概観しておく。

図表 21

図表 22

1－1．固定価格方式

固定価格方式ではまず、新規公開企業と引受証券会社の間で公募株数と公開価格が協議のうえ予め設定され、上場前（通常は 1 週間程度¹³⁸とされる）に当該情報が一般に公表される。投資家は公表された公開価格に対して購入希望株式数を提示する。主幹事証券会社が投資家の需要を集計し、各投資家への割当はプロラタ方式で決定される。このように固定価格方式では、主幹事証券会社が投資家需要に関する情報を収集する前に公募株式数と価格を設定し、その価格・数量を所与として、割当が実施される。つまり、投資家需要に応じて価格や公募株数を調整する機能が欠如しており、これが後述の他の手法との決定的な違いとされる。なお、固定価格方式では通常、主幹事証券会社が引受リスクを負うので、主幹事証券会社は引受リスクを回避するように行動すると考えられる。具体的には、主幹事証券会社は新規公開企業と共に公開価格を設定する際に、公開価格をディスカウントさせていると言われている。これを主因に、固定価格方式を採用した新規株式公開においては、他の手法を採用した場合に比べて、大きなアンダープライシングが発生する傾向にあるとされる¹³⁹。投資家の需要動向を勘案せず、また、アンダープライシングが大きいため、固定価格方式は価格発見が非効率的であると考えられている。このような事情もあり、現在、固定価格方式が単独で利用されることは、世界的にほとんどないといわれている。

1－2．入札方式

入札方式には実に様々な方法があるため¹⁴⁰、細かくみれば入札方式のなかでも価格決定メカニズムの異なる手法は数多く存在し得る。その反面、入札方式全般に共通する特徴もある。第一に、価格と

これらの点については、Jagannathan and Sherman(2005)、Jagannathan et al(2009)とその参考文献のほかに、Ljungqvist et al (2003)を参照。

¹³⁸ 例えば Barnes(2006)。

¹³⁹ 入札方式を利用した場合のアンダープライシングが他の手法を利用した場合よりも小さくなる傾向は多くの研究が報告している。但し、固定価格方式とブックビルディング方式の大小関係については異なった結果が報告されている。Loughran et al(1994)は固定価格方式のアンダープライシングが 27%であるのに対して、ブックビルディング方式は 12%であったと報告している。これに対して Derrien and Womack(2003)はブックビルディング方式が約 17%であるのに対して、固定価格方式が約 9%であることを確認しているほか、アンダープライシングのクロスセクションでみたバラツキもブックビルディング方式の方が大きいことを報告している。Benveniste and Busaba(1997)は固定価格方式とブックビルディング方式を理論的に比較分析し、固定価格方式の期待調達額が低くなることを指摘している。なお、Loughran et al(1994)は固定価格方式に限らず、投資家の需要動向に関する情報を収集する前に公開価格を決定する場合には、アンダープライシングが大きくなる傾向があると指摘している。

¹⁴⁰ 例えば上田(2009)は、入札方式を「公開入札か競争入札か」、「競り上げ方式か競り下げ方式か」、「単一財か複数財か」等の基準から分類している。また、新規株式公開の際に利用される入札方式は、uniform price auction（単一価格方式：落札者の中で最低の入札価格で配分）、discriminatory auction（pay-what-you-bit auction、複数価格方式、本邦ではコンベンショナル方式と呼称：落札者毎の入札価格で配分）、dirty auction（priced-below-market-auction、ダーティ方式：需給均衡価格よりも低い水準に公開価格を設定し配分）に分類されることもある。なお、世界的にみれば、新規株式公開に関しては、単一価格方式が最も利用されている。

割当先が明確なルールに基づいて決定され透明性の高い手法であること¹⁴¹、第二に、価格が投資家の需要だけに依存して決定されることである。例えば、入札方式のなかで最も利用されている「単一価格方式」の場合には、供給量一定の中で高い入札価格を提示した応募者から優先的に割当をうけ、その際の価格は全ての落札者に対して同一価格（通常は落札者の提示した価格の最低価格）が利用される。また、複数価格方式では、高い価格を付けた注文から順番に価格が決定され、割当先も価格と同時に決定される。いずれの入札方式であれ、事前に定まったルールに則り、需要と供給の情報のみから均衡価格が発見されるのであり、価格や割当先を恣意的に決定する仲介者は介在しない。なお、入札方式は新規株式公開では余り利用されていないのが実態ではあるが、国債発行市場、中央銀行の公開市場操作等、他の金融市場では活発に利用されている。

1-3. ブックビルディング方式

ブックビルディング方式の最大の特徴は、実質的に主幹事証券会社が価格と割当先を決定する点にある¹⁴²。即ち、ブックビルディング方式では、主幹事証券会社が投資家からの需要申告や市場動向等を基に「市場需要曲線」の概要を把握し、「望ましい」と考える水準に価格を決定し、「望ましい」と考える投資家に販売することになる¹⁴³。主幹事証券会社は、価格と割当先を決定するうえで必要となる情報を、ロードショーから需要申告に至るまでの幾つかの手続きを進めるなかで収集する¹⁴⁴。こうした情報収集能力とそれを基にした価格・割当先の決定能力が主幹事証券会社の競争力の源泉になると考えられている。なお、前記の通り、ブックビルディング方式は、主幹事証券会社が公募・売出し株式の全てを購入する「買取り引受」と、主幹事証券会社が販売に最善の努力を払うことを約した「募集の取扱い引受」に大別される。

新規公開企業は主幹事証券会社の金融仲介を利用することで幾つかのメリットを享受できると考えられている。第一は、機関投資家が持つ私的情報を価格に反映させることができ、その結果、価格が「適正」になるという考え方である¹⁴⁵。第二は、新規公開企業が秘匿性の高い情報をロードショー等の機会を利用して、株式を購入する可能性の高い投資家にだけ伝達できる点である。この結果、公開企業は競合他社等に重要な経営情報が漏れるリスクを回避しつつ、公開価格を適正に設定できるという考え方である。但し、機関投資家と個人投資家の間に情報格差を生み出すことに対しては、後述の

¹⁴¹ Wilhelm(2005)。

¹⁴² ここでは、価格や割当先に関して新規公開企業の発言権が制度的に認められていないことを主張するものではなく、実態として主幹事証券会社が決定していると思われる、という意味である。実際、制度的には価格の最終決定者は新規公開企業の株主や取締役会である場合が多い。例えば本邦でも、公開価格等が最終的に決定されるには取締役会決議が必要となる。他方、割当先に関しても新規公開企業が決定している側面はある。例えば、米国では、引受証券会社ではなく発行会社（の株主）自らが割当先を指定する仕組み（friends and family program, directed share program）が存在する。但し、これらプログラムを通じた割当株数は、全公募株式数の2-3%を占めるに過ぎない（辰巳 2006c）。無論、実態として主幹事証券会社が価格等を決定しているかは実証的に確認されるべき論点ではあるが、筆者の知る限り Bradley et al(2004)の実証分析と Jagannathan et al(2009)の考察を除けば、ブックビルディング方式を巡る既往研究の多くは主幹事証券会社が主導的に価格と割当先を決定しているという立場である。なお、Bradley et al(2004)は、主幹事証券会社と新規公開企業が交渉を通じて公開価格を決定しているという仮説を検証しているが、同論文においても、引受リスク回避仮説が勘案される等、主幹事証券会社が主体的に公開価格を決定しているという本節の立場と矛盾するものではない。

¹⁴³ Wilhelm(2005)。

¹⁴⁴ 入札方式や固定価格方式でもロードショーを行うことは多くの国で可能である。しかし、これら手法では、主幹事証券会社が裁量的な割当を行うことが出来ず、そのため、投資家は企業価値に関する情報を生産し伝達するインセンティブが存在しないと考えられる（Jagannathan et al 2009 等）。

¹⁴⁵ Benveniste and Spindt (1989), Chemmanur (1993), Aggarwal et al (2002), Chemmanur and Hu (2009), Cornelli and Goldreich (2001, 2003)。

ように批判的な立場もある。第三に、公開企業は裁量的な割当を通じて、自らの望む上場後の株主構成を実現できるという考え方である。

但し、新規公開企業と主幹事証券会社間にエージェンシー問題が存在している場合には、ブックビルディング方式に期待されているこれらのメリットが実現しない可能性がある。例えば、新規公開企業が調達額の最大化を望んでおり、ブックビルディング方式を通じて極力高い公開価格が設定されることを望んでいるとする。これに対して、主幹事証券会社は買取り引受に伴う引受リスクを回避することを優先していると想定する。この場合には、主幹事証券会社は引受リスクを回避するのに十分となる水準まで公開価格を引き下げるであろう（前章の「引受リスク回避仮説」）。こうした行動が可能になるのは、主幹事証券会社がブックビルディング方式を通じて収集する情報が基本的には新規公開企業にとって観察不能であることに起因する。

エージェンシー問題は価格水準だけでなく、割当先の決定においても発生し得る。例えば、新規公開企業が上場後の望ましい株主構成を想定しており、それを主幹事証券会社に伝達していたとする。主幹事証券会社は、こうした要請を十分考慮することなく、自らの将来的なビジネス機会拡大に繋がるような特定顧客に優先的に株式を割り当てることもあり得るのである¹⁴⁶。こうした割当面における利益相反的な行為が可能になるのも、新規公開企業が主幹事証券会社の保有する情報を十分に観察できないこと、及び、主幹事証券会社の行動を拘束するのに十分な手段を持っていないことによると考えられる。更に、主幹事証券会社が優先的割当によって特定顧客を喜ばせようとする場合には、公開価格を低く設定してアンダープライシングを発生させることが必要となるが、主幹事証券会社の実質的な価格決定権を与えるブックビルディング方式は、これに好都合となる。

このように、ブックビルディング方式では主幹事証券会社が価格・割当先の決定に実質的な裁量権を持ち、その結果、エージェンシー問題を引き起こしかねないという意味で、問題を内在した手法である点は留意すべきであろう¹⁴⁷。

1-4. ハイブリッド方式

上記3つの手法を適宜組み合わせた手法も広範に利用されている。特に、ブックビルディング方式と固定価格方式の組み合わせが多く、多くの国で利用されている。この方式では、ブックビルディング方式によって公開価格を設定し機関投資家や外国人投資家へ配分される。そして、固定価格方式は、個人投資家への配分部分（トランシェ）において利用される。また、入札方式と固定価格方式から成るハイブリッド方式も散見される。本邦や台湾における入札方式は、厳密に言えば、複数価格入札方式と固定価格方式のハイブリッド方式と看做すこともできる。この方式では、例えば、複数価格入札方式において価格が決定され、予め定められた株式数が入札参加者に配分される。その後、残株部分（トランシェ）については、複数価格入札方式の入札価格を基に算出されたある一定の価格（落札加重価格、等）を基に、個人投資家へ配分される。このほかにも、ハイブリッド方式に分類するか否かは別として、後述する Open IPO[®]や Competitive IPO といった手法も近年になり利用され始めている。

¹⁴⁶ 優遇を受ける特定顧客とは、証券会社に対してブローカレッジ業務や投資銀行業務での手数料収入を将来的にもたらす可能性のある顧客であるので、具体的には、機関投資家、ベンチャー企業の経営者、一部の富裕層等と考えられる。なお、欧米諸国のブックビルディング方式では機関投資家に7割弱、個人投資家に3割強が配分されており、機関投資家への配分が高く、主幹事証券会社が機関投資家に優先割当を行い易い環境にあると考えることもできよう(Wilhelm 2005を参照)。

¹⁴⁷ Sherman(2005)は、規制当局の視点から見た場合には、3手法の最大の相違点は、ブックビルディング方式において裁量的な割当が可能である点に求めることができると指摘している。

1－5．割当方式

以上の議論で明らかな通り、新規株式公開プロセスの機能を考えるうえでは、仮条件価格や公開価格を誰がどのようにして決定するかという点も重要であるが、それと同時に、割当先を誰がどのようにして決定するかも非常に重要な論点となる。特に、ブックビルディング方式では、他の手法に比べると、引受証券会社が裁量的に判断できる余地が大きいために、利益相反行為を助長することが懸念されている。

筆者の知る限り、図表 21 で紹介した Jagannathan et al(2009)以外には割当方式を国際的に比較した研究は現存せず、例えば、引受証券会社の裁量権の範囲等、割当方式の詳細について体系的に整理された資料はないと思われる。唯一の例外として敢えて挙げるなら Ljungqvist and Wilhelm(2002)の研究があり、この研究は主要 4 カ国の割当制度の詳細を紹介している。図表 23 は世界各国における機関投資家と個人投資家に分けた場合の割当実績を示し、図表 24 は米国、英国、フランス、ドイツの割当制度の概要を示している。図表 23 にある通り、多くの国では、新規公開銘柄の約 7～8 割は機関投資家に割り当てられている。他方、図表 24 にある通り、割当情報の開示制度は国によって異なっている。米国や 2000 年以前のドイツでは情報開示を行う必要性がない一方で、フランスや英国では、一定の情報開示が求められている。

図表 23

図表 24

このように主要国の割当制度を概観すると、割当方式における裁量権を巡る制度設計上の課題は、2 つの側面に分けて考えることができると考えられる。第一は、引受証券会社の裁量的な判断をどの程度認めるかという論点である。具体的には、ブックビルディング方式に参加する投資家層、投資家が提示できる価格の範囲、提示した価格を修正できるか否か、引受証券会社が割り当てられる株式数の範囲等をどのように設定するかという問題である。一般的に言えば、引受証券会社に裁量権を多く認めるほど、引受証券会社の情報生産能力や情報収集能力を活かすことができる一方で、利益相反行為の機会が増加することになると予想される。第二は、割当の結果をどのように情報開示するかという論点である。米国のように割当結果について開示を求めないという極端な取り扱いがある一方で、割当先の投資家の属性（名称、機関投資家か個人投資家か、等）、投資家の属性別の割当株式数、各投資家が提示した価格・数量情報等、割当に関する情報をどの程度を開示させるかという論点である。この情報開示については、どの時点で開示させるかという点も含まれる。やや大胆に整理すれば、情報開示範囲を広げるほど、また、情報開示を早い段階（ブックビルディング方式における需要申告プロセスが終了した直後）に行わせるほど、利益相反行為は抑制される一方で、情報生産のインセンティブが弱まるものと予想される。

なお、どのような制度設計が、新規公開企業や主幹事証券会社の利益相反行為を助長し抑制するか、また、どのような制度設計の下で最も情報生産が活発となるかについては、実証的に検証されるべき問題点であり、筆者の知る限り、これらの論点に関する厳密な実証分析は報告されていない。

2．入札方式とブックビルディング方式の優劣を巡る議論

2－1．優劣を巡る理論的見解¹⁴⁸

¹⁴⁸ 詳細は Wilhelm(2005), Ausubel (2002), Jagannathan et al(2009), Jagannathan and Sherman(2005), Sherman(2005), Biais et al(2002), Lowry et al(2010)を参照。

IT バブル期に、ブックビルディング方式を採用した新規株式公開において、主幹事証券会社の利益相反行為が顕現化したこともあり、ブックビルディング方式に内在する各種の問題点が改めて注目されるに至った。この間、米国では、入札方式を利用した新規株式公開が、少ないながらも、散見されるようになり¹⁴⁹、ブックビルディング方式と入札方式のどちらが望ましい手法であるのかについて、議論が高まっている。但し現状では、入札方式とブックビルディング方式のどちらが望ましい価格メカニズムであるのかについては、どちらにもメリット・デメリットがあると指摘されており、結論は得られていない。

デメリットに着目すると、次のような指摘が見られる。まず、入札方式については、第一に、入札方式は一見すると簡潔で透明な手法と考えられがちであるが、実際に価格決定ルールや諸手続きを定めると非常に複雑になる場合があると指摘されている。特に、入札プロセスの全ての状況を明文化することが難しいような資産売却の場合には、入札方式では実行自体が煩雑となり非効率的となる可能性がある。こうした場合には、主幹事証券会社の名声（レピュテーション）を通じた規律付けに期待し、ブックビルディング方式の方が効率的になるだろうと考える立場もある。第二のデメリットは、入札方式に参加する投資家層の特性によっては、入札価格の価格形成に歪みが生じる蓋然性が高まるという点である。例えば、ハイテクベンチャー企業等、事業内容やそのリスクを一般投資家が評価することが難しい案件において、入札参加者の大部分が一般投資家であったとすると、入札方式で決定される価格が当該企業のファンダメンタルズ価値から乖離する等、と指摘されている¹⁵⁰。こうした状況では、専門知識を有する機関投資家の私的情報を活用できるブックビルディング方式の方が優れている可能性が生じることになる¹⁵¹。これと関連して、第三のデメリットとして、過小需要が発生する可能性が高いとの指摘もある。特に、認知度の低い、あるいは、成熟していない産業や企業においては、入札参加者が集まらず、新規公開企業が希望するだけの資金調達ができない状況が発生するリスクがあると考えられている。更に、こうした過小需要リスクを意識した入札参加者は、他の入札参加者数や参加者のタイプを把握できない限り、入札価格を割り引く可能性も指摘されている。また、入札方式では、入札に参加する投資家数や投資家の種類を限定することが出来ないため、入札参加者が入札価格と数量を提示することがそもそも難しいという側面もある¹⁵²。

他方、ブックビルディング方式のデメリットとしては、第一に、ブックビルディング方式で決定される公開価格が「市場均衡価格」ではないという主張が聞かれる。その証左として、ブックビルディング方式では入札方式に比べて相対的に大きなアンダープライシングが発生していることが挙げられている。また類似の指摘として、新規公開企業に対する市場需要に関する情報を収集・生産するには、ブックビルディング方式よりも入札方式の方が優れているという見方もある。第二のデメリットは、ブックビルディング方式では、新規公開企業を最も高く評価した投資家に割り当てられない点である。

¹⁴⁹ 例えば、グーグル社の IPO で（インターネット）入札方式が採用されたことが有名な事例である。このほかにも、W.R.Hambrecht 社の Open IPO という入札方式（ダーティー方式に該当）を用いた新規上場案件も散見されている。

¹⁵⁰ 入札方式が債券商品で多用されている一方で、株式への利用が低調である一因として、この点が関係している可能性がある。

¹⁵¹ 反対の立場、即ち、ブックビルディング方式は価値評価の難しい企業の価値評価には不向きであるという指摘もある。例えば、前述の Lowry et al(2010)は、ブックビルディング方式では正確な企業価値評価ができないことがアンダープライシングのクロスセクションでのバラツキに繋がっていること等を確認したうえで、価値評価の難しい新規公開企業については、むしろ入札方式の方が望ましいと主張している。

¹⁵² 国債の入札では、投資家は定期的に入札に参加するほか、流通市場での国債価格も利用できるため、入札ルール、入札参加者、関連証券の市場価格を熟知したうえで自らの入札戦略を立てることができる。これに対して、新規株式公開の場合には、当該株式自体が初めて市場に登場するのであるから、当該証券を定期的に売買してきた投資家がそもそも存在しないほか、参考となる市場価格もなく、入札参加者は案件毎に大きく異なる。こうした違いがあるために、新規株式公開の入札方式では、入札参加者は様々な不確実性に直面することになる。

ブックビルディング方式を利用した新規公開企業の上場後の売買量が急増する傾向がその証左とされる¹⁵³。第三は、既に述べた論点であるが、主幹事証券会社が裁量的な立場を利用して利益相反的行為を行う余地が生まれることである。最後に、ブックビルディング方式では通常、一部の機関投資家に限定したロードショーが実施されるが、これが当該投資家と一般投資家の情報格差につながり、一般投資家が不利な立場に置かれる可能性がある点である¹⁵⁴。こうした問題点に対して、ブックビルディング方式を擁護する立場からは、例えば、ブックビルディング方式における裁量的な割当については、引受証券会社が名声を気にかけるので、それが抑止力となり不公正な取引は発生しづらいとの反論がある。また、ロードショーの対象者が一部の機関投資家に限定されている点に関しても、損害賠償責任リスクや機関投資家のインセンティブを考え合わせると、現実的には仕方がなく、また、機関投資家から私的情報を得られるメリットの方が大きいという意見がある。

2-2. アンダープライシングと手数料水準に着目した議論

理論的な考察が進む一方で、入札方式とブックビルディング方式を比較した実証分析も蓄積されている。とりわけ注目されるのは、アンダープライシングや引受手数料を比較した場合に、新規公開企業にとっては入札方式の方が望ましいとの結果が確認されている点であろう。

まずアンダープライシングについては、既に3章で紹介したように、入札方式におけるアンダープライシングの方が小さくなる傾向が世界的に確認されている¹⁵⁵。但し、多くの国において、入札方式はブックビルディング方式が導入される以前に利用されなくなった経緯がある。このため、既存研究の多くは、入札方式とブックビルディング方式のアンダープライシングを同時点で評価することは出来ていない。この点についてはフランスの実証結果が有益である。フランスでは、ブックビルディング方式、入札方式、固定価格方式が同じ時期に利用されてきた経緯がある。Derrien and Wamack(2003)は価格決定方式とアンダープライシングの大きさ（及びアンダープライシングの変動度合い）の関係を、これら3手法に分けて分析している。分析の結果、アンダープライシングの大きさ及びその変動は入札方式を利用した場合に最も小さくなることを報告している。同論文は、入札方式は価格決定の直前までの情報を最も的確に反映できる手法であると主張している。また、Biais and Faugeron-Crouzet (2002)はフランスのセカンドマルシェ市場（Second Marché）への上場企業を対象に分析し、上記のDerrien and Wamack(2003)と同様に、入札方式のアンダープライシングが相対的に小さいことを報告している。

他方、手数料に関しては、多くの国において、ブックビルディング方式の引受手数料が最も高く、固定価格方式と入札方式は概ね同水準か、固定価格方式の方が幾らか低い傾向が報告されている¹⁵⁶。なお、Derrien and Womack(2003)はフランスのヌーボマルシェ市場（Nouveau Marché）の全上場案件においてブックビルディング方式が採用されていることの原因として、規模の小さな上場案件において主幹事証券会社に引受業務を受託させるには、手数料の高いブックビルディング方式が必要となつて

¹⁵³ この考え方は次の通りである。仮に、最も高い価値を見出した投資家に割当られたとすれば、当該投資家は他の投資家よりも高い価値を見出しているのであるから、上場後直ぐに売却をするとは考えられない。逆に言えば、上場後に大きな売買量が発生しているのは、割当を受けた投資家よりも高い価値を見出している投資家が多く存在していることを示すものである。

¹⁵⁴ 米国では、2000年代前半のIPO市場改革を巡る議論のなかで、この情報格差も問題視されていた（図表3参照）。

¹⁵⁵ 米国市場に関する最近の研究ではLowry et al(2010)が、ブックビルディング方式に比べて、入札方式の方がアンダープライシングが小さく、また、そのバラツキも小さい点を指摘している。

¹⁵⁶ 欧州と米国の手数料水準の違い等も含めて、詳細はLjungqvist et al(2003), Jagannathan et al(2009), Torstila(2001), Chahine(2002)を参照。

いるためであると指摘している¹⁵⁷。

2-3. 入札方式が利用されない理由を巡る議論

アンダープライシングと手数料の実証結果を踏まえると、新規株式公開に要する直接的費用も間接的費用も入札方式の方が低いことになる。しかし、前述の通り、入札方式は一部の国を除きほとんど利用されておらず、ブックビルディング方式が世界的に普及している。コストの面で優位に立つ入札方式が廃止され（あるいは利用されず）、コストが高く利益相反の余地のあるブックビルディング方式が新たに導入され多用されてきた理由は何であろうか。残念ながらこの点についても必ずしもコンセンサスはないように思われるが、既存研究は主に次の諸点に注目している¹⁵⁸。

- (1) 単一価格入札方式の場合には、高い入札価格を提示した応募者から順次割り当てられるが、その際の価格は全ての落札者に対して同一価格が利用される。この仕組みにおいては、入札対象企業の企業価値について情報を生産し妥当な価格を提示したとしても、入札価格が低ければ割当を受けることができない場合が生じる。落札できないリスクを勘案した投資家のなかには、情報生産にコストをかけることはせずに、他の入札者よりも高い入札価格を提示して割当を受けようとするインセンティブが発生する。換言すれば、投資家の間に情報生産に関するフリーライド現象が発生する。このフリーライドを行う投資家が現れると、他の投資家も情報生産を行う意欲を失うことになる。このようにして、入札価格が真の企業価値を映じた価格から乖離し、また、上場後の株価変動が大きくなる。
- (2) 複数価格入札方式の場合には、フリーライド問題は緩和されるが、その一方で過小需要の問題が発生する蓋然性がある。即ち、新規公開企業の価値評価を行う専門知識がない投資家が入札への参加を差し控える可能性が高くなる。こうした投資家が入札に参加しないことは、入札不足に陥るリスクを高めることになるほか、上場後の取引量の低下に繋がることも予想される。新規公開企業はこれらのリスクを勘案して、入札方式よりもブックビルディング方式を選好している可能性がある。
- (3) 入札方式を利用した場合のアンダープライシングは平均的にみればブックビルディング方式を採用した場合よりも小さいが、その一方で入札方式では、極端なアンダープライシングやオーバープライシングが発生する頻度が高い（図表 25）。
- (4) 入札方式の場合には、入札参加者数は事前には分からないほか、入札参加者が過大、過小になったとしても、これを調整することはできない。これに対して、ブックビルディング方式の場合には、主幹事証券会社が需要の大きさを把握しつつ、プレ・ヒアリングや需要申告に参加する機関投資家数がある程度調整できる。
- (5) ブックビルディング方式を採用した方が、アナリスト・カバレッジを高める効果があるほか、公開後のアナリスト評価が前向きになる傾向がある¹⁵⁹。

¹⁵⁷ 同論文はブックビルディング方式が利用された上場案件が、小規模案件と大規模案件の両極端となっていることを報告している。小規模案件にブックビルディング方式が利用されるのは、本文に示した通り主幹事証券会社に十分な手数料を支払うためとしている。これに対して、大規模案件においてブックビルディング方式が採用されている理由については、外国人投資家からの投資を受け入れるには、外国人投資家に馴染みのあるブックビルディング方式を採用する必要性がある点を指摘している。

¹⁵⁸ 詳細は Jagannathan et al(2009), Sherman(2005), Jagannathan and Serman(2005), Degeorge et al(2007), Biais and Faugeron-Crouzet(2002)を参照。

¹⁵⁹ 理由は定かではないが、実務上、幾つかの国で、主幹事証券会社は新規公開企業がブックビルディング方式を利用した場合に限ってアナリストカバーを提供している（Degeorge et al 2007, Jagannathan et al 2009 を参照）。また、

- (6) 入札方式（特に、単一価格入札方式）では、少数の投資家が入札価格を引き下げようと共謀する可能性がある。

図表 25

このような点が指摘されてはいるが、これらを理由にブックビルディング方式の方が入札方式よりも望ましいと結論付けられるわけではないと思われる。まず、フリーライド問題に関しては、フリーライドが発生することによって適正な価格付けが行われなくなる可能性がある一方で、投資家が流通市場においていずれ適正な価格形成が実現すると考えるならば、適正ではない公開価格を利用した裁定取引が発生するとも考えることができる。裁定取引が生じれば、入札価格がファンダメンタルズ価値から乖離する度合いは小さくなるはずである。また、入札方式において極端なアンダープライシングやオーバープライシングが発生する頻度が高いとの指摘は、必ずしも実証的な裏付けを持つとは言えないほか、新規公開企業（株主や経営者）が極端な価格が生じるリスクをそれほど気にかけない場合（リスク回避度が低い）には、入札方式を選好する場合も当然にあると思われる。最後に、アナリスト・カバレッジを勘案するとブックビルディング方式が望ましいという議論は、むしろ、引受証券会社やアナリストの利益相反的行為を示唆するものであり、これを理由にブックビルディング方式が望ましいと判断することは適切ではなからう。

他方、新規公開企業が両方式をそもそも比較しておらず、主幹事証券会社がブックビルディング方式を強要しているという指摘もある¹⁶⁰。前述の通り、ブックビルディング方式の引受手数料は入札方式よりも高いので、主幹事証券会社が利益最大化の観点からブックビルディング方式を強要する可能性はある。但し、この仮説についても、主幹事証券会社が新規公開企業に強制的に価格決定・割当手法を強いることができるほど交渉力が強いのであれば、入札方式に高い手数料を課すこともできるのではないかと等、幾つかの点で解釈に窮することもあり、必ずしもコンセンサスがあるわけではない¹⁶¹。

いずれにせよ、入札方式とブックビルディング方式のどちらが優れているかを巡る議論や、ブックビルディング方式が普及してきた背景を巡っては、結論が出ていない。既存研究から得られる重要な示唆があるとすれば、それは、新規公開企業の企業属性や上場時の市場環境等に応じて、企業にとって望ましい手法が変化し得るという点であろう。このように考えると、制度設計上は、幾つかの手法のなかから、新規公開企業が自らの便益を最大化できる手法を選択できるようにすることが肝要とならう。

3. ブックビルディング方式の効果

3-1. 機関投資家による情報生産

前述の通り、ブックビルディング方式のアンダープライシングは入札方式に比べて一般的に大きい。3章で紹介した「情報顕示仮説」は、ブックビルディング方式でアンダープライシングが発生するのは、機関投資家から私的情報を得るために必要な対価であると主張していた。従って、ブックビルディング方式のアンダープライシングが相対的に大きいからといって、ブックビルディング方式の機能を直ぐに否定することができるわけではない。このため、既存研究はブックビルディング方式においてどの程度の情報生産が行われているかを検証することを通じて、ブックビルディング方式における

ブックビルディング方式の引受手数料が高いことと、アナリスト・カバレッジの関係については、Chen and Ritter(2000)を参照。

¹⁶⁰ Ausubel(2002)。

¹⁶¹ 反対の立場をとる指摘は、Bradley et al (2004), Jagannathan et al(2009)に見られる。

相対的に大きなアンダープライシングの妥当性を評価してきた。しかし、このブックビルディング方式における情報生産活動については、現状では、肯定的な見解と否定的な見方が混在しており、一致した結論は得られていない。以下では主要な実証結果を概観する。

まず、肯定的な見方としては、情報顕示仮説の初期の研究である Hanley (1993)や、それに続く Hanley and Wilhelm (1995)がある。いずれも米国市場を対象にした分析である。まず Hanley (1993)は、仮条件の仲値を主幹事証券会社が想定する公開価格の期待値と看做し¹⁶²、実際の公開価格とこの期待値の乖離幅が、機関投資家の情報生産活動の代理変数（機関投資家の持株比率）と相関しているかを検証した。分析の結果、両者の間には正の相関があり、また、乖離幅とアンダープライシングの大きさにも正の相関関係があることを見出した。同論文では、これらの結果は情報顕示仮説を支持するものであると解釈している。次に、機関投資家への割当データを用いた Hanley and Wilhelm (1995)は、乖離幅と機関投資家向けの割当比率の間に正の相関があることを確認し、情報顕示仮説を基本的には支持する立場をとっている。このほか、後述の Aggarwal et al(2002)も情報顕示仮説を部分的に支持している。

他方、懐疑的な見方としては、まずアンケート調査を通じた指摘が幾つかある。例えば Shiller (1990)は、新規公開株式へ投資する投資家への調査を通じて、公開価格と企業価値に関して分析を行っている投資家が 26%に過ぎないと報告している。また、英国市場について機関投資家等へのヒアリング調査を基に考察した Jenkinson (2006)は、英国の機関投資家が新規公開企業について私的情報を活発に生産しているわけではないと指摘している。更に、前述の Lowry et al(2010)は、ブックビルディング方式の公開価格が流通市場の価格の予測値であるとの立場にたつと、公開価格の予測力が極めて低いことを示し、企業価値評価を行うことが難しい企業に対してブックビルディング方式（買取り引受）を用いることは望ましくなく、入札方式を利用することを推奨していた¹⁶³。

また、後述の欧州グレイ市場の取引価格データを用いて、ブックビルディング方式の情報生産について検証した分析にも、ブックビルディング方式における情報生産に対する否定的な見方が散見される。例えば、ドイツ IPO 市場を対象にした Löffler et al (2005)はブックビルディング方式による情報生産は機能していないと指摘し、「情報顕示仮説」を否定している¹⁶⁴。同じくドイツ市場を対象にした Aussenegg et al (2006)は、グレイ市場の取引開始前では、引受証券会社が情報投資家から有益な情報を得ており、それが仮条件価格に反映されるとして、ブックビルディング方式について一定の効果を認めている。但し、グレイ市場の取引が開始されると、最早ブックビルディング方式からは有益な情報を得られていないとも指摘しており、ブックビルディング方式の情報生産機能はグレイ市場の取引が開始すると消滅することを示唆している。

以上のように、ブックビルディング方式において機関投資家の私的情報がどの程度公開価格に反映されているかについては、「部分的に」反映されているとの実証結果があり、これを根拠に情報顕示仮説を支持する立場も一部にはある。しかしその一方で、ブックビルディング方式の情報生産は機能していないか、あるいは、ブックビルディング方式以外の方法で十分な情報を生産することができるとし、ブックビルディング方式に対して否定的な立場をとる研究も数多くある。

¹⁶² 本邦において、この仮定は満たされないと考える。本邦では、主幹事証券会社の公開価格の期待値は、プレ・ヒアリング前の段階では想定発行価格であり、それ以降、需要申告の前までは仮条件の上限と考えるべきであろう（関連する議論は 5 章を参照）。

¹⁶³ 但し、同論文では、仮条件から公開価格までの価格調整幅がアンダープライシングに対して有意な影響を与えていることを報告し、ブックビルディング方式を通じた情報生産が部分的には機能していることも示唆している。

¹⁶⁴ 同時に、グレイ市場の取引価格情報は一般に公開されているのであるから、投資家間の情報格差を前提とした「勝者の災い仮説」も成立することはないと指摘している。

3-2. ブックビルディング方式の価格算定の実態

ブックビルディング方式の情報生産の有無を詳細に評価するうえでは、主幹事証券会社が公開価格を初値よりも低水準になるように意図的に設定しているか否かが重要なポイントになる¹⁶⁵。換言すれば、主幹事証券会社はアンダープライシングが発生することを十分に予見できていたか、予見できているとすれば、それは機関投資家から私的情報を得たから可能になったのか、あるいは、機関投資家からの情報がなくても、自らの情報だけで十分にアンダープライシングを予想できていたか、という論点が注目されることになる。なお、主幹事証券会社が公開価格だけでなく、仮条件価格も決定していることを踏まえると、主幹事証券会社は、仮条件価格を決定する際に、その後に決定する公開価格や初値の水準を見越したうえで、価格水準を決定していると予想される。従って、主幹事証券会社が、公開価格を予想される初値よりも低水準に設定しようと考えているならば、仮条件価格も同様に初値よりも低水準に設定していると予想される。

他方、価格決定実務においては、主幹事証券会社は新規公開企業が上場した場合に成立すると予想される企業（ファンダメンタル価値）を自ら計測していると指摘されている。その際に、主幹事証券会社は様々な企業価値手法¹⁶⁶を組み合わせるファンダメンタルズ価値を算出している¹⁶⁷。従って、ここで解明されるべきは、主幹事証券会社がファンダメンタルズ価値に始まり、仮条件価格、そして公開価格までの一連の価格を、一体どのように設定しているかという点である。つまり、主幹事証券会社は、(1) ファンダメンタル価値をどのような判断材料を用いて、どのような手法で計測しているのか、(2) 算出されたファンダメンタル価値を基にして、仮条件価格や公開価格をどのように設定しているかが注目される。

これらの諸点を検証するには、主幹事証券会社が実際にどのように価格設定を行っているかについての詳細な情報が必要となるが、米国を含めほとんどの国において、この分析に必要な情報は法定開示の対象になっていないだけでなく、自主的に開示されているわけでもない。こうした事情のため、既存分析の多くは、次のような分析手法を採用している；(1) 分析者が新規公開企業と類似する比較対象会社（類似会社）を何らかの基準で選択する、(2) これら類似会社の株価情報等を基に、新規公開企業のファンダメンタル価値を推定する、(3) 推定されたファンダメンタル価値と仮条件価格、公開価格、初値を比較する、というものである。これらの手法には、分析者の恣意性が排除し切れないため、分析結果の頑健性には自ずと限界が生じると思われる。以下では、こうした限界を念頭に置いたうえで、主幹事証券会社の価格算定の実態に係わる既存研究を解釈してみる。

まず、米国の研究を概観する。Kim and Ritter(1999)は過去の実績値を基にしたマルチプルを用いてファンダメンタル価値を計測した結果、これらファンダメンタル価値は初値をほとんど説明できないことを報告している。また、主幹事証券会社が決定した公開価格と類似会社のマルチプルから予測される新規公開企業のファンダメンタル価値を比較すると、前者の方が初値を予測する能力が高いことも指摘している。この分析結果は、分析対象数が多くない点には留意が必要ではあるものの、主幹事証券会社が新規公開企業の企業価値を算定する際に、類似会社のマルチプルに含まれている新規公開企業に関する情報以外にも、独自に情報を生産していることを示唆するものである。

¹⁶⁵ Cornelli and Goldreich(2001)は、米国では主幹事証券会社が、需要が供給を上回るように意図して、公開価格を決定している、と指摘している。

¹⁶⁶ 一例を挙げれば、各種マルチプル（PER、PBR、等）、割引キャッシュフローモデル（Discount Cash Flow Model, DCF法）、割引配当モデル（Discount Dividend Model, DDM）、割引フリーキャッシュフローモデル（Discount Free Cash Flow Model, DFCF）、経済的付加価値法（Economic Value Added Method, EVA法）等である。

¹⁶⁷ 以下で紹介する論文はこうした実務が現実に観察されると主張している。なお、本邦においても、実務家から、同様の見解が聞かれている。

Purnanandam and Swaminathan(2004)も類似会社のマルチプル¹⁶⁸から算出した新規公開企業のファンダメンタル価値と公開価格を比較している。分析の結果、1980 年から 1997 年まで一貫して、公開価格がファンダメンタル価値に比べて割高な水準に設定される傾向があったことを報告している。時期による変動もあるが、公開価格はファンダメンタル価値に比べて 14%から 50%程度高い水準となっている。また、公開価格が割高に設定された企業ほど、(1) アンダープライシングが大きい、(2) 裁量的会計発生高が大きい、(3) 予想成長率が高い傾向があると指摘している。更に、こうした企業ほど、上場後の財務パフォーマンスが悪化する傾向にあると報告している。これらの分析結果は、エージェンシー仮説や引受リスク仮説、更には情報顕示仮説の指摘する主幹事証券会社が意図的に公開価格を低く設定しているという考え方に対して反証を与えていると考えることができる。但し、同論文の分析期間が IT バブル期前であり、アンダープライシングや主幹事証券会社の利益相反行為が特に問題視された IT バブル期以降を分析していない点には注意が必要となる。

これに対して Houston et al(2006)は、IT バブル期前後の期間を対象に、公開価格が類似会社¹⁶⁹から推定されたファンダメンタル価値に比べて割高か割安かを検証した研究である。分析の結果、公開価格とファンダメンタル価値の相対関係は時期によって変化していることを報告している。具体的には、IT バブル期以前は、公開価格が割高に設定されていたが、IT バブル期には、公開価格は顕著にディスカウントされていたと指摘している。つまり、上記 Purnanandam and Swaminathan(2004)の結果を支持しつつも¹⁷⁰、IT バブル期には、全く逆の現象が発生していたことを発見している。また、上場後のアナリスト・レポートに記載されているターゲット株価は、公開価格よりも 2 倍以上高い水準に設定される傾向があり、更に、このプレミアムが IT バブル期に上昇していたことも報告している。これらの観察結果を基にして、同論文は、IT バブル期に公開価格が意図的にディスカウントされていた可能性があると結論付けている。但し、主幹事証券会社がディスカウントした動機については、訴訟回避仮説やアナリスト・カバレッジ仮説等の解釈があり得るとし、断定的な見解は示していない。

他方、欧州については、米国よりも充実したデータが利用可能な国もあり、主幹事証券会社が新規公開企業の企業価値をどのように算定しているかについて、詳細な分析も実施されている。まず、フランスを対象とした Roosenboom(2007)は、引受証券会社の価格設定について次の特徴を報告している。第一に、引受証券会社は、企業属性、市場環境に応じて、企業価値評価手法を使い分けており、各手法をどの程度重視させるかも上場案件毎に変化させている。第二に、引受証券会社は自らが算出した企業のファンダメンタル価値から意図的に低い水準に仮条件価格（公開価格）を設定しており、ディスカウント率は平均で約 18%である。なお、これらの分析結果は、引受証券会社が企業価値手法を臨機応変に使い分けることによって、より正確な企業価値評価が出来ていること、あるいは、そうした行動が合理的なものであることを主張しているわけではない点には留意が必要である。更に、引受証券会社の名声が高いほど、ディスカウント率が小さくなることも報告している。これは、引受証券会社の名声が新規公開企業の質に関するシグナルとして機能していることを示唆している。

次にベルギーとイタリアを対象にした研究を紹介する。この 2 カ国では、主幹事証券会社のファンダメンタル価値に関する情報が利用可能¹⁷¹であり、従って、主幹事証券会社の価格算定行動を直接

¹⁶⁸ 新規公開企業と同一産業に属する企業の中から、売上や EBIDTA が同水準の企業を類似会社として選択している。また、マルチプルとしては、株価売上比率、株価 EBIDTA 比率、株価当期利益（特別損益控除前）比率を用いている。

¹⁶⁹ 上場後に公表されたアナリスト・レポートに記載の比較対象企業を類似会社として選択している。

¹⁷⁰ 但し、公開価格がファンダメンタル価値に対して 5%程度高い水準であると報告しており、Purnanandam and Swaminathan(2004)の結果とは大きな開きがある。この相違の原因は必ずしも明らかではないが、分析期間の違いに加えて、類似会社の選別方法の違いが影響している可能性もあると思われる。他方、IT バブル期の公開価格はファンダメンタル価値に比べて約 20%ディスカウントされていたと報告している。

¹⁷¹ この点は本章第 3 節で詳述する。

観察できる。まず、Deloof et al(2009)はベルギーを対象にした分析である。1993年から2001年に Euronext Brussels に上場した 49 社を対象に、次の点を確認している；(1) 公開価格は企業評価手法で算出された価値よりもディスカウントされた水準で決定されている、(2) 様々な企業評価手法のうち、DFCF が最も一般的に利用されている、(3) DDM を用いた場合には、ファンダメンタル価値が過小評価される傾向がある、(4) DFCF によるファンダメンタルズ価値は不偏推定量となっている。但し、DFCF を用いた場合であっても、公開価格は DFCF で算出された企業価値からディスカウントされている、(5) 主幹事証券は、価値評価に際して、将来収益や将来キャッシュ・フローを重視しており、これら将来情報を基にしたマルチプルを用いると、企業価値の推定精度が改善する。他方、イタリアを分析した Cassia et al(2004)は、主幹事証券会社が仮条件価格や公開価格を設定する際に、(1) PER と PBR を重視していること、(2) 仮条件価格を設定してから得られる投資家の需要動向に関する情報を公開価格にある程度反映していること、(3) 仮条件価格や公開価格を低水準に設定するため、類似会社を恣意的に選択している可能性があること、等を指摘している。最後の指摘は主幹事証券会社の利益相反行為を示唆するものといえよう。

3-3. ブックビルディング方式による割当の実態

ブックビルディング方式への批判の一つは、主幹事証券会社が裁量的な割当権限を悪用すれば、他の市場参加者（特に、新規公開企業）の利益を犠牲にして私的利益を追求できるというものであった。また、ブックビルディング方式における情報生産機能が発揮されていたとしても、引受証券会社が情報生産を促すこと以外の目的に裁量権を利用している場合にも、こうした行為は問題視されるべきかもしれない。以下では、ブックビルディング方式における割当の実態に関する既存研究を概観する。

主幹事証券会社の割当行動に利益相反的な問題はないとする研究として Cornelli and Goldreich(2001)がある。同論文は、ブックビルディング方式を利用した 39 件のグローバルな株式公募案件（IPO と SEO を含む）を対象に、欧州系投資銀行の割当行動を検証した。同論文の特徴として、注文を注文形態別に 3 種類（strike bid, limit bid, step-up bid）¹⁷²に分類し注文形態と割当量の関係进行分析していること、投資家を公募案件への参加頻度に応じて 3 種類に分け、投資家の参加頻度と割当量の関係进行分析していることを挙げられる。分析結果は次のように纏められている。主幹事証券会社は（1）step-up bid、limit bid, strike bid の順に優先している、（2）参加頻度が高い投資家（継続的投資家）ほど優先されているが、継続的投資家の投資リターンが高いわけではない、（3）大口注文へ優先的に割当が行われている、（4）発行会社と同じ国の投資家が優先的に割り当てられている、（5）価格を（上方に）修正した訂正注文を出した投資家が優先されている。同論文は、これらの結果は注文価格・数量には公開価格を設定するうえで有益な情報が含まれており、主幹事証券会社は有益な情報を提供した投資家に優先的に割当を行っている、と解釈している。前述の Ljungqvist and Wilhelm(2002)は、米国、英国、フランス、ドイツを対象として、（1）機関投資家への割当比率が上昇するほど、公開価格の仮条件価格からの価格改定幅が拡大する傾向がある、（2）主幹事証券会社の裁量権が制約されるほど、機関投資家への配分比率も低下し、また、価格改定幅が小さくなること等を確認し、主幹事証券会社へ裁量的な割当を認めることは、新規公開企業にとっても、公開価格がより情報を反映した価格に近づくという意味において、便益があると主張している。このほかにも、Aggarwal et al(2002)も主幹事証券会社の割当行動を肯定的に捉えている。同論文は、9 社の米国投資銀行から入手した割当データを用いて、米国市場について分析している。機関投資家と個人投資家それぞれへの割当を比較し、アンダープライシングが大きくなると期待できる銘柄（公開価格が仮条件の上限に設定された銘柄）が機関投資家

¹⁷² “strike bid”は公開価格の水準に依らずに購入するという注文、“limit bid”は最高価格を指定した注文、“step-up bid”は価格別に購入量を指定した注文である。なお、購入量は、購入株数あるいは購入金額のいずれかで指定される。

へ多く割り当てられており、その結果、機関投資家の方が高い投資リターンを享受していることを報告している。その背景として、同論文は情報顕示仮説と勝者の災い仮説の両仮説が働いていると主張している。即ち、機関投資家が新規公開企業の企業価値について情報生産をしたことの対価として割安な新規公開銘柄が割り当てられていることに加えて、機関投資家は新規公開企業の質を見分けられるので、質の悪い銘柄への投資を手控えることができるため、結果として、機関投資家の投資リターンが高くなっている、と指摘している。

反対に、主幹事証券会社の割当行動には否定的な見解もある。幾つかは違法行為の可能性にも言及したものである。まず、主幹事証券会社と新規公開企業間のエージェンシー問題を直接検証した研究として Liu and Ritter(2009)がある¹⁷³。Liu and Ritter(2009)は 1996 年から 2000 年の新規公開企業 56 社を対象に、主幹事証券会社のスピニング行為とアンダープライシングの関係、及び、スピニング行為が主幹事証券会社の追加公募時の受注にどのような影響を与えたかを検証した。分析の結果、(1) スピニングを受けた経営者の新規株式公開時のアンダープライシングは 43%と、類似会社 (20%) に比べて 23%ポイント (金額でみれば\$17million) 大きいこと、(2) 新規公開時の主幹事証券会社が追加公募時に変更される比率を算出すると、スピニングの発生していない企業では 31%であるのに対して、スピニングを受けた経営者の企業の場合には 6%に過ぎない、と報告している。これらの結果は、スピニングを行った主幹事証券会社やスピニングを受けた経営者が新規公開企業の株主の意向に背いて行動していることを示唆するものと言えよう。

また、Jenkinson and Jones(2004)は上記の Cornelli and Goldreich(2001)とは異なった結果を報告している。彼等はヨーロッパの 27 の新規公開案件を対象に、情報量をより多く含むと考えられる注文を出した投資家に優先的に割当が行われていることは確認できないと報告している。むしろ、長期投資家と看做される投資家に優先的に割当が行われている可能性を指摘し、情報顕示仮説に対して否定的な見解を示している。そのほか、主幹事証券会社と傘下のミューチュアル・ファンド運用会社との関係に着目した研究もある。Reuter(2006)は、主幹事証券会社が、自らのブローカレッジ・ビジネスに有利になるように、割安な新規公開株式を特定の投資家に割り当てているか否かを検証するために、ミューチュアル・ファンドへの新規公開株式の割当を分析している。具体的には、ミューチュアル・ファンドから主幹事証券会社に支払われた売買手数料と割当株数の関係を分析した。分析の結果、次の点を確認している；(1) 主幹事証券会社にブローカレッジ手数料を支払っているミューチュアル・ファンドは当該主幹事証券会社の新規公開案件をより多く保有している、(2) ブローカレッジ手数料と割当株数の正の関係はアンダープライシングが大きい銘柄ほど顕著であり、(3) オーバープライシング銘柄では、手数料と割当株数の間には有意な関係はない、(4) 主幹事証券会社の割当は系列のミューチュアル・ファンドと非系列ミューチュアル・ファンドで違いはない。同論文は情報顕示仮説を否定するものではないが、割当における利益相反問題を指摘したものである。Ritter and Zhang(2007)は、上記 Reuter(2006)の (4) とは異なった結果を報告している。同論文は米国の主幹事証券会社の多くが傘下にミューチュアル・ファンド運用会社を保有している点に着目し、親証券会社が潜在的に持つ 2 つの利益相反行為を検証している。一つ目の利益相反行為は主幹事証券会社がコールド IPO 銘柄を系列運用会社へ押しつけるという行動である (Dumping Ground Hypothesis)。これは主幹事証券会社が引受リスクを回避しようとする場合 (引受リスク回避仮説)、あるいは、ホット IPO 銘柄を割り当てる代わりにブローカレッジ・ビジネスの獲得を目論む場合に発生する (エージェンシー仮説)¹⁷⁴。二つ目の利益相反行為は主幹事証券会社が系列運用会社にホット IPO を優先的に割り当てるものである

¹⁷³ このほかにも、ラダリングを考察した Hao(2007)を参照。

¹⁷⁴ この利益相反行為を防止する目的から、米国 1940 年投資会社法及び関連する SEC 規則 (Rule 10(f)-3) によって、系列運用会社への割当数量等に制限が課されている。しかし、これらの法制度は主幹事証券会社が系列運用会社への割当を完全に制限しているものではないため、法律の範囲内で、主幹事証券会社は利益相反的行為を起こす可能性がある。

(Nepotism Hypothesis)。これは系列ミューチュアル・ファンドの運用パフォーマンスを改善させることを目的としたものである¹⁷⁵。1990 年から 2001 年の新規上場銘柄のうち、傘下にミューチュアル・ファンド運用会社を有する証券会社が主幹事となった案件を対象に分析を行っている。分析の結果、(1) 時期による違いはあるが、Dumping Ground Hypothesis が広範化しているという事実は確認できず、むしろ (2) IT バブル期において、主幹事証券会社がホット IPO 銘柄を系列運用会社に優先的に割り当てていた可能性がある (Nepotism Hypothesis)、と報告している。また Jenkinson and Jones(2007)は割当方式がどのように実施されているかを機関投資家へアンケート調査することを通じて明らかにしようとしている。調査の結果、優先的に割当を受けるのは、ブックビルディング方式の過程で情報生産を行った投資家ではなく、主幹事証券会社とブローカレッジ・ビジネスで繋がりのある投資家や長期投資家であることを報告し、上記 Reuter(2006)論文と整合的であるとしている。

このようにみると、ブックビルディング方式における裁量的な割当方式のネット便益については、現時点ではコンセンサスが得られていない。また、既存の実証分析の分析対象は米国や欧州の一部の国に限られているという限界もある。ブックビルディング方式が世界的に広まってきているため、今後は割当制度に着目した分析が進められる必要があると思われる。

4. その他の価格決定方式の効果¹⁷⁶

4-1. フランスの修正単一価格入札方式とハイブリッド方式¹⁷⁷

フランスの単一価格入札方式 (offer à prix minimal, OPM) は、極端に高い入札を排除する仕組みが取り入れられており、通常の入札方式と異なる側面を有している。この意味では修正単一価格入札方式と呼称できる方式といえよう。図表 26 はその OPM の手続きを概観したものである。OPM では、最終入札価格は、事前に設定した最低公開価格と入札情報を基に決定した最高公開価格の間で決定される。最高公開価格の水準は、投資家の入札情報 (入札価格、入札数量) を基に、規制当局、主幹事証券会社、新規公開企業の 3 者による協議のうえ決定される。当局が関与しているのは、最終入札価格が極端に高くなると、上場後に流通市場価格が下落した場合に、投資家が大きな損失を蒙る可能性があるからとされる。つまり、当局は投資家保護の観点から、最終入札価格が余りに高い水準に設定されないように、主幹事証券会社と新規公開企業に対して牽制を働かせているものとみられる。また、極端に高い入札価格が排除されるという仕組みは、意図的に高い入札価格を提示しようとする入札応募者のインセンティブを減じる機能を有している点も注目値する。

図表 26

なお、Barnes(2006)は OPM も含めて複数の価格決定・割当方式が利用されているフランスのセカン

¹⁷⁵ 投資銀行 (主幹事証券会社) が傘下にミューチュアル・ファンド運用会社を持つことによる利益相反行為に関しては、Johnson and Marietta-Wesberg(2005), Gaspar et al(2006)等も参照。

¹⁷⁶ 以下で紹介する手法以外にも、米国 WR Hambrecht+Co 社 (以下、WRH 社) による Open IPO[®]も注目されている。詳細は忽那(2008)に譲るが、同方式には次の特徴がある；(1) 主幹事証券会社の価格及び割当先の決定に関する裁量が残るが、その一方で、入札状況 (auction book) をインターネットを通じて一般投資家にも開示しており、価格決定の透明性を高めている、(2) 価格及び割当先の決定における公平性を確保するために、価格や割当数量に不満のある入札参加者は WRH 社に説明を求める (含む、訴訟) ことができる、(3) インターネット技術を利用することによって取引コストを抑制することができる。特に、(1) の仕組みを取り入れたことによって、主幹事証券会社が入札応募価格から推測される需給均衡価格から大きく乖離した水準に公開価格を設定することは、事実上、かなり難しくなるであろう。その結果、アンダープライシングは他の方法 (特にブックビルディング方式) に比べて小さくなる傾向にあるのではないかと推察される。

¹⁷⁷ Barnes(2006), Biais and Faugerson-Crouzet(2002)。

ドマルシェ市場を対象（1999 年～2001 年の 55 件の IPO）に分析し、第一に、前述の Derrien and Womack(2003)のサンプル期間（1992 年から 1998 年）に比べて、OPM を利用する企業が減少し、その一方で、ハイブリッド方式（固定価格方式との併用、入札方式との併用）を選択する企業が顕著に増加していること、第二に、アンダープライシングの大きさは、OPM、ハイブリッド方式、ブックビルディング方式の順に大きいことを確認している。こうした結果を踏まえ同論文は、（1）純粋なブックビルディング方式は主幹事証券会社の裁量権が強すぎるために利益相反や大きなアンダープライシングを引き起こすと考えられ、新規公開企業にとっては効率的な手法には成り得ない、（2）フランスでは上場前のメイン銀行が主幹事証券会社を選任されるケースが多く、主幹事証券会社は新規公開企業について既に多くの情報を有しているために、ブックビルディング方式を通じた情報生産を（他国に比べて）それほど必要としていない可能性があること、（3）新規公開企業がハイブリッド方式を積極的に利用する一つの背景には、外国人投資家に馴染みのあるブックビルディング方式を利用しつつ、ブックビルディング方式のデメリットを緩和し、入札方式のメリットを活かそうとしていることがある、等と考察している。なお、同論文と Biais and Faugerson(2002)は、OPM について、ブックビルディング方式に内在する利益相反と無関係であるというメリットがあるだけでなく、アンダープライシングを最小化するという意味では、この手法が最適な手法であると主張している。

4－2. Competitive IPO¹⁷⁸

ブックビルディング方式において主幹事証券会社が価格と割当先決定の両面において裁量権を有していることを回避する手法として Competitive IPO が注目される。但し、Competitive IPO は特定の制度に基づく手法ではなく、次のような特徴を持つ手法の俗称として理解すべきである。即ち、この手法は、特に主幹事証券会社と新規公開企業間の利害対立の緩和、新規公開企業による主幹事証券会社へのモニタリング機能の強化、そして新規公開企業の主幹事証券会社に対する交渉力の強化の 3 点を企図した仕組みである。このために、同手法では、新規株式公開の上場準備プロセス、公開価格の値付け、株式の割当のそれぞれを担う証券会社を分離している。そのメカニズムを簡単に整理すれば次の通りである（図表 27 参照）。

第一に、公開価格の値付け、株式割当を担う証券会社をそれぞれ上場直前（数週間前）に選定する。従来のブックビルディング方式では、実務慣行上、主幹事証券会社の選定は上場予定時期の 2 年程度前に実施されていたことを考えると、Competitive IPO における選定時期は非常に遅い。選定時期を上場直前に設定することによって、新規公開企業は複数の主幹事候補の中から、公開価格の水準、あるいは、割当方針を比較検討して、自らの希望に合った証券会社を選任することが可能となる。

第二に、上場準備アドバイザーとして採用された証券会社は、最終的な公開価格の決定や割当先の決定には関与せず、新規公開企業のファンダメンタルズ価値の算出や主幹事証券会社の選定に際してアドバイスを提供し、また、新規株式公開の全プロセスをモニタリングする。上場準備アドバイザーは、プレ・ヒアリング先の投資家リストを主幹事候補の複数の証券会社に伝える。主幹事候補証券会社はプレ・ヒアリング等を経た後に、潜在需要量や予想株価等を含む提案書を上場準備アドバイザーに提出する。これを受けて、上場準備アドバイザーは主幹事証券会社を選定する（通常は複数の会社が選任される）。

第三に、主幹事証券会社への手数料は、ベースフィーとインセンティブフィーから成る。特に、手数料の過半を占めるインセンティブフィーは、最終的な公開価格が仮条件仲値から仮条件の上限の範囲内に収まった場合に支払われる。これは、主幹事候補証券会社が提案書を提出する際に、価格水準を非現実的な水準にまで引き上げないようにするためと考えられる。

¹⁷⁸ Bonini and Voloshyna(2009), Jenkinson and Jones(2009)を参照。

現状ではまだ導入件数が少ないこと等もあり、統計的分析結果が蓄積されているわけではないが、Bonini and Voloshyna(2009)は、実験によって、Competitive IPO では、ブックビルディング方式に比べて、投資家の情報生産が活発となり、アンダープライシングが顕著に小さくなったと報告している。

図表 27

4-3. グレイ市場の機能と効果¹⁷⁹

4-3-1. グレイ市場の機能

一部の欧州諸国¹⁸⁰には、前述のブックビルディング方式やその他の価格決定方式と並行して、上場予定の新規公開株式を先渡し取引する店頭市場が存在する。新規公開予定銘柄を対象とした店頭市場は Grey markets や When-issued markets 等と呼称される（以下、グレイ市場）。

ブックビルディング方式や入札方式では、新規公開株式を購入する意欲のある限られた投資家から情報を収集し価格が決定された。特にブックビルディング方式では、投資家からの情報収集にアンダープライシングというコストを要することが、その特徴であった。これに対してグレイ市場は誰でも参加できる市場である¹⁸¹ので、広範な投資家が価格を決定するメカニズムであるといえる。グレイ市場は、発行市場や上場後の流通市場において形成される株価に関する情報を、上場前の段階から生産する仕組みと位置づけることができる¹⁸²。更に、グレイ市場の価格情報は一般に公開されているという意味において無コストで利用できるという特徴を持つ。

欧州諸国でもブックビルディング方式が普及しているため、グレイ市場はほとんどの場合ブックビルディング方式と一緒に利用されている¹⁸³。但し、現物決済か現金決済か等、取引手法には国による違いがある¹⁸⁴。以下では、最も活発に取引が発生しているとされるドイツのグレイ市場を参考に、その基本的な仕組みを解説する。

¹⁷⁹ 詳しくは、Aussenegg et al(2006), Löffler et al(2005), Dorn(2009), Cornelli (2005), Aggarwal and Conroy(2000), Biais et al(1999)を参照。

¹⁸⁰ Aussenegg et al (2006)によれば、ドイツ、イタリア、英国等でグレイ市場が存在する。活発に取引されているのはドイツであり、その次にイタリアが続く。ドイツではほぼ全ての IPO でグレイ市場が利用されている。イタリアでは 1995 年から 2001 年の IPO の約 46%が、英国では 1997 年から 2002 年の IPO の約 4%が、それぞれグレイ市場を利用している。アジア諸国では香港にグレイ市場がある(Jagannathan et al 2009)。米国 NASDAQ やフランス Paris Bourse 市場には、流通市場の取引開始日に限って、取引が開始される前の一定の時間帯に preopening period があるが、この時間帯に取引は発生しておらず、あくまで参考価格 (indicative price) を提示する機能に止まっていると指摘されている。本稿ではこれらの市場はグレイ市場には含めていない。このように、米国には欧州のグレイ市場に該当する店頭市場は存在しない。その理由は、Regulation M, Rule 105 において、公開価格設定の 5 日前までのショートポジションを、割り当てを受けた IPO 銘柄でカバーすることが禁止されていること、及び、未登録銘柄の取引に制限が課されていることとされている。なお、Rule 105 の目的は、上場前の空売りが公開価格を引き下げ、公開会社の資金調達額が減少することを防止すること等にあるとされている（詳しくは <http://www.sec.gov/rules/final/34-38067.txt> を参照）。但し、グーグル社の IPO 前に、アイオワ電子取引所 (IEM) において、グーグル社の IPO 初日の時価総額を基準とするデリバティブ商品が取引されたことがある。この取引から予想された初値が\$100 であったのに対して、実際の初値は\$100.3 となったことから、当該上場前取引は上場後の市場価格をかなり正確に予測できていたことになる。

¹⁸¹ 現実には、参加できる投資家が制限されている場合もある。

¹⁸² 株式以外の公募証券に関するグレイ市場としては、例えば米国債に関するプレ・オークション市場等がある。

¹⁸³ Aussenegg et al (2006)は、1999 年～2004 年の 352 件の IPO を対象にしているが、そのうち 10 件の IPO では、固定価格方式の下で上場前取引が行われていた、と報告している。

¹⁸⁴ ドイツは現物決済であるが、英国は現金決済である。

4-3-2. ドイツのグレイ市場の特徴

ドイツでは、新規公開銘柄を対象としたグレイ市場が 1980 年代前半から利用されている（図表 28 を参照）。1998 年までは、電話を利用した銀行間市場であったが、その後はオンライン取引が整備され、市場参加者も機関投資家や個人投資家まで拡大し、今日に至っている。取引手法は、公開予定株式を原資産とする先渡し取引であり、取引はマーケット・メーカー（ブローカーディーラー）を介して行なわれる。なお、グレイ市場の取引は、取引対象銘柄の上場が実現して始めて効力を持つ。また、取引量は公開価格の決定日が近づくにつれて増加する傾向があり、最終日には上場後初日の取引量に匹敵するだけの取引が成立している¹⁸⁵。

図表 28

前述の通り、ブックビルディング方式において新規公開株式に関する情報を生産するには新規公開企業がコストを負担しなくてはならなかったが、グレイ市場があれば、新規公開企業は当該情報を無コストで利用できる。従って、グレイ市場の情報がブックビルディング方式で生産される情報と同等以上の情報量を持つならば、ブックビルディング方式の情報生産は不要と考えることもできる。云わば、ブックビルディング方式から価格発見機能を取り外し、グレイ市場で代替させることができるかもしれないことになる。但し、グレイ市場がブックビルディング方式の情報生産を完全に代替するには、以下 2 点を克服する必要がある。第一は、グレイ市場において潜在的な売り手となる投資家が、売りポジションをカバーする現物株の手当てができないと予想する場合には、この売り手は市場に参加しないであろう。従って、グレイ市場が機能するには、売り手が現物株の手当てができると予想できる状況が必要となる。第二は、市場参加者の間で、証券価格について情報の非対称性が大きい場合には、マーケット・メーカーが気配スプレッドを大きく設定する結果、取引が不活発になる可能性がある。従って、証券価格に関する情報の非対称性を減じる工夫が必要になる。

現実のグレイ市場では、上記 2 つの懸念はそれほど問題になっていないようである。まず、グレイ市場では機関投資家のみが売りポジションを保有しているが、欧州では一般に、機関投資家への割当比率が高く、これら機関投資家は現物株式を比較的容易に調達できる環境にある。更に、ドイツのグレイ市場はプレ・ヒアリングの後に開始されている。機関投資家は、プレ・ヒアリング期間中の引受証券会社との議論を通じて、割当を受けられるかどうか、ある程度予測できる環境にあるとみられる。更に、仮条件価格が設定された後の局面においては、マーケット・メーカーを始めとするグレイ市場の参加者は、この仮条件価格を一つの目安にして価格形成を行なうことができ、市場参加者間における情報格差が緩和されている。

4-3-3. グレイ市場の効果

ではグレイ市場はブックビルディング方式の情報生産機能を代替できるだけの情報を生み出しているのだろうか。こうした問題意識から幾つかの分析が進められている。代表的研究である Aussenegg et al (2006)は、ブックビルディング方式における情報生産が本当に必要かどうかを、グレイ市場の価格情報が公開価格を「適正に」設定するうえで有益な情報となり得るか、という視点から検証している。すなわち、グレイ市場の価格情報を用いて公開価格を適正に設定できるとすれば、ブックビルディング方式を通じて機関投資家から私的情報を獲得する必要はなくなるはずであり、同時に、情報提供の見返りとしてアンダープライシングを発生させる必要もないはずである、という立場である。なお、ここで「適正」とは、アンダープライシングが発生しないような水準に公開価格を設定するという意味

¹⁸⁵ Löffler et al (2005)によれば、2000 年から 2001 年の新規公開銘柄について、グレイ市場の取引量は平均的には発行済み株式数の 0.48%であったが、同一銘柄の上場後 30 日間の取引量は 0.55%であり、グレイ市場の流動性が上場後の流動性と同程度であることを報告している。

である。分析はブックビルディング方式において情報が生産される局面を、プレマーケティングと需要積み上げに分けて行われている。分析の結果、グレイ市場の取引が開始される前に実施されるプレマーケティングが果たしている情報生産機能については肯定的な見解を、グレイ市場の取引開始以降に実施される需要積み上げを通じた情報生産については否定的な見解を示している。つまり、グレイ市場の取引開始前の局面では、主幹事証券会社は機関投資家から収集した情報を基にして仮条件を設定しているが、一旦、グレイ市場の取引が開始すると、需要積み上げの過程で機関投資家から得られた情報は利用されておらず、グレイ市場の価格情報が公開価格に反映されている、と報告している。

更に、グレイ市場の価格水準と初値の関係については、同論文を含めて幾つかの研究において、前者と後者がほぼ同水準であることが確認されている。例えば、Löffler et al (2005)はグレイ市場の取引価格が仮条件仲値や公開価格に比べて流通市場の初値に近いことを確認している。具体的には、初値がグレイ市場の気配値の範囲内に収まる事例が分析対象の 52.9%であったのに対して、初値が仮条件の範囲内に収まる事例は 26.9%に過ぎないことを確認している。更に、グレイ市場の気配値の範囲が仮条件の範囲に比べて小さいことを踏まえると、気配値はかなりの精度で初値を予測できていると主張している。これらの観察結果は、主幹事証券会社がグレイ市場の価格情報と同水準に公開価格を設定すれば、アンダープライシングが発生しないことを示唆するものといえる。換言すれば、需要積み上げを通じた情報生産機能はグレイ市場で代替できることを示しているといえ、これらの結果は「情報顕示仮説」の妥当性に疑念を示している。また、同論文は、アンダープライシングがグレイ市場の取引価格と仮条件仲値の差でほぼ説明できてしまうことを示し、投資家の間で情報の非対称性が存在していることを前提にした「勝者の災い仮説」の反証であるとも指摘している。

他方、公開価格がグレイ市場の価格水準よりも割り引かれた水準で設定されており、アンダープライシングが発生しているが、このアンダープライシングの理由についてはコンセンサスが得られていない。例えば、Aussenegg et al (2006)はプレマーケティング時において情報を提供してくれた投資家に対する報酬である可能性に言及しているが、Löffler et al (2005)はこの仮説に否定的な見解を示している。いずれにしても、公開価格がグレイ市場の価格よりも低水準となっていることは、情報顕示仮説に対して否定的な材料であり、エージェンシー仮説を支持する根拠になる点は注目に値すると言えるだろう。

5. 引受業務の競合度合い

最後に価格決定・割当制度と直接的な関係するわけではないが、引受業務の競合関係が持つ意味合いを整理しておこう。引受業務の競争度合いは、特に主幹事証券会社の裁量の余地の大きいブックビルディング方式において、主幹事証券会社の価格設定行動に顕著な影響を持つ可能性があると考えられる。例えば、引受業務の競合関係が弱く、証券会社が簡単に引受案件を獲得できる状況であるとするれば、証券会社の間で公開価格をファンダメンタルズ価値に近づけようとするインセンティブが働かず、案件を獲得した主幹事証券会社は、むしろ、私的利益を優先させてしまう可能性がある。換言すれば、主幹事証券会社への「名声」を通じた規律付けは機能しなくなる。

既存の実証結果はこうした考察を支持するものである。Derrien and Womack(2003)は、引受業務における競争度合いが弱い場合に、ブックビルディング方式で決定される公開価格が市場動向の変化を部分的にしか反映せず、結果として、大きなアンダープライシングが発生する一因となることを指摘している。また、Chen and Ritter(2000)は、米国の引受手数料が他国に比べて高い水準に設定され、しかもある一定水準(7%)に集中する傾向がある背景を考察している¹⁸⁶。幾つかの仮説を提示したうえで、

¹⁸⁶ Abrahamson et al(2009)は、引受手数料が7%に集中する傾向が、近年、更に進展していると報告している。

同論文は、引受業務に関与する投資銀行の社員が、引受手数料を競争的な水準よりも割高な水準に設定していることが主因であると主張している。換言すれば、非競争的な引受証券会社の行動の結果、引受手数料が新規公開企業にとって不利な価格に設定されていることを示している。また、Benveniste et al(2002)は、米国の引受業務において大手数社の市場シェアが近年になるほど上昇していること等を指摘し、新規参入が難しい市場特性を持っていると述べている。更に、Hoberg(2007)は証券会社の中には他社に比べて一貫して大きなアンダープライシングとなるように公開価格を設定しているにもかかわらず、その証券会社の市場シェアが減少することは確認できないと報告している。

また、米国では、商業銀行による証券業務への参入が進むにつれて、銀行サービスと証券サービスを同時に提供することに伴う弊害（利益相反）と便益（情報生産）が関心を集めつつある。新規株式公開に関しては、融資銀行が関連会社を通じて引受業務を提供する場合には、株式発行で調達した資金を借入金の返済に充てる等の利益相反問題と、銀行が貸出関係から生産した企業に関する情報生産のメリットのいずれが大きいのかが焦点となっている。例えば、Schenone(2004)、Benzoni and Schenone(2009)は、銀行が引受業務を担う場合には、アンダープライシングが小さくなる、上場後の株価リターンは比較対象企業と同程度であり相対的に悪いわけではない等を確認し、銀行による保証効果に対して肯定的な評価を与えている。また前述のフランスを対象とした Barnes(2006)は、上場前に取引関係にあった銀行が主幹事証券会社に選任された場合に、上場前の融資取引から入手していた情報が価格設定に際して有益であることを示唆していた。

6. 制度設計上の留意点

6－1. 入札方式の価格発見力の改善

入札方式の欠点であり、また、入札方式が利用されていない理由として、極端なオーバープライシングやアンダープライシングが発生することが指摘されていたが、仮にこれが事実だとしても、この問題を回避する仕組みを、入札方式に取り入れることは、それほど困難なことではない。例えば、フランスの単一価格入札方式（OPM）のように入札価格のうち極端に高い入札を排除する方法や入札方式とブックビルディング方式のハイブリッド方式を用いることが考えられる。従って、極端なオーバープライシングやアンダープライシングが発生する可能性をもって、入札方式を否定することは必ずしも適切とはいえないであろう。

6－2. ブックビルディング方式における情報生産を巡る疑念

本節でみたように、ブックビルディング方式については、情報生産面におけるメリットと、利益相反に繋がるというデメリットの両方が指摘されており、新規公開企業にとって、ブックビルディング方式が望ましい手法であるかについては、決着がついていない。利益相反行為が発生している場合、あるいはまた、利益相反が常態化しているような状況が確認できたならば、各種の制裁措置等を通じて対応していくことが必要である。

また、主幹事証券会社と機関投資家の情報生産能力にそれほど差がない可能性もあるのではないか。つまり、主幹事証券会社が自ら算出したファンダメンタルズ価値と、プレ・ヒアリング以降に機関投資家から収集した私的情報から推測される企業価値に大差がないとすれば、ブックビルディング方式の利用価値は相当程度減じるはずである。換言すれば、主幹事証券会社が新規公開企業のファンダメンタルズ価値をかなりの精度で評価できる状況、あるいは、評価の容易な企業に対しては、ブックビルディング方式に依らずに、他の方法が利用されてもおかしくはないはずである。

ブックビルディング方式を巡る上記のような伝統的な議論のほかにも、既存研究では余り言及されていないようではあるが、次の点も、ブックビルディング方式を巡る制度設計を考えていくうえで重要だと思われる。ブックビルディング方式の下で、アンダープライシングが常態化した場合には、例えば、情報劣位の投資家（個人投資家）が自ら情報生産を行おうとしなくなる可能性があるだろう。情報劣位の投資家が、アンダープライシングが発生することを信じれば信じるほど、彼等はコストを要して情報生産をするよりも、アンダープライシングから利益を獲得することだけを考えるであろう。この場合には、情報劣位の投資家が応募に殺到する、あるいは、上場間もない時期に限って市場に参加することになるように思われる。

6－3．複数の価格決定・割当方式の利用価値

既存の理論研究等からの指摘を中立的に解釈するならば、入札方式にもブックビルディング方式にも一長一短がありどちらかが常に優れた手法となるわけでもなく、公開企業の属性等によっては、いずれの方式も望ましい手法になり得ると解される。大胆に整理するならば、事業内容が簡潔で一般投資家が評価し易い企業には、前述の通り、直接的成本も間接的成本も低い傾向にある入札方式が適した手法であろう¹⁸⁷。とりわけ、インターネット技術等を上手く利用することで公募書類に要する各種費用（印刷費、郵送費、等）を引下げ、また、外部監査費用を削減すること等を通じて、新規株式公開に要する諸費用を大幅に削減することが期待できるのではないかと¹⁸⁸。他方、事業内容が複雑な企業や大規模な発行案件では、機関投資家の情報生産機能や引受証券会社の販売力を活かせるブックビルディング方式や、ブックビルディング方式を介在させたハイブリッド方式等が適していると予想される。また、ブックビルディング方式における価格決定と割当を分離した手法（Competitive IPO）等も、利用できるようになるのが望ましい。

いずれにしても、制度整備という視点からは、新規公開企業や主幹事証券会社が、複数の価格決定・割当方式から、自らの企業属性や上場目的に照らして、最適な手法を自由に選択できるようにすることが肝要と思われる。

6－4．上場前取引制度の活用

新規公開企業の企業価値を評価する際には、引受業務（価格決定・割当方式）を通じた情報生産だけではなく、例えば、欧州のグレイ市場のような、多数の市場参加者が価格発見をするメカニズムを利用することも有効であろう。云わば、引受業務と競合・代替できるような価格発見メカニズムを整備することによって、新規公開企業にとっては調達額の増大に繋がる可能性が生じることになろうし、また、情報効率性の向上、情報格差の緩和、そして、情報優位者による利益相反も抑制することができることになろう。

第2節．上場基準・上場手数料

1．上場基準・上場手数料の機能

¹⁸⁷ 同様の見解は忽那(2008)にもみられる。

¹⁸⁸ 梅本(2005)によれば、米国のインターネット IPO では公募時に発生する手数料の発行総額に占める比率は 6% であるのに対して、通常の公募では約 13%であることを紹介している。

1－1．上場基準の機能

上場基準の機能やその存在意義は、新規公開企業と投資家間の情報の非対称性の緩和、外部不経済性の回避、投資家保護に求めることができる。まず、情報の非対称性に係る機能として、上場基準が企業の質に関する情報を投資家に伝達する効果（シグナル効果¹⁸⁹）がある。新規公開企業が取引所の定める上場基準を満たしていることが、投資家に対して当該企業が一定以上の質を有していることを伝達し、その結果、投資家にとっては不確実性の低下や情報収集コストの低下、企業にとっては逆選択問題の回避や資本コストの低下をもたらすことになる。なお、このシグナル効果は、一般に情報量の少ない個人投資家にとって大きなプラス効果を持つとされる¹⁹⁰。また、企業が適時開示を遵守することによって、投資家は上場後も当該企業の質が確保されていると期待することができる等の便益を得ることができるほか、企業自身も逆選択コストに伴う資本コストの上昇を回避しつつ追加公募を実施することができる。つまり、上場基準によって一定以上の質を満たした企業が選別されれば、投資家は上場企業のなかに質が極端に悪い企業が混在しているリスクを恐れる必要がなくなる。逆に言えば、投資家が質の悪い企業が混在しているリスクを意識している場合には、質の良い企業の市場価格がディスカウントされる可能性がある。従って、上場基準は質の悪い企業が質の良い企業に与える外部不経済性を回避する機能も担っているといえよう。なお、現実の上場制度をみると、市場区分毎に異なる上場基準が設定されているが、これは企業の質を一定の範囲内に収めて、外部不経済性が発生することを回避しているものと捉えることができる。シグナル効果や外部不経済性の回避と関連するが、上場基準は投資家保護上も重要な役割を果たすものである。例えば、上場基準のうち流動性に関する基準は、投資家に対して上場後の換金の機会を提供し、投資家保護に貢献しているといえる。また、上場時の情報開示に係わる諸規則も投資家が情報に基づく投資判断を下すうえで役立っている。また、コーポレート・ガバナンスに関する取引所の諸規則は、経営者のモラルハザードを抑止する等を通じて、投資家保護を図るものであると同時に、企業価値の増大に寄与すると考えられる¹⁹¹。

但し、上場基準がこうした機能を発揮するためには、少なくとも2つの条件が必要となる。第一は、取引所のエンフォースメントが確実に実施されることである。あるいは、取引所のエンフォースメントに対する投資家の信頼が確保されていることが最低減必要である。取引所が上場基準を満たしていない企業の上場を厳に認めない、あるいは、上場維持基準に抵触した企業に対して事前のルール通りの対応をとる必要がある。取引所が自らの損得を考慮して、恣意的に上場基準や上場維持基準を運用するならば、上場基準や上場企業に対する投資家の信頼が低下していく可能性が高い。取引所の恣意的な運用に対しては、取引所に対する名声効果が牽制力として働くことが期待できるとの見方もあるが、市場間競争が近年厳しさを増していることもあり、取引所がエンフォースメントに消極的になる可能性も懸念されている¹⁹²。

第二は、上場基準が他の代替手段よりも低コストでこれらの機能を発揮できることが必要である。例えば、シグナル効果に関していえば、上場基準を通じて企業の質に関する精度の高い情報を十分に低いコストで提供できることが必要となる。換言すれば、上場基準よりも割安なコストでシグナルを伝達できる方法が存在するならば、上場基準のシグナル効果は減退すると考えられる。代替的な情報伝達手段としては、企業の自発的開示、引受証券会社の名声、証券アナリストや格付け機関、また、公的団体等によるコーポレート・ガバナンス基準の策定等が考えられ、上場基準を通じた情報発信が

¹⁸⁹ シグナル効果は、見方を変えれば、上場基準を満たした企業の株式価値に対して、取引所が「保証」を与えていると見なすこともできる。この意味では「保証機能」と読み替えてもよい。

¹⁹⁰ Chemmanur and Fulghieri (2006, 2008)。

¹⁹¹ 前述の La Porta et al (1997)、Shleifer and Vishny (1997)を参照。

¹⁹² 欧米取引所の恣意的なエンフォースメントは、特に、上場廃止基準について指摘されている。この点は後述する。また、市場間競争が弱い場合には、取引所が名声効果を気にかける必要が薄れるので、エンフォースメントに消極的になる可能性もあろう。

これらの代替手段よりも効率的か否かについては、後述の通り議論がある。

1－2．上場手数料の機能

上場手数料は取引所が新規公開企業に提供する各種サービスの対価と位置付けられる。取引所は新規株式公開に際して、前述の「シグナル効果」「コーポレート・ガバナンス基準の提供」「流動性の提供」に加えて、「不正取引の監視等を通じた市場の公正性確保」や「決済・清算サービスの提供」等、多くのサービスを提供してきたと考えられ、これらのサービスの対価として上場手数料が存在してきた（Macey and O'Hara 2002、等）。このように考えると、上場手数料はサービスの提供者である取引所と需要者である新規公開企業との需給関係の結果として決まってくるものといえる。そこでまず供給者である取引所にとっての上場手数料の意味を整理する。取引所にとって上場手数料が果たしている最大の機能はそれが重要な収益源となっている点である¹⁹³。上場手数料が仮に無くなった場合には、取引所は資金繰り難から直ぐに倒産してしまう可能性があるとの Macey and O'Hara(2002)による指摘にみられるように、上場手数料は取引所経営の根幹を成している可能性がある。取引所にとっての上場手数料の二つ目の意義は上場手数料を課すことによって、上場企業を囲い込める点にある。取引所は上場手数料を支払った企業だけを取引所での取引対象とすることで、上場企業を囲い込むことができる¹⁹⁴。

次に、需要サイドである新規公開企業にとっての上場手数料の持つ意味は、言うまでもなく、それが上場に伴うコストの一部であるということである。コストに見合うだけのベネフィットが発生しているならば、上場手数料は支払う価値があることになろうが、取引所が新規公開企業に提供している各種サービスのほとんどは存在意義が失われつつあるとも指摘されている(Macey and O'Hara 2002)。仮にこの指摘が現実だとすれば、新規公開企業にとって上場手数料は既に不要なコストになっている可能性があり、企業が合理的に行動すれば、わざわざ上場手数料を支払って上場することは選ばないことになろう。従って、取引所が新規公開企業のニーズに合うサービスを提供しない限り、重要な収益源である上場手数料を継続的に確保することが出来なくなる可能性がある。

2．上場基準・上場手数料の決定要因

前述の通り、上場基準や上場手数料は取引所だけでなく、新規公開企業や外部不経済性を潜在的に蒙る可能性のある既上場企業にも影響を与え得る。その一方で、多くの国では、上場基準や上場手数料を決めるのは取引所である。取引所が営利団体である場合には、取引所は自らの利害に関係する範囲内で他の市場参加者の行動を考慮に入れ、自らの利潤を最大化するように上場基準や上場手数料を決定すると考えられる。換言すれば、取引所は上場基準等が持つ外部経済性を考慮に入れることはし

¹⁹³ 取引所によって重要性は異なる。ルクセンブルグ取引所は収益の大半が上場手数料と言われるが、ドイツ取引所は 10%未満であるとされる（Macey and O'Hara 2002）。

¹⁹⁴ 但し、この議論は米国には当てはまらない。米国では、取引所は非上場取引特権（Unlisted Trading Privilege）を利用して、自取引所に未上場の銘柄でも取引できる。非上場取引特権とは、取引所が企業（銘柄）に対して、上場手数料を支払わないでも取引することを認める措置である。実際に、NASDAQ や地方証券取引所は同制度を利用して取引量の拡大を図ってきた経緯がある。また、同制度の利用に消極的であった NYSE も現在は ETF 等についてこの制度を利用している。なお、NYSE が非上場取引特権の利用に消極的であったのは、同制度を一旦利用してしまうと、ある銘柄に対しては上場手数料を課すことを条件に取引を認める一方で、別の銘柄については上場手数料を課すことなく取引を認めるという事態になり、上場手数料を正当化することが難しくなるという判断があったとされる(Macey and O'Hara 2002)。なお、非上場取引特権の詳細、及び、同制度が市場の流動性に与えた効果等については Amihud and Mendelson (1996)に詳しい。

ないと予想される。では、こうした取引所の最適化行動の結果、上場基準や上場手数料はどのように設定されるのであろうか、また、その結果、他の経済主体にどのような影響を与えるのであろうか。以下では、上場基準や上場手数料の決定メカニズムを検討した既存研究を概観する。

Foucault and Parlour (2004)は、2つの取引所が上場企業の獲得競争を行っている状況において、取引所の上場基準や売買制度がどのように決定されるかを考察している。同論文の理論モデルからは、次のことが予想される。第一は、各取引所は異なる売買制度を選択し、それぞれ異なる規模の上場企業を獲得する。第二は、取引コストの低い売買制度を選択した取引所では、相対的に規模の大きな企業が上場する（上場企業の時価総額が相対的に大きい）ほか、相対的に高い上場手数料が要求される。第三は、取引コストの格差が大きくなると、取引所間の競争が緩和され、その結果、両取引所は上場手数料を引き上げることが可能となる。以上の考察は、取引所の最適化行動（差別化戦略）の結果、取引所間で上場基準や上場手数料が異なった水準に決定される可能性があること、また、取引所が選択した上場基準や上場手数料は上場企業や投資家にとっては必ずしも望ましい水準に設定されない可能性があること示唆している。

Chemmanur and Fulghieri (2006, 2008)は、企業が上場するかどうかを決める際に考慮する要因と、取引所が上場基準を決定する際に考慮する要因との相互関係を踏まえたうえで、企業と取引所の最適化行動の結果、どのような上場基準が実現するか等を考察している。同論文では、企業内部者と外部投資家の間に、企業の投資プロジェクトが生み出す将来キャッシュ・フローに関する情報について情報の非対称性がある点に注目している。具体的には、企業には質の良い企業と悪い企業が存在すると想定し、外部投資家はコストをかけないと企業の質を識別できないと仮定している。また、外部投資家として、企業の価値に関する情報分析を低いコストで行える投資家（機関投資家、アナリスト等）と高いコストをかけないと行えない投資家（個人投資家）の2種類が存在するとも想定している。更に外部投資家は取引所のエンフォースメントがどの程度厳正に実施されているかについて事後的に評価を下し、この投資家の評価が取引所の「名声」を決めると考えている。企業や取引所の最適化行動から、次のような示唆を導いている。第一は、情報生産を行う投資家が多くなるほど、質の良い企業の調達額が増加する。換言すれば、情報分析を低いコストで行える投資家が多く存在する市場（取引所）では、質の良い企業は調達額を最大化できるという意味で便益を享受できる。第二は、企業は上場基準が厳しく、且つ、情報分析を低いコストで行える投資家が多く存在する取引所への上場を選択する。また、上場基準が厳しくなるほど、情報分析に要するコストが低下するので、上場基準が厳しいほど、情報分析を行う投資家の数が増加する。第三に、取引所間の競争が上場基準に与える影響は取引所の名声の格差と情報生産を低コストで行える投資家層に依存する。例えば、投資家層に違いがない場合には、名声の低い取引所は（競争がない状況に比べて）上場基準を引き下げるが、名声の高い取引所の上場基準は変化しない。このように、取引所が長期的な利潤最大化を図る場合には、取引所間の競争が必ずしも全ての取引所の上場基準の引下げにつながるわけではないことを指摘している。Huddart et al (1999)は、企業の上場意思決定と流動性トレーダーの行動に注目した考察を行っている。取引所が上場誘致や売買量で互いに競争をする結果、トレーダーのリスク選好や上場に要するコストの存在にかかわらず、上場基準（特に開示基準）は厳格なものになっていくことを指摘している。

これらの理論分析から得られる示唆のうち、特に次の点が注目される。第一に、市場間競争の結果、上場基準が際限なく緩和される事態（race to the bottom）に陥るわけではない。取引所が差別化を図る結果、厳しい上場基準を課す取引所と緩い上場基準を設定する取引所が併存する可能性がある¹⁹⁵。第二は、異なる上場基準を設定した結果、質の異なる企業が異なる取引所に上場する点である。逆に言えば、上場基準を強制的に統一した場合には、質の異なる企業が同一市場に上場することになるか、

¹⁹⁵ 米国では、SECの高官等が「営利企業となった取引所は上場基準を引き下げる誘因を持ちかねないため、取引所から自主規制機能を切り離すべき」と議論してきた経緯がある。これら理論モデルは、こうした見解に対して否定的な分析結果を示していることになる。

あるいは、逆選択問題が発生し、質の悪い企業だけが上場するといった事態に陥ると予想される。第三に、上場基準を通じたシグナル効果が機能するかどうか、また、上場基準が緩すぎるかどうかは、上場基準が企業の質を示すものであるかについて投資家からの信頼が得られているか否かに依存する。投資家からの信頼が得られている場合には、上場基準が一見緩すぎると思われるものであっても、シグナル効果は発揮される。

3. 各国新興市場の上場基準

3-1. 形式基準の動向

3-1-1. 形式基準の国際間比較

諸外国の上場時の形式基準を巡る議論を簡単に概観しておこう。取引所が形式基準をどのように利用しているかは、大別すれば次の2通りに分けられる。代表的な方法は、上場基準に数値基準を利用するというものである。もう一つの手法は、数値基準を課さずにプリンシプルベースの考え方を導入し、上場時に第三者のスポンサーを求めるという考え方である。ほとんどの取引所は前者に該当するが、英国 AIM や NASDAQ OMX グループの First North、東証 AIM は後者の考え方で運営されているといえよう。

前者の数値基準は一般的に、「流動性基準」「財務基準」「コーポレート・ガバナンス基準」に細分化できる。参考までに、図表 29 に欧州主要新興市場の上場基準（形式基準）を記載した。また、上場維持基準については、上場基準と類似の条件のほかに「定期的な財務報告」「適時開示」が加わることが一般的であろう。他方で、各数値基準の水準が取引所によって異なる等、細かくみれば基準の厳しさには違いがあるようにも窺われる。但し、こうした水準の違いが、上場基準に期待されている「シグナル効果」等の諸機能にどの程度の影響を与えているかを判断することは難しい¹⁹⁶。その最大の理由は、そもそも数値基準の水準を比較することが、必ずしも正しい比較にならないからである。例えば、NASDAQ のように多くの投資家が集積し高い流動性が実現している取引所における流動性基準と流動性の低い取引所の流動性基準が同じ数値であったからといって、両者の基準が同程度の厳しさを有していることにはならない。換言すれば、各取引所の基準の厳しさを比較するには、各取引所の流動性や投資家層等、様々な要因を考慮して比較する必要がある、現実には非常に困難な作業と言わざるを得ない¹⁹⁷。また、既存研究の多くは上場基準自体の比較を行うのではなく、企業が上場した結果として生じる価格情報（超過リターン、流動性指標、アンダープライシング）を通じて、取引所間の上場基準の違いを検証する方法をとっている。

最後に、形式基準に業種特性を明示的に取り入れる取組みもある。図表 30 はトロント証券取引所の新興企業向け市場（TSV Venture）の上場基準と上場企業数である。特別の上場基準を設定された鉱業において多数の企業が上場していることが確認できる¹⁹⁸。

図表 29

図表 30

¹⁹⁶ Treptow and Wagner (2005)は欧米主要取引所の上場基準・上場維持基準には重要な違いはなく、企業が上場先を決定するうえで上場基準は重視されていないとの主張を行っている。

¹⁹⁷ 但し、上場廃止基準については、各取引所でどのような基準で上場廃止が発生しているかを比較することによって、各取引所で制約になっている基準を特定化し、取引所間で比較することには意味がある。

¹⁹⁸ 鉱業に属する世界各国の主要企業が TSX Venture に上場している模様である。

3-1-2. 形式基準の国際的動向

ここでは形式基準の水準自体の議論には立ち入らず、上場基準を巡る世界各国に共通する大きな方向性を整理する。各国の上場基準の変遷を詳細に把握するのは困難であるが、欧米取引所の上場基準を巡る傾向の一つとして、上場基準が厳格化されてきたことが指摘されている。例えば、NASDAQの上場基準は、1990年代以降、一貫して引き上げられてきた経緯があるほか、コーポレート・ガバナンス基準も順次対象銘柄が拡大されてきたとされる（図表 31）¹⁹⁹。他方、欧州の上場基準は、長い間、財務基準が中心であったが、1990年後半以降に各国で創設された新興市場では、情報開示やガバナンスを重視した基準が採用されるようになったといわれている²⁰⁰。

図表 31

第二の特徴は、上場（登録）基準の強化と市場区分の見直しを同時に進める取引所が散見される点である。例えば、ドイツでは、2002年から2003年にかけて、新興企業向けのノイア・マルクトや小型株向けのSMAXを廃止する一方で、厳格な情報開示基準と流動性基準を課した市場区分（プライムスタンダード）を創設した。また、ユーロネクストも2002年に、追加的な情報開示と流動性基準を課した市場区分（ネクスト・プライム、ネクスト・エコノミー）を創設している²⁰¹。そのほかにも、この数年間に、NASDAQ OMXグループ、中国の深セン取引所、アジア諸国の取引所等で市場区分の変更や新興企業向け市場の創設等を進める動きがある。これら市場区分の見直しの狙いは取引所によっては必ずしも明らかではない²⁰²が、グローバルな市場間競争という文脈に照らせば、市場区分の明確化により情報の非対称性の緩和、外部不経済性の緩和を狙ったものであると推察される。

第三は、前述の通り取引所による基準の違いは依然として存在するものの、大きな流れとしては、取引所間競争等の結果、上場基準が収斂している可能性である。例えば、欧米主要取引所の上場基準を分析したTreptow and Wagner (2005)によれば、欧米取引所の上場基準は総じて収束してきており、取引所は上場基準で差別化するのではなく、専ら流動性提供の面で競争し合っていると主張している。また、Giudici and Roosenboom (2002)は欧州新興市場の上場基準を比較して、基準に大きな差がないことを示している。

3-2. 実質基準の運用

本邦に限らず欧米諸国でも、企業が上場を許可されるには、形式基準を満たすだけでなく、取引所による実質基準も満たす必要がある。例えば、NYSEのNYSE Listed Company Manualには、「上場審査においては、数値基準よりもむしろ、上場申請会社に対する国民的関心の程度、申請会社の製品

¹⁹⁹ 日本証券経済研究所の「図説 アメリカの証券市場（2005年版）」によれば、「ナスダックの上場基準は、1991年、1997年、2000年と過去一貫して引き上げられてきた経緯がある。また、従来ナショナル・マーケットにのみ課されていたコーポレート・ガバナンス基準が現在では全銘柄に課されており、2003年にはこの内容の強化が図られている」（p144）とされる。米国の上場基準の変遷については、大崎（1998）も参照。なお、NASDAQの上場基準の厳格化が上場件数の減少要因になったとの指摘もある（Seguin and Smoller 1997）。

²⁰⁰ Ritter (2003b), Giudici and Roosenboom (2002)は、ディスクロージャー基準が重視されてきている点を指摘している。その半面、Treptow and Wagner (2005)は、欧州取引所のディスクロージャー基準は取引所ではなく当局が主導するようになってきている点を指摘している。

²⁰¹ 詳しくは岩谷（2003）を参照。

²⁰² ドイツのノイア・マルクトについては、上場企業のパフォーマンスの悪化が顕現化するにつれて、取引所が名声を保持するために上場基準の厳格化を余儀なくされたとの指摘がある（Chemmanur and Fulghieri 2008）。こうした経緯は欧州新興市場について概ね当てはまるのではないと思われる。

の市場特性、業界における相対的安定性と地位、事業内容の将来性等に重点が置かれる」と記載されている²⁰³。他方、NASDAQ については、形式基準を満たしている企業でも、市場の質を維持するために厳しい登録審査を行ってきたとの指摘がある²⁰⁴。尤も、各国取引所が形式基準を満たした企業に対して、どのような実質的な判断を行っているかは定かではなく、取引所による違い等を検証することは困難であろう。とはいえ、取引所の株式会社化が進んだ現在において、上場の可否が必ずしも基準の明確ではない実質基準に委ねられているとすれば、取引所が短期的な利益追求のために実質基準を緩和する行動に出る可能性があるだろう。この場合には、取引所への名声効果が一定の歯止めをかけることが期待されることになろうが、こうした抑止力が機能しているかどうかは、実証的な問題となろう。

4. 上場基準・上場手数料の効果

4-1. 上場基準のシグナル効果を支持する見解

上場基準を通じたシグナル効果の存在を示唆する実証結果は数多くある²⁰⁵。例えば、厳格な上場基準を課す取引所へ上場することを公表した企業は、市場から高い評価（プラスの超過リターン）を受け一方で、上場基準の緩い市場へ上場することを公表した場合には、逆に、市場から低い評価を下されるという研究成果がある。また、多くの米国外企業が米国市場に上場している一因にこのシグナル効果があるとの指摘もある。米国外企業は自国市場で上場する方が新規株式公開に伴う費用は低いことが多いが、米国市場に上場することから得られるシグナル効果を狙って敢えて米国に上場しているのである。米国の投資家にとってみれば、自国内の企業に比べて海外企業に関する情報は一般に少ない。従って、米国に上場する海外企業については、潜在的には、情報の非対称性に伴う問題が発生し易いはずである。それにも関わらず米国市場に多くの海外企業が上場できているのは、米国の上場基準が情報の非対称性を十分に緩和できているためであると考えられる。換言すれば、米国市場への上場は、その上場基準等を通じて、投資家に対して、企業の質に関する正確な情報を伝達できていると思われる。また、シグナル効果と関連する議論として、上場（維持）基準が厳しい市場ではアンダープライシングが小さくなるとの指摘もある²⁰⁶。これは、厳しい上場（維持）基準を満たした企業についての質に関する不確実性が低下し、引受証券会社が公開価格を高めに設定できるようになっていることを示唆するものである。

4-2. 上場基準のシグナル効果が減退しているとの見解

前述のように、上場基準のシグナル効果が機能するには、上場基準が他の方法よりも低いコストで正確な情報を伝達できていることが必要であったが、昨今、代替的な手段が割安に利用できるようになってきたことを踏まえると、上場基準が持つシグナル効果が低下している可能性がある。欧米市場に関しては、証券アナリストや格付け機関等を通じた情報生産や、インターネット等を通じた情報提供が広がるにつれて、取引所の役割が低下している可能性が指摘されている。このほか、取引所間競争が進むなかで、シグナル効果が低下する可能性もあると思われる。Sanger and McConnell (1986)はNASDAQ が創設される前後を対象に、店頭取引銘柄が NYSE 上場を公表したことに伴う株価上昇効果

²⁰³ 「図説 アメリカの証券市場（2005年版）」を参照。

²⁰⁴ 大崎(1998)。

²⁰⁵ Grammatikos and Papaioannou(1986), Hwang and Jayaraman(1993), Cheung and Lee(1995), Blass and Yafeh(2001)等を参照。理論的な議論については、例えば Fürst(1998)を参照。

²⁰⁶ 例えば Affleck-Graves et al (1993)。

（超過リターン）を比較検討した。分析の結果、NASDAQ 創設後に株価上昇効果が低下していることを報告し、NYSE へ上場することのメリットが NASDAQ 創設によって減退したと主張している。また、コーポレート・ガバナンスに係わる規律付けは歴史的には取引所が担ってきたが、この数十年の間に、徐々に他の団体がこの機能を代替するようになってきた²⁰⁷ため、取引所がコーポレート・ガバナンスの規律付けにおいて果たす役割は低下していると考えられている。

更に、米国では、取引所のエンフォースメントが低下し、それが上場基準のシグナル効果を減退させている可能性も指摘されている。具体例としてしばしば指摘されるのは NYSE の dual class voting stocks 発行企業に対して取った措置である²⁰⁸。また、NYSE に関しては実態として上場審査をほとんど実施していないとも指摘されている。従って、NYSE に上場することは、当該企業がある程度の確率で存続することを示すものではあっても、当該企業が良好な投資先であるか否かを判断する基準にはなり得ないと考えられている²⁰⁹。

4－3．上場先市場の意思決定

直観的には、新規公開企業は資本コストが最も低くなる市場を選好すると考えられる。仮に、企業がこのように行動するならば、上場企業の獲得を巡る競争の下では、取引所は資本コストを引き下げようとする取組みを求められることになる。以下では、企業がどのように上場先市場を選択しているか、また、こうした企業の意思決定が取引所に対してどのような影響を与えているかに関する実証結果を概観する（前掲図表 11 参照）。

既存分析の多くは、新規公開企業は資本コストが低い市場を選択していると報告している。例えば、Pagano et al (2002)は、欧州企業のうち米国市場へ重複上場する企業と欧州域内に重複上場する企業を対象に分析し、企業の重複上場の決定要因や、海外企業の誘致に成功している取引所の特徴等を報告している。同論文によれば、取引コストが高い、会計基準が緩い、投資家保護が不十分といった特徴を持つ取引所は、海外企業の誘致に失敗しているだけでなく、当該取引所の所在国の企業ほど海外取引所に上場する傾向があると指摘している。Blass and Yafeh (2001)は、イスラエルのハイテク企業は上場に要する諸費用が高いにもかかわらず米国での上場を敢えて選択しており、その理由として、米国市場に上場することによって、投資家からの認知、企業の知名度向上があると指摘している。この分析は、企業誘致における取引所の競争力は、当該企業の属する産業に通じた情報生産者（投資家、アナリスト等）がどれだけ存在するかに依存することを示唆し、Chemmanur and Fulghieri (2006, 2008)の理論モデルと整合的といえよう。また、Corwin and Harris(2001)は、NYSE と NASDAQ の両取引所の上場基準を満たす企業を対象に、企業が上場先をどのように決定しているかを検証している。分析の結果、企業が新規公開市場を選択するうえでは、取引所の専門性、上場廃止リスクと上場廃止に伴う予想コスト²¹⁰、流動性の水準が影響していると報告している。また、NYSE 上場を選択した企業は

²⁰⁷ コーポレート・ガバナンスの規律付けを取引所から代替してきたとされる公的機関として、古い事例も含めて指摘するならば、米国 SEC、英国 FSA、Lamfalussy Process、EU 委員会、米国の各州政府（特にデラウェア州）がある。また、業界団体が定めるコーポレート・ガバナンス原則としては、American Law Institute の ALI Principles of Corporate Governance や American Bar Association's Committee on Corporate Law の定める Model Business Corporation Act がある（詳しくは、Macey and O'Hara 2002、Treptow and Wagner 2005 を参照）。

²⁰⁸ 複数の大手企業（GM、ダウ・ジョーンズ）が dual class voting stocks を禁じた NYSE 規則に反したにもかかわらず、NYSE は、これら企業を上場廃止にすることをせず、規則の改正をして上場を維持させた。

²⁰⁹ Macey and O'Hara (2002)。

²¹⁰ 上場廃止に伴うコストは NYSE 上場企業の方が NASDAQ よりも大きいと考えられてきた。同論文の指摘に従えば、NYSE は上場廃止に伴うコストが高い分だけ、NASDAQ に比べて、新規公開企業の上場競争において不利な立場に置かれてきたことになる。しかし、NYSE は上場企業が自発的に上場廃止を行いやすくするために、Rule 500 の修正を SEC に申請し、SEC が 1999 年に承認を出している。このように NYSE は、規制を変更することに

NASDAQ を選んだ企業に比べて、発行株式数、調達額、上場後の時価総額が大きい点も確認している。この分析結果は、NASDAQ に比べると NYSE の売買コストは低く²¹¹、上場手数料が高いことを踏まえると、前述の Faucault and Parlour(2004)論文の指摘と整合的である。

4－4．上場手数料の動向

新規公開企業が上場費用を含めた資本コストを意識して上場先市場を決定していると考えられるなかで、上場手数料を引き下げる動きも散見されている。例えば、NASDAQ は 2004 年に、NYSE からの上場企業の引き抜きを企図し、両市場に重複上場する企業に対して上場手数料を 1 年間猶予すると公表した。また、ロンドン証券取引所は 2003 年に、英国 AIM の上場手数料を大幅に引き下げることを公表している。また、ドイツ証券取引所も、海外企業の上場に対して上場手数料を全額猶予する措置を導入した経緯がある。こうした動きのなかで、取引所に占める上場手数料の構成比は低下傾向にある。例えば、Treptow and Wagner(2005)は、世界取引所連合（World Federation of Exchanges）にデータを提供した世界主要取引所の収益における上場手数料が占める割合は 1992 年に約 25%であったが、2003 年には約 10%にまで低下していると報告している²¹²。なお、上場手数料の漸減傾向の背景には、取引所間の価格競争以外にも、そもそも企業が上場を通じて得られる効果が低下している結果、上場手数料が需給関係から低下してきた側面もあると思われる。いずれにせよ、多くの取引所は上場手数料の引き下げを通じて上場企業の獲得を競い合っていると考えられる。

図表 32

こうした動きがある一方で、NYSE 等の一部の取引所は相対的に高い上場手数料を維持しているとも言われる。水準の違う上場手数料が併存する理由については、前述の Foucault and Parlour (2004)や Chemmanur and Fulghieri (2006, 2008)が説明を与えている。つまり、市場間競争の下で取引所が差別化戦略を追求し、その結果、異なる上場基準や上場手数料が併存する可能性はあるのである。企業にとってみれば、高い上場手数料を支払っても、それに見合う便益を得ることができれば、割高な上場手数料を進んで支払うことになろう²¹³。また、上場手数料や上場維持手数料が、それぞれ上場しない場合に負担するコストや上場廃止に伴うコストに比べれば十分に小さい場合にも、上場手数料を支払うインセンティブを持つことになる。

以上を踏まえると、現下の市場間競争では、互いに競合する取引所同士は価格競争を通じて上場企業の獲得を競い合い、他の取引所と差別化を達成した取引所は価格競争からはそれほど影響を受けずに上場企業を確保できていると考えることができる。

4－5．質の悪い企業の上場増加

4－5－1．質の悪い企業の上場増加

1990 年代後半の IT バブル期に新規公開した企業の質が低下していたか否か、また、上場基準の緩

よって上場廃止に伴うコストの引下げを進めている。

²¹¹ Huang and Stoll (1996), Christie and Huang (1994), Barclay (1997)を参照。

²¹² World Federation of Exchanges の直近までのデータを用いて、取引所の収益構成比を算出したところ、Treptow and Wagner(2005)と計数に若干の違いはあるものの、同様の傾向が確認された（図表 32 参照）。

²¹³ Bessembider and Rath(2000)は、1996 年から 2000 年にかけて NASDAQ から NYSE へ上場先を変更した企業を対象に、NYSE への上場後に、ビッドアスク・スプレッドやリターン変動が低下していることを確認し、NYSE 上場に伴う割高な諸手数料は、高い流動性等のメリットで十分に補えることを示唆している。

い取引所が存在したために質の低下が急速に進んだかについても検証が進められている。上場前の質に着目した研究として例えば Peristiani and Hong (2004)がある。同論文は、IT バブル期に上場した企業の上場前のパフォーマンスが顕著に悪化していたことを示している。但し、質の低下は、IT バブル期に始まったものではなく 1980 年代初頭から観察されとしているほか、NYSE、NASDAQ の両取引所で質の悪化が観察されていると報告している。更に同論文は、財務力を含む上場前の企業属性が上場後の上場廃止リスクと関連していることを見出している。具体的には、(1) 上場前に損失を計上していた企業が上場廃止に至る確率は損失未計上の企業に比べて 3 倍程度高いこと、(2) 創業来年数が長いほど上場廃止確率が低いこと、(3) 上場時に経営陣の持分比率が高い企業ほど、上場廃止確率が低いこと等を確認している²¹⁴。また、Ritter and Welch (2002)は、1980 年から 2001 年までの上場企業を対象に、上場企業に占める上場前に赤字であった企業の比率を算出し、1980 年代に 19%であったが、その後、1990 年から 1994 年に 26%、1995 年から 1998 年に 37%、1999 年から 2000 年に 79%に上昇していることを確認している。また、上場前に赤字であった企業において相対的に大きなアンダープライシングが発生していたと報告している。

他方、上場基準の違いと上場企業の質の関係を検証した研究もある。Klein and Mohanram (2006)は NASDAQ の上場基準として、時価総額を重視した基準（以下、時価総額基準）と利益を重視した基準（利益基準）が併存していた²¹⁵ことに着目し、上場基準の違いが上場後のパフォーマンスの違いと関係があるかを考察している。まず、1997 年から 2000 年にかけて時価総額基準で上場する企業が増加する一方、利益基準で上場する企業が減少していることを確認し、そのうえで、次の点を指摘している。第一に、時価総額基準で上場した企業のアンダーパフォーマンスが相対的に大きい。第二に、上場後の株価リターンパフォーマンス（パイ・アンド・ホールド・リターン）は、上場後 3 四半期は時価総額基準の企業の方が高いが、その後逆転する。第三に、時価総額基準を利用して上場した企業は、上場後の財務パフォーマンスが悪く、上場廃止に至る事例が多い。これらを踏まえて、上場基準においては利益基準を利用することが重要であり、時価総額基準はバブルを熟成しかねないと指摘している。

Jain et al (2008)は、1990 年代以降の上場企業の質の悪化が主にハイテク企業によってもたらされたことを念頭に置き²¹⁶、1996 年から 2000 年に新規上場したインターネット系企業について、上場後に利益を計上できる確率や、利益計上までに要した期間がどのような影響から決定されているかを考察している。具体的には、企業規模や創業来年数等の基本的な企業属性をコントロールしたうえで、経営者と既存株主間のエージェンシー関係²¹⁷や第三者による保証効果（シグナル効果）²¹⁸の視点から考察している。分析の結果、(1) 上場前後でトップ 3 名の経営者の持分比率が変化するほど、(2) 内部

²¹⁴ Jain and Kini (1994)は上場時の経営者持分比率が高い企業ほど、上場後のパフォーマンスが良いことを報告している。

²¹⁵ 具体的には、同論文の分析期間（1997-2000 年）当時の Nasdaq National Market の基準のうち、Alternative 1（上場年、あるいは、直近 3 年のうち任意の 2 年間において税引前利益が最低でも 100 万ドルが必要）を「利益基準」とし、Alternative 2 及び 3（税引前利益の基準はないが、ある一定の時価総額を上回ることが必要）を「時価総額基準」と分類している。同論文によれば、NASDAQ 上場基準では、1997 年 8 月に、それまで全上場企業に対して課してきた利益に係わる基準が緩和され、時価総額基準を満たせば上場できるように変更されたとのことである。これが正しければ、NASDAQ の上場基準は、厳格化の流れのなかで、部分的に基準が緩和された側面もあったといえる。但し、Fama and French(2004)は 1997 年に初めて利益基準が導入されたと指摘しており、両論文の認識の違いがあるように窺われる。いずれの説明が正しいかは本稿では把握していない。

²¹⁶ この点については、Demers and Joos (2007), Van der Goot et al (2007)を参照。

²¹⁷ 具体的には、エージェントである経営者とプリンシパルである既存株主の間のエージェンシー問題に着目し、取締役会の構成（外部取締役、内部取締役）、経営者の持分比率、経営者の属性が利益計上までに要する期間に与える影響を考察している。

²¹⁸ 具体的には、ベンチャー・キャピタルの出資の有無、引受証券会社の名声が利益計上までに要する期間に与える影響を考察している。

取締役比率が高いほど、(3) 機関投資家からの需要が大きいほど、営業利益が黒字となる確率が上昇（黒字計上までの期間が短縮）すること等を確認している。また、Alimov and Mikkelsen(2009)は、上場時の市場環境と上場後の企業パフォーマンスの関係に係わる 2 つの相対立する見解のどちらが成立しているかを検証している。第一の仮説は、市場環境が良い時期に上場した企業は、収益見込みの低い事業に投資するので、上場後のパフォーマンスが悪化するという見解である。もう一方の立場は、企業部門が有望な投資機会を多数有している場合に市場環境が良くなるのであるから、市場環境の良い時期に上場した企業の上場後のパフォーマンスが悪化することはないという見方である。同論文は 1980 年から 2004 年までの米国市場の上場企業のデータを用いた分析を行い、次の結果を報告している。第一に、市場環境が良い時期に上場した企業は、相対的にみれば、上場後に設備投資を積極化させている。第二に、こうした積極的な設備投資が営業パフォーマンスの悪化や上場廃止リスクの上昇には繋がっていない。こうした分析結果を基に、上場時の市場環境や株式市場における評価が新規公開企業の上場意思決定、上場後の経営判断に悪影響をもたらしているわけではないとしている。

米国以外の実証研究として上場基準が極めて緩い²¹⁹という特徴を持つトロント証券取引所のベンチャー企業向け市場区分（TSX Venture Exchange）を分析した Carpentier and Suret (2009)がある。同論文は上場（最低）基準が上場後の上場廃止確率と関係しているかについて、ペニー・ストック IPO を対象に検証し、次の点を指摘している。第一に、カナダ市場の IPO の上場廃止発生比率は米国に比べて低水準であり、その理由として、上場廃止基準が緩いこと、及び、収益の計上でできていない企業でも資金調達が比較的容易であることが影響していると述べている。第二に、上場前の財務力が弱い企業や若い企業ほど上場廃止確率が高くなる。例えば、上場前に赤字であった企業の上場廃止確率は黒字企業に比べて 1.77 倍程度高くなる。また、創業後 5 年以上経過している企業の上場廃止確率は、5 年未満の企業の約 8 割弱の水準である。第三に、知名度の高い証券会社や監査法人を利用している企業は、上場廃止リスクが低下すると報告している。Locke and Gupta (2008)はニュージーランド取引所の上場企業を対象とし、緩い上場基準で上場した企業への投資リターンは、厳しい上場基準を満たした企業への投資リターンよりも低いことを報告している。

4-5-2. 質の悪い企業の上場増加の背景

前述の通り、一部には否定的な見解もあるが、IT バブル期に質の悪い企業が多数上場し、その結果、上場廃止が頻繁に発生した可能性が指摘されている。では何故、IT バブル期に質の低い企業が多数上場したのであろうか。欧米取引所に関しては、前述の通り、上場基準自体は長い目でみれば厳格化の方向で修正されてきたと言われており、上場基準の緩和が直接的な原因とは考え難い。しかし、厳格化された後の上場基準が企業の質を選別するうえで、ほとんど有効に機能していないとすれば、上場後に上場廃止に陥る可能性の高い企業が IT バブル期に数多く上場できた可能性はある。

この視点に立った場合には、では何故上場廃止リスクの高い企業に対して資金が提供されたかが問われる論点となる。この点については、Fama and French (2004)の議論が一つの回答を示している。Fama and French (2004)は米国における新規株式公開の動きを長期的な視点から検証している。具体的には 1973 年から 2001 年に NYSE、AMEX、NASDAQ に新規上場した企業の上場後数年間のパフォーマンスを詳細に検討し、その結果、次の特徴を確認している。第一に、新規株式公開が活発化した 1980 年から 2001 年に上場した企業は、それ以前に上場した企業に比べて、収益率が悪くハイリスクであった。第二に、この傾向は、インターネット関連企業の上場が急増した 1994 年以降に一層顕著になっている。第三に、上場後 10 年の間に上場廃止となる企業の比率は、1980 以降に上場した企業において顕著に

²¹⁹ 同論文の対象期間では、IPO 企業の 45%が売上未計上、71%が赤字企業である。また、上場後の時価総額の平均値は約 CAD 2million と非常に小さいという特徴もある。

上昇している。これらの結果を踏まえたうえで、同論文は IT バブル期に資金供給が増加し株式資本コストが低下した結果、それ以前であれば上場できなかった企業が多く上場するようになり、それら企業が結果的に破綻に至ったと主張している。つまり、新規株式公開企業への需要と供給の動きを考えた場合に、1980 年代以降に供給曲線が下方シフトした可能性が高いと指摘している。図表 33 はこの関係を図示したものである。新規公開企業への資金供給の増加が資本コストの低下に繋がり、その結果、以前であれば資金調達ができなかった低収益率企業に対する投資が増加したという主張である。では何故、IT バブル期に供給曲線が下方シフトしたのであろうか。この点については、3 章で紹介した IPO サイクルを巡る議論と大いに関連するが、一つの説明は、景気が拡大するなかで投資家が過度に楽観的な期待形成を行い、その結果、投資を積極化させたというものであろう。

図表 33

4－6．上場時の利益調整行動

利益を計上していないでも上場できる市場が多数存在するなかでも、経営者は上場時になるべく自社の収益力を高めるインセンティブを持つと予想される。特に、経営者が創業者利益を確保しようと考えている場合には、自社の収益力が高いことを示し、公開価格や市場価格を引き上げることが合理的な行動となろう。即ち、上場基準に利益に関する数値基準があろうとなかろうと、新規公開企業が利益調整を行う可能性があり、これを形式的な上場基準で排除することは難しいことになる。また、投資家が上場時点の利益調整を完全に把握できていない場合には、利益調整を行った企業においてアンダープライシングや中長期アンダーパフォーマンスが発生する可能性が高い点にも注意が必要となろう。

既存研究によれば、実際に利益調整は多くの国で観察されている。例えば、Teoh et al (1998)は、1980 年から 1992 年までの米国における新規公開企業を対象に、利益調整行動と上場後の株価リターンとの関係等を考察している。分析の結果、(1) 多くの企業が、新規株式公開前に、公表利益を増加させるために裁量的発生高を操作している、(2) 裁量的発生高を大きく操作した企業は、上場後に負の異常株価リターンを示す傾向がある²²⁰、等を指摘している。このほか、詳細には触れないが、欧州についても新規公開時に利益調整が発生しているとの結果が数多く報告されている²²¹。また、米国を対象とした DuCharme et al (2004)は公募企業及び新規公開企業の裁量的発生高と上場後の株価リターンの間に負の関係があることを再確認したうえで、こうした関係は、上場後に株主代表訴訟を起こされた企業において一層顕著であること、及び、裁量的発生高と和解金額の間に正の関係があること等を指摘している。

これら一連の研究成果は、企業が新規株式公開前に公表利益を嵩上げして、調達額の増加や資本コストの低下、あるいは、創業者利得を最大化するように行動していることを示唆するものといえる。また、新規公開企業の場合には、企業と投資家の間に情報の非対称性が大きいために、投資家は新規公開企業の利益調整行動を必ずしも見抜けておらず、開示された利益情報を投資判断にそのまま利用している可能性を示唆するものともいえよう。

5．制度設計上の留意点

²²⁰ 同様の結果は、DuCharme et al(2001)にもみられる。

²²¹ Tykvova(2006)はドイツ、Pastor-Llorca and Poveda-Fuentes (2006)はスペインについて分析している。

5-1. 上場基準の“行き過ぎ”

前述の理論研究によれば、取引所同士が上場企業の獲得競争をする状況においても、全ての取引所が上場基準を際限なく引き下げるわけではないこと、上場基準の異なる複数の取引所が併存する可能性があることが指摘されていた。この考察は、取引所自らが上場基準や上場手数料を決定しても、上場基準が緩すぎる状態や厳しすぎる状態になることはないという意見に繋がるものといえよう。しかしその一方で、取引所の上場基準が厳格化されていくとの理論的な指摘もある。反対に、取引所が短期的な利潤を追求する場合には、上場基準を引き下げる誘因を持つとも考えられる。実際に、規制当局や幾つかの既存研究は、取引所が上場基準を引き下げる点に懸念を示している²²²。では、厳しすぎる場合、あるいは、緩すぎる場合にはどのような問題が発生するのであろうか。以下ではこの論点を整理する。

厳格化のメリット・デメリット

まず、上場基準が厳格に設定された場合の影響を再度整理しておこう。上場基準が厳しいほど、上場基準が持つシグナル効果が高まり、投資家層の拡大に繋がる可能性がある。更に、上場基準が厳しいほど、投資家が企業価値に関する情報を生産するのに要するコスト（情報生産費用）が低下し、その結果、投資家が拡大するという効果も期待できる。投資家層の拡大は、最終的には企業の資本コストの低下として、企業にとっても便益をもたらすものである。このようにみると、上場基準が厳格に設定され、上場企業が制限されているような状況でも、上場基準が厳格であることには大きなメリットが発生している可能性がある。

その一方で、厳格化にはデメリットもある。上場基準が厳格化されていくにつれて、上場可能な企業が限定され、投資機会が減少していく。更に、理論研究のなかには、取引所間の競争の態様によっては、上場手数料が上昇する可能性も指摘されていた。これは、上場可能企業が更に制限されることを意味する。また、取引所が上場基準と上場手数料を自ら決定する場合には、規模の小さな企業の上場機会が制限されるという懸念も依然としてある²²³。その理由は、取引所は、規模の大きな企業（あるいは上場後に高い流動性が実現できると予想される企業）からは上場手数料に加えて上場後にも売買手数料を稼ぐことができるが、規模の小さな企業（あるいは上場後に低い流動性しか期待できない企業）を上場させた場合には、上場維持に要する諸費用が売買手数料を上回ってしまう状況が発生しやすいからである²²⁴。従って、取引所は利益を最大化するために、なるべく多くの大企業の上場を促し、中小規模の企業の上場を排除するような上場基準を設定する可能性がある。

上場基準が厳格に設定された結果、規模の小さい企業の上場が制限されると、社会的にどのようなコストが発生するのであろうか。まず、上場によって企業が得る便益の大きさに着目すると、一般に、この（限界）便益は、大企業よりも中小企業の方が大きい。規模の小さい企業は相対的に知名度が低く、投資家層が薄く、資本コストが高いという特徴を持つ。こうした特徴は、上場によって知名度の向上、投資家層の拡大、資本コストの低下というメリットをより多く享受できることを意味する。従って、取引所が上場基準を厳格化させ、規模の小さい企業の上場を制限するように行動した場合には、上場することからより多くの便益を享受できる企業が上場できなくなるという意味で、社会的にコストが発生するかもしれない。取引所が上場基準と上場手数料を定めることができる状況では、社会的に望ましい資源配分が実現しない可能性もあると考えられえ。こうした問題に対する一つの解決策として、上場基準や上場手数料を取引所が定めるのではなく、その決定権限を当局等の別の組織に移

²²² 例えば、Alford et al (1993)を参照。

²²³ Macey and O'Hara (2002)。

²²⁴ 本邦新興市場についても、取引所にとっては収益性が低いとの指摘がある（日本証券業協会 新興市場のあり方を考える委員会 2009 を参照）。

管することが指摘されている²²⁵。

以上でみた通り、上場基準が上場できる企業を「過剰に」制限しているか否かについては、相対立する見解があり、必ずしもコンセンサスがあるわけではないが、政策的見地からは、規模の小さい企業の上場機会が十分に確保されているかどうかは重要な論点となろう。

緩和のメリット・デメリット

次に、上場基準が緩すぎる場合を考察する。既存実証分析からは、緩い上場基準を利用して上場した企業の上場後のパフォーマンスが相対的に劣後することが確認されていた。取引所の上場基準が緩かったため、事後的にパフォーマンスの芳しくない企業が多数上場したことが、その背景にある。では、上場基準は「緩すぎた」といえるのであろうか。

緩すぎるか否かの一つの判断基準は逆選択問題や外部不経済性に求めることができよう。換言すれば、上場基準が形式的にどんなに緩かったとしても、投資家が上場基準が緩いことを認識し、また、上場企業の質を十分に識別できている場合には、質の悪い企業が上場することが質の良い企業に外部不経済性（流動性の低下、価格下落等）をもたらすことはないと予想される。更に、この場合には、緩い上場基準を利用して上場した企業の多くがその後上場廃止になったとしても、上場廃止の増加それ自体を問題視する必要もないと考えることができる。

逆に、投資家が、上場基準がどの程度緩いか、その結果、どの程度の質の企業が上場しているかについて判断できないような状況であれば、次のような問題が発生すると予想される。第一は逆選択問題・外部不経済性である。投資家が上場企業の質を識別できない場合には、例えば、質が相対的に良い企業は、株価がディスカウントされる、あるいは、流動性が低下する等の悪影響を蒙ることになる。第二に、潜在的に同じ質の企業であっても、上場時期（タイミング）によって、資本コストに違いが生じる点である。上場基準が緩いことが取引所の名声を傷つけていない時期²²⁶に上場した企業と、緩い上場基準が上場廃止に繋がり取引所の名声が低下した後上場する企業を比べると、前者の企業の方が相対的に低い資本コストで資金調達を実施できるであろう。逆に言えば、取引所の名声が低下した後では、上場基準のシグナル効果が減退しているので、投資家と新規公開企業の間の情報の非対称性が大きくなっている。こうした状況で上場する企業は高い資本コストを負担する必要がある。更に、情報劣位の投資家にとっては、上場基準のシグナル効果が低下しているために、新規公開企業の企業価値を評価するにはそれまで以上に高いコストをかける必要が生じ、不利益を蒙ることになる。

筆者の知る限り、上場基準の緩さが逆選択問題や外部不経済性を引き起こしたか否かを明示的に検証したものはない。このため上場基準が「緩すぎた」かどうか、また、上場基準の緩い市場区分を創設することの是非については、いずれの国・市場においても結論は得られていないように思われる。このように実証的な検証はないものの、今後、新興市場の制度設計を進めるうえでは、投資家にとって質が同程度であると認識される企業が同一の市場区分で取引されるように上場基準を設定することが、こうした諸問題を回避するうえで有効になると思われる。

²²⁵ Macey and O'Hara(2002)。同論文は、英国において上場基準の決定権がロンドン証券取引所から英国 FSA に移管されている点を、こうした解決策の一例として紹介している。但し、英国 FSA が小規模企業の上場が制限されることを懸念したために、上場基準等の決定権を取引所から自らへ移管させたか否かについては、明確な記述はない。他方、同論文は、当局が上場基準等を決定することには問題もあるとし、具体的には、多様な上場基準や市場区分が利用できなくなる可能性や、上場基準や市場区分を通じた市場間競争が抑制される可能性を挙げている。因みに、本邦では、上場及び上場廃止を当局（大蔵大臣）の承認制から（事前）届出制へ変更した経緯があり、その際の理由として、上場手続きの簡素化と投資家の自己責任原則の醸成があったとされる。この本邦の議論を踏まえると、当局が上場・上場廃止の意思決定に主体的に関与することには、投資家が自己責任原則に基づいた行動様式ではなく当局の判断に依存したような投資行動をとる、という弊害もあるといえそうである。

²²⁶ 例えば、取引所が上場基準を緩和した直後等が該当すると思われる。

5－2．上場基準が恣意的に決定される可能性

利益最大化を図る取引所が上場基準を設定する状況では、取引所が市場環境と自らの名声効果とを比較衡量しながら、上場基準を恣意的に変更する可能性がある。例えば、新規公開株式に対する投資家の投資意欲が強い場合には、上場基準を緩和して、多くの企業を上場させるかもしれない。新規上場企業数が増加すれば、少なくとも短期的には、上場手数料とその後の売買手数料を増加させることができるからである。他方、新規公開株式に対する投資家の投資意欲が弱い場合や、新興市場に対する投資家の疑念が高まっている状況では、上場基準を厳しくし、上場企業の質をなるべく高く維持することによって、上場手数料を多少犠牲にしても、自らの名声維持を図ることが予想される。需給に応じて上場基準や上場審査を変更させることが社会的に望ましいか否かについては本稿では結論付けることは出来ない。しかし、新規公開企業を検討中の企業にとってみれば、上場基準や上場審査が市場環境に応じて変動することは、上場を進めていくうえでの不確実性を意味することは間違いない。なお、上場基準が厳しすぎるか緩すぎるかについて両方の見解があるのは、取引所が恣意的に上場基準(特に実質基準)を変更している可能性があることと密接に関係していると考えられることもできよう。

5－3．利益調整の可能性

違法な会計操作については、監査法人による会計監査や主幹事証券会社による審査(引受審査)、更には取引所による上場審査を通じて、一定の牽制が働いているが、合法的な利益調整に関してはこうした第三者による規律付けが発揮されない可能性がある。その理由は、そもそも合法的な利益操作を止めさせること自体が難しいことや、これらゲートキーパーでも利益操作を見抜けない場合があることに加えて、主幹事証券会社や取引所が、新規株式公開を実現させることによって自らも利益を享受する立場にいるからであろう²²⁷。

このように考えると、新規株式公開制度に利益操作を抑止するメカニズムが十分に備わっているわけではない可能性がある。利益調整の結果として、アンダープライシングや中長期アンダーパフォーマンスに繋がっているとすれば、投資家が当初考えていた企業の質と、実態の質に差があることを意味するのであるから、投資家保護や情報効率性の観点から、注意が必要になるといえよう²²⁸。

第3節．新規公開時の情報開示制度

本節では、情報開示制度の機能を概観した後、新規株式公開時に特に注目される開示情報を巡る議論を紹介する。その後、情報開示が企業の資本コストや上場先の意思決定に与える影響に関する実証分析を概観する。情報開示制度に係わる近年の大きな制度改正であるサーベンス・オックスレイ法に関する評価も振り返る。最後に、情報開示に係わる制度設計を進めるうえで重要と思われる論点を整理する。

²²⁷ 勿論、主幹事証券会社や取引所が自らの「名声」を重視する場合には、合法か否かを問わず利益調整に対して厳しい精査を行うという可能性もないわけではない。

²²⁸ Leuz et al(2003)は、利益調整の発生メカニズムと利益調整の抑止策を議論している。同論文は利益調整と法制度の関係を、国際比較を通じて明らかにし、投資家保護法制の整っている国や株主保有が分散している国では、企業内部者が得ることのできる私的利益が減少するので、結果として、利益調整が減少し得ることを指摘している。また、実証分析を通じて、少数株主の権利が確保され、法執行が整備されているほど、利益調整が発生しなくなるという結果も示している。

1. 情報開示制度の機能

1-1. 情報開示制度の機能

情報開示制度の存在意義を簡単に考察する。まず規制当局の立場に立てば、情報開示を通じて外部投資家のなかでもとりわけ情報面で劣後する一般投資家を保護することが、情報開示制度の重要な役割ということになる。情報開示制度の二つ目の役割は、企業（経営者）と外部投資家の間の情報の非対称性やエージェンシー問題を緩和し、投資家が十分な情報に基づいて投資判断ができるようにし、効率的な資源配分を達成することにある。この見方に立てば、情報開示制度への社会的な需要（要請）は情報の非対称性やエージェンシー問題が深刻であるほど高まることになる。また、情報開示によって資源配分がどの程度改善されるかは開示される情報の信憑性に依存する²²⁹。ここで、新規株式公開に際しては、新規公開企業の事業内容等の情報が少ないのであるから、効率的な資源配分が確保されるためには、既上場企業の情報開示よりも多くの情報が信頼される形で開示される必要があると考えられる。3章で議論したように、新規株式公開時には、情報の非対称性や市場参加者間の利害の不一致がアンダープライシングや中長期アンダーパフォーマンスを引き起こしている可能性があった。これらの実証結果は、現行の情報開示が必ずしも上手く機能しているわけではないことを示唆するものかもしれない。

他方で、近年の情報通信技術の発展等に伴って、開示情報が持つ相対的な情報価値が低下しているとの指摘がある点も注目される。企業自らが開示する情報以外として証券アナリストや格付け機関等の金融仲介機関による情報提供があるほか、近年では、各種メディアの掲載記事、更にはインターネットの掲示板等を通じた情報の公表・生産がある。これらの情報生産が投資家にとって有益な情報を提供している、あるいは、市場の流動性に影響を与えている等とする分析結果が報告されている²³⁰。更に、こうした第三者による情報生産活動が拡大すると、情報開示制度や上場基準・上場廃止基準等によるシグナリング効果を減退させる可能性もある²³¹。但し、筆者の知る限り、法定開示や自発的開示の在り方を、こうした第三者の情報生産活動との関係を含めて体系的に議論した研究は今のところ見当たらない。このため、本稿では、第三者の情報生産活動についてこれ以上立ち入ることはせず、以下では、法定開示と自発的開示が依然として主要な情報発信源と位置付けて議論を進める。

情報開示の第三の機能は、情報開示を通じて資本コストが低下し、企業にとって便益をもたらす点に求めることができる。既存研究によれば、資本コストの低下は大別すれば3つの経路を通じて達成される。一つ目の経路は、開示される情報量が増加すると、投資家が当該銘柄の価値評価を行う際に利用できる情報量やその精度が高まり、その結果、投資家の要求するリスクプレミアムが低下するというものである²³²。第二は、情報開示を充実させると、流通市場の売買コストの低下や投資家層の拡

²²⁹ Healy and Paleou (2001)。

²³⁰ 実証分析では、例えば、Wall Street Journal, Barron, Business Week 等のメディア掲載情報や、インターネット掲示板、スパムメールの情報等も分析対象となっている。これらの実証結果としては Liu and Smith(1990), Eurico and Stanley(1999), Beneish and Clark(1994), Sakar(2000), Mathur and Waheed(1995), Tumarkin and Whitelaw(2001), Dewally(2003), Antweiler and Frank(2004), Clarkson et al(2006), Das et al(2005)等がある。

²³¹ Macey et al(2008), Kothari(2001)。

²³² この議論は、投資家が投資判断を行う際に直面する不確実性が分散不可能であることが前提とされている。詳しくは、Botosan (1997)や、その参考文献を参照されたい。

大を通じて、流動性が向上するという経路である²³³。第三は、情報開示の外部性である。複数の企業間の事業リスクやキャッシュ・フローが相関している場合、ある企業の情報開示は他の企業の企業価値を評価するうえで有益な情報となり得る。こうした状況では、ある企業の情報開示が別の企業への投資増加や社会的な情報生産コストの低減に寄与する²³⁴。

1-2. 企業の情報開示行動

1-2-1. 企業の自発的信息開示

情報開示が持つ上記の望ましい機能が発現するためには、言うまでもなく、企業（経営者）が適切に情報を開示する必要がある。従って、情報開示が望ましい効果を発揮しているかを考察する前に、そもそも企業（経営者）が情報開示に関してどのようなインセンティブを持っているかを把握する必要がある。

直観的には、企業（経営者）は情報開示を行うことによる費用と便益を比較衡量し、情報開示を行うかどうか、公表する場合にはどの程度の情報を、どのタイミングで公表するかを決定すると考えられる。ここで企業が勘案する費用・便益としては、予想資本コスト、情報開示に要するコスト、訴訟リスク等が含まれよう。

企業の情報開示行動を理論的に明らかにした Hughes(1986)は、自発的な情報開示が有効に機能し得ることを示している。投資家が企業の質を見極められないという意味での逆選択問題に直面している質の高い企業は、質の悪い企業が出来ないような形でシグナルを送ることによって、この逆選択問題を自ら解消できるという考え方である。同論文は新規株式公開に際しては、既存株主の持ち分と自発的な情報開示が企業価値に関するシグナルとなり得ることを示している。なお、前者のシグナルは、新規株式公開時に利用されることのあるロックアップ契約を通じたシグナル効果に通じる議論としても理解することができる。

更に、自発的な情報開示は逆選択問題の緩和に役立つだけでなく、市場参加者の情報収集コストを低下させ、証券アナリスト等による情報生産を活発化させる効果も生み出すという指摘もある²³⁵。つまり、自発的な情報開示は第三者の情報生産を促し、当該銘柄に関する（情報）効率的な価格形成に寄与する可能性もあることになる。

1-2-2. 自発的信息開示を行うか否かの決定要因

経営者が自発的に情報開示を行うかどうかは、情報開示に伴う費用と便益に依存するといえる。具体的には、経営者は自発的な情報開示に要する事務的なコスト、情報開示を行わない場合の評判リスク等を踏まえたうえで（1）資本市場での評判を上げるため（資本コスト引き下げや将来の資金調達の容易化）、（2）株価低迷や低収益性を正当化するため、（3）株価連動する報酬を拡大させるため、（4）

²³³ Amihud and Mendelson (1986)は企業が私的情報を開示すれば、気配スプレッドに含まれている逆選択問題に伴うスプレッド部分を低下させ、資本コストを引き下げることができると指摘している。また、Diamond and Verrecchia (1991)は、情報開示が拡大すれば大口取引が持つ価格情報（価格インパクト）が低下し、その結果、より多くの投資家の取引を促し、株価の上昇等に繋がることを示している。

²³⁴ 情報開示の持つ外部性を論じたものに Foster(1979)がある。これに対して、ある企業の情報開示が、投資家の他銘柄への関心を低下させ、当該銘柄の価格効率性が低下するという議論もある(Fishman and Hagerty 1989, Admati and Pfleiderer 2000)を参照。

²³⁵ 実際、自発的な情報開示を行った企業では、アナリスト数が増加すること等が指摘されている (Lang and Lundholm 1996、等)。

開示不足を理由とする株主代表訴訟リスクを回避するため、(5) 自らの経営能力の高さを株主や市場に知らしめるため、(6) 製品市場における競合関係を有利なものとするために、自主的な情報開示の範囲やタイミングを決定する、と考えられている²³⁶。なお、Graham et al(2005)は企業経営者へのアンケート調査を通じて、経営者が自主的な情報開示や会計操作を行う主たる理由は、市場の評価を極力高める（市場の評価を失わない）ことにありと指摘している。但し、この評判リスクを巡る議論が全ての新規公開企業に対して当てはまるわけではない点には注意すべきである。即ち、上場後に追加公募増資を予定する等、資本市場を継続的に利用することを考えている新規公開企業は、評判リスクを念頭におき、正確な情報を自発的に開示するであろう。しかし、上場後に公募増資を行う予定がない企業や上場前の株主や経営者が上場時の創業者利得だけを目的にしている企業は、上場後の資本市場からの評判を気にかける必要性が低いので、自発的な開示を行うインセンティブを持たない、あるいは、楽観的な情報を開示するインセンティブを持つと予想されるのである。

以上の議論から明らかなように、経営者の情報開示行動は必ずしも株主価値最大化行動と一致するわけではない。換言すれば、情報開示行動について、経営者と株主（既存株主も潜在株主も）の間にエージェンシー問題が内在している²³⁷。とりわけ新規株式公開に際しては、私的情報を持つ既存株主は、例えば自らの把握している真の収益見通しに比べて楽観的な収益見通しを公表する等して、公開価格を引き上げるインセンティブを持つ場合がある。公開価格を高く設定することで、創業者利得を増大させることができるからである。そして、投資家がこうした株主の機会主義的行動を予見する場合には逆選択問題が発生し、機会主義的行動を取ろうしない企業（既存株主）は逆選択コストを負担することになる。

なお、情報開示に伴う費用と便益を比較するという行動は、自発的な情報開示だけではなく、企業が上場する市場や市場区分を選択する場合にも生じると考えられる。つまり、市場や市場区分によって開示内容に違いがある場合には、企業（経営者）は、それぞれの市場（市場区分）で上場した場合に発生すると予想される費用と便益を比較衡量し、上場市場（市場区分）を決定するはずである。

1－3．情報開示の信頼性

1－3－1．法定開示の必要性

企業の自発的な開示に委ねるだけでは情報開示が十分に機能しないという指摘もある。その第一の理由は、前述の通り、企業が都合の良い情報だけを開示し、都合の悪い情報を開示しない可能性があるためである²³⁸。こうした行動を予見した投資家は、企業が自発的に開示した情報を信頼しないので、情報の非対称性が緩和されることはない。換言すれば、企業の自発的な開示に任せている限りは、逆選択問題が解消されない可能性が生まれるのである。第二は、開示情報には公共財的な性質があるため、自発的な開示だけでは情報量自体が不足するという考え方である。即ち、情報開示を生産する際に要する費用は既存株主が負担するが、情報が一旦開示されると、潜在的な投資家は費用を負担することなく当該情報を利用できる（フリーライド問題）。従って、既存株主はフリーライド問題を回避するために、そもそも情報生産を抑制（過小生産）しようとする行動がある²³⁹。

²³⁶ Healy and Palepu (2001), Verrecchia(2001), Kothari et al(2009), Bilson et al(2007)等。

²³⁷ Kothari et al(2009)は、エージェンシー関係が経営者の情報開示行動に与えている影響について、良い情報と悪い情報の情報開示タイミングの違いに着目した丁寧な実証分析を行っている。

²³⁸ 未公開企業は情報開示の事務コストを回避するために、情報開示自体を行わない可能性もある。例えば、本邦企業に関して瀧田(2002)は、多くの小会社が商法で求められる最低限の開示すら実施していないと指摘している。

²³⁹ 会計情報の公共財的性格については必ずしもコンセンサスがあるわけではないと思われる。例えば大日方(2007)はこの仮説について否定的な見解を述べている (p136)。しかし、本稿では、その真偽を問うことはしない。

こうした一種の市場の失敗が発生している場合には、何らかの方法で開示情報の量を拡大させる、あるいは、情報の信憑性を高める必要性が生じる。その仕組みの一つが法定開示である²⁴⁰。法定開示を課すことにより、企業が持つ私的情報を強制的に開示させ、それに違反した場合には何らかの制裁を加えるという手法である。なお、法定開示が有する便益としては、情報量の増加や信憑性の確保という機能の他にも、共通の開示項目を設定（例えば、会計基準）することによって、開示情報の生産コストを低減させる効果や、比較可能性を確保する効果等も考えることができる²⁴¹。

1-3-2. 開示情報の信頼性を高めるその他の仕組み

開示情報の信憑性を高めるための仕組みとしては、法定開示以外にも幾つかの仕組みが考えられる；(1) 第三者の仲介機関が開示内容を保証する方法、(2) 開示内容を事後的に検証し、不適切な情報開示に対して何らかの制裁を課す方法、(3) 企業（経営者）自らが開示情報の信頼性を担保するようなシグナルを発信する方法、である²⁴²。

第三者の保証機能

第三者による保証の具体例としては、前述の取引所による上場基準や上場審査のほかにも、会計監査人による監査意見、名声の高い引受証券会社による引受審査、証券アナリストによるアナリスト・レポート等がある。ここで注意が必要なのは、第三者による保証が機能するには、(1) これらの第三者が名声リスクに晒されていること、(2) 報酬体系（経済的インセンティブ）が名声リスクと関連していること、(3) 継続的にサービスを提供すること、等が必要となる点である。こうした条件が満たされない場合には、第三者を通じた保証機能は機能不全に陥ることが予想される。本稿で繰り返し述べてきたように、新規株式公開の様々な局面において、これらの第三者も含めて、様々な利益相反が発生する余地があるため、第三者の保証機能が機能しない可能性は十分にあると予想される。

事後的な制裁

第二の方法である事後的な制裁の典型的な例としては、開示情報について経営者等に民事責任を課すことが考えられる²⁴³。制裁を課すことで投資家の誤解を招くような開示や虚偽記載を抑制しようという考え方である。但し、情報開示に関して新規公開企業や引受証券会社、監査法人が負う民事責任は、各国の法制度や判例によるほか、事案によっても異なるので、この手法が開示情報の信憑性を確保するうえで機能しているかについて一概に結論を得ることはできない。

シグナルの発信

質の高い企業は質の低い企業が負担できない程度のコストを自ら負担することによって、自らの質の高さを市場参加者に伝えることができる。こうしたシグナルのうち、新規株式公開時に利用されるものとしては3章で議論したアンダープライシングが代表例（シグナル仮説）であるが、このほかに、以下で紹介する自発的開示（開示情報の充実）やロックアップ契約を通じたシグナルもある。

一般に、開示情報を充実させると、その開示情報が信頼性の高いものであると投資家が認識してい

²⁴⁰ Kumpan and Leyens(2008)は、名声効果等を通じた市場規律が機能しない状況において、市場の失敗（逆選択問題、モラルハザード）を回避するために法定開示が必要である、と指摘している。

²⁴¹ 関連する議論として、会計基準を公的機関が設定するか民間機関が設定するかという論点もあろう（大日方2007を参照）。

²⁴² このほか、現実的な実行可能性は低いものではあるが、企業が全ての私的情報を開示することを投資家との間で契約する方法もある。

²⁴³ Hughes(1986)。

る限りにおいては、価格はより多くの情報を反映した水準で決定される。質の高い企業が、将来の事業計画や予想収益等について、質の低い企業に比べて、確度の高い情報を有しているならば、こうした情報を開示することによって、自らの質の高さを市場関係者に伝達することができることになる。他方で、開示情報を充実させることは、新規公開企業や引受証券会社にとって損害賠償責任の対象範囲を広げることにもなるから、より大きな法的リスク（損害賠償リスク）を負担することを意味する。一般には、質の低い企業は、質の高い企業に比べれば、こうした法的リスクを回避すると考えられる。逆に言えば、質の高い企業は、開示情報を充実させ、敢えて法的リスクを高めることによって、自らの質の高さを市場関係者に伝えることもできる。

但し、既述の通り、自発的情報開示に関しては、経営者等が自分に都合の良い情報を公表し、都合の悪い情報を秘匿するという問題も内在している。そこで、こうした開示情報のバイアスやバイアスに対する市場参加者の懸念を緩和するために、新規株式公開の実務では、ロックアップ契約を通じたシグナル効果が利用されることがある。ロックアップ契約の仕組みやその機能に関する詳細な解説は次節に譲るが²⁴⁴、新規公開企業の既存株主や経営者が主幹事証券会社との間でロックアップ契約を締結した状態であれば、投資家は開示情報が過度に楽観的であるリスクをそれほど気にかけなくて済むことになる。投資家がロックアップ契約を利用している企業は利用していない企業に比べて質が高いと看做せるからである。例えば、上場後に迎える最初の収益実績公表予定日より長い期間に亘るロックアップ契約が締結されているとすれば、経営者は楽観的な収益見通しを出し、短期的に株価を上昇させ、自らの持ち株を高い価格で売却しようと考えたことはないであろう。つまり、ロックアップ契約が長期間であるほど、経営者にとって楽観的な収益予測情報を公表するインセンティブは低下すると考えられる。長期間のロックアップ契約を利用している企業は、既存株主が持ち株を市場で売却できないというコストを負担できるほど質が高いことを示すことができる。

2. 情報開示範囲

2-1. 重要事実の定義

望ましい情報開示の範囲とはどのようなものであろうか。一般論として言えば、開示情報が多く、その信憑性が高いほど、新規公開企業と投資家の間の、あるいは、投資家間の情報格差が軽減され、それが資本コストの低下等の便益に繋がるであろう。他方で、開示情報が広範囲になるほど、その実務負担が増加する、また同時に、限界的に開示される情報が持つ情報量は低下していくであろう。こうした考え方がおそらく根底にあって、多くの国は、開示範囲を定める基準として「重要性(materiality)」の原則を採用している。即ち、「投資家の投資判断にとって重要な情報の全て、あるいは、フルディスクロージャー・フェアディスクロージャーに必要な全ての情報が開示されるべき (IOSCO 1998)」という考え方である²⁴⁵。本稿では各国の法定開示範囲や適時開示制度を比較検討することはしないが²⁴⁶、図表 34 に示した IOSCO の開示原則は新規公開時の法定開示範囲として望ましいと一般に考えられている内容を概ね捉えていると考えることができるだろう²⁴⁷。

²⁴⁴ Courteau(1995)はロックアップ契約のシグナル機能を理論的に説明している。このほか、Brav and Gompers(2003), Courteau(1995)も参照。

²⁴⁵ 但し、厳密に言えば、重要性原則の定義は国によって異なっているほか、重要性原則の観点から含まれる開示範囲にも各国間で格差がある。詳細は IOSCO(1998)を参照。

²⁴⁶ その理由は、どこの国でも開示内容はしばしば変更されるものであるもので、現時点での相対比較を行うこと自体に余り意味を見いだせないこと、及び、開示範囲の変化を過去に遡るには、利用可能な情報が少な過ぎることによる。

²⁴⁷ 無論 IOSCO の開示原則自体には強制力はないため、各国の開示範囲がこの基準に強制力をもって拘束されて

2-2. 個別開示項目を巡る議論

筆者の知る限り、新規公開時の望ましい開示範囲や、個別の開示項目が情報の非対称性の緩和にどの程度効果を持つか等に関して体系的に議論した研究はない。そこで、以下では、業績予想値とファンダメンタルズ価値の情報開示に係わる研究に限って、その分析結果を考察する。なお、これらの項目は国によって取り扱いが異なっているほか、時期によって取り扱いを変更した国もある。従って、国際間比較や時系列上の比較を行えば、これらの項目が情報の非対称性に与える影響を分析できる。

2-2-1. 業績予想値²⁴⁸

新規株式公開時における業績予想値の開示は国によって取り扱いが異なっている。米国²⁴⁹とマレーシア²⁵⁰を例外として、その他の国々では、企業の自主的な判断で業績予想情報を目論見書等に記載することが可能となっており、実際に、多数の企業が予測情報を開示していると報告されている。以下では、既存分析で紹介された幾つかの国について、その取組みを簡単に整理する。

カナダ²⁵¹では、1982年にオンタリオ証券委員会（Ontario Securities Commission, OSC）が目論見書に最大24カ月先までの収益予測情報を記載することを認め、記載の有無や記載範囲は企業の自主的な判断に委ねられた。またその後も、予測情報の信憑性を高めるための制度改革が進められてきた。例えば1989年には、OSCは目論見書に含まれる予測情報について監査法人の報告書を添付することを求める制度変更を実施している。同時に、Canadian Institute of Chartered Accountantsは目論見書に記載される予測情報に関する監査ガイドラインを策定している。

英国では、新規公開企業が業績予想情報を開示するか否かを選択できる扱いとなっている。多くの企業が公開日を含む決算期末の予想利益、予想配当及び予想配当利回りを目論見書に記載しているとされる²⁵²。このほか、英国が旧宗主国であった国（オーストラリア、ニュージーランド、香港）では、目論見書に収益予想情報が記載される実務慣行が残っているとされる²⁵³。なお香港では、企業が収益

いるわけではない。

²⁴⁸ 詳細は Mak(1994), Jaggi(1997), Cheng and Firth(2000), Jog and McConomy(2003), Roosenboom(2007)を参照。また、新規株式公開時以外の既存研究に関しては、例えば太田(2006)が日米企業に関する優れたレビューを提供している。

²⁴⁹ 米国では、新規公開企業や引受証券会社が負う訴訟リスクが大きいと認識されていることから、法定開示資料に業績予想情報が掲載されることはほとんどない。訴訟リスクが大きいと判断されている背景には、the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 のセーフハーバー条項が新規株式公開時には適用されないことが指摘されている。これらの点に関しては、Berger(2002), Roosenboom(2007), Wilhelm(2005), 辰巳(2006c)を参照。また、業績予想情報は目論見書に記載されないが、プレ・ヒアリング等の場を通じて、一部の投資家（機関投資家）には口頭で伝達されているとの指摘もある（Teoh et al 1998）。

²⁵⁰ マレーシアでは業績予想情報は法定開示対象である。

²⁵¹ 詳細は、Jog and McConomy(2003), McConomy(1998)を参照。

²⁵² Geddes(2008)。

²⁵³ ニュージーランドについては、Mak(1996)が執筆された当時は収益予測情報を記載するか否かは企業の自主的な判断に委ねられていた模様である。なお、同論文によれば、(1) 目論見書に記載できる項目は Securities Regulation 1983 に規定されていたほか、収益予測情報を目論見書に記載する場合には、(2) 収益予測の前提条件も目論見書に開示する必要がある、(3) 独立会計監査人のレビューを受ける必要がある、(4) 独立会計監査人は、収益予測情報が、目論見書に記載されている前提条件に基づくものであること、及び、適切な会計基準に従っていることについて意見を表明する必要がある（但し、前提条件自体の妥当性に関する判断を下す必要はない）という仕組み

予測情報を開示することを決めた場合には、取引所の定めに従う必要があるとされる²⁵⁴。収益予想情報としては、翌年の利益見通し、一株当たり利益、配当が公表される。そのほか、会計監査人は、企業の収益予想について、適正な会計手法に基づいているか、予想値の算出方法（除く、予測値の前提）が正確であるか関する意見を目論見書に記載する必要がある。会計監査人の踏むべき手続き等に関しては、別途、香港会計士協会（Hong Kong Society of Accountants）の定める監査ガイドラインに規定されている。

シンガポールでも、企業が自発的に業績予想値を目論見書に記載できる。但し、シンガポール証券取引所の上場マニュアルにおいて、業績予想値を記載する場合には、同時に、予測利益を達成できる可能性や、市場・事業環境の予想される変化が予測利益に与える影響等についても説明することが求められている。また、業績予想情報が事後的に不正確となった場合には、当該企業への訴訟提起の有無にかかわらず、取引所は過度に楽観的な業績予想値を開示していた企業を公に叱責し、場合によっては、追加公募増資を認めない等の措置を取っている²⁵⁵。

最後にフランスを紹介する。同国では市場区分によって異なる対応がとられている（図表 35 を参照）。新興企業向け市場である *Neuveau Marche* に上場する企業は、将来 3 年間に亘る業績予想情報の法定開示を金融市場庁（AMF）から求められている。具体的には、目論見書の「企業の投資政策」項目に、（1）原則として 3 年間の企業業績に関する予測計数を「簡素に」記載すること、（2）計数は幅による表示でも可能とする、（3）貸借対照表、損益計算書、キャッシュ・フロー計算書の主要項目を記載すること、が必要となる。但し、「簡素に」という定義が明確ではないことから、全ての企業が一律に同じ情報を開示しているのではなく、開示内容は企業間で大きく異なっているとされる²⁵⁶。これに対して、比較的大きな企業が上場することが多い *Second Marché* にはこうした規制は課されていない。但し、2000 年から 2002 年に *Second Marché* に上場した全ての企業が自発的に業績予想を開示していたとの報告（Cazavan-Jeny and Jeanjean 2007）から推測すれば、この市場区分では、業績予想情報は自発的開示に委ねられていると思われる。

図表 35

このようにみると、手法に違いこそあれ、多くの国が業績予想情報の信頼性を高めるための工夫を導入している点は注目に値しよう。即ち、上記で紹介した国々では、法定開示、第三者の保証、詳細な情報開示を通じたシグナル効果等を利用しながら、業績予想情報の開示に内在する利益相反行為を抑制することも併せて考慮しているように窺われるのである。

2-2-2. ファンダメンタルズ価値に関する情報開示

3 章で紹介したように、ブックビルディング方式においては、新規公開企業自身あるいは主幹事証券会社が仮条件価格や公開価格をファンダメンタルズ価値から敢えて乖離した水準に設定している可能性があった。新規公開企業自らが乖離を望んでいる場合はともかく、主幹事証券会社が主導する形で乖離が発生している場合には、主幹事証券会社は新規公開企業と投資家の双方に対して情報優位に

みになっていた。これに対して最近の研究成果である Bilson et al(2007)によれば、同国では収益予測情報の目論見書への記載が法定化されたと報告している。

²⁵⁴ 新規公開企業は、実績値が収益予想に比べて「著しく」異なった場合には、上場規則に従ってその原因をアニュアルレポートに記載する必要がある。但し、「著しく」の定義が不明確であることもあり、ほとんどの企業はこうした対応を行っていないとされる。

²⁵⁵ Chong and Ho(2007)。

²⁵⁶ 具体的には、3 年分の主要な財務項目に限って、それを一覧表として開示する企業がある一方で、3 年以上の期間に亘る財務諸表の詳細項目について将来予測値を記載し、更に、その計算根拠まで開示している企業もある。

立つ。最初の情報格差は主幹事証券会社の利益相反行為を可能とさせ、二つ目の情報格差は投資家が情報不足のなかで投資判断を強いられる状況を生み出す。こうした事態を問題視する立場に立つならば、その解決策として、主幹事証券会社がどのようにして仮条件価格や公開価格を設定したかを公表・開示させることが考えられる。新規公開企業が、ファンダメンタルズ価値の計算根拠や、公開価格がファンダメンタルズ価値からどの程度ディスカウントされているかについての根拠を把握できれば、主幹事証券会社の価格算定能力を評価するうえで一助となる。また、仮条件価格や公開価格の水準について主幹事証券会社と交渉するうえでも有益となろう。他方、ファンダメンタルズ価値が公募前に投資家に開示されれば、投資家は、このファンダメンタルズ価値と公開価格との差を把握することができる。これは、投資家の投資判断にとって有益な情報になると考えられる。

しかし現実には、ブックビルディング方式を採用する国々のなかで、主幹事証券会社の価格算定根拠やファンダメンタルズ価値を開示しているのは、イタリアと嘗てのベルギーに限定されている²⁵⁷。つまり、多くの国では、主幹事証券会社の価格算定根拠もファンダメンタルズ価値も「ブラックボックス」とされており、仮に、主幹事証券会社が意図的に公開価格をファンダメンタルズ価値に比べて低く設定していたとしても、それを客観的に証明することは（当局による検査等に依らない限り）難しい。

なお、上記2カ国における情報開示は具体的には次の通りである。まず、嘗てのベルギーでは、規制当局（The Banking, Finance and Insurance Commission）によって、主幹事証券会社が算出した新規公開企業に関するファンダメンタルズ価値を目論見書に記載することが求められていた。目論見書は応募手続きが開始する前に発行（公表）するので、投資家はこれらファンダメンタルズ価値に関する情報を把握したうえで、応募するか否かを判断できていたことになる²⁵⁸。他方、イタリアでは、法定開示ではなく、ファンダメンタルズ価値に係わる情報開示を目論見書に記載する実務慣行があるとされる。具体的には、主幹事証券会社が仮条件価格を決定する際に用いたバリュエーション指標及び類似企業名が目論見書に記載される²⁵⁹。これらの情報を公表することには二つの効果があると考えられる。第一は、投資判断を下す際に有益な情報源になるという点である。第二は、主幹事証券会社に対する市場規律を発揮させるというものである。ファンダメンタルズ価値に関する情報を開示しなくてはならない主幹事証券会社の立場にたてば、こうした状況で意図的（利己的）にアンダープライシングやオーバープライシングを引き起こすことはなかなかできないであろう。極端なアンダープライシング（オーバープライシング）を引き起こした場合には、利益相反行為や価格算定能力を疑われることになるからである。つまり、これらの情報開示は主幹事証券会社をレピュテーション・リスクに晒し、規律付けを与える効果を持つと予想される。なお、明確な因果関係が示されているわけではないが、イタリアにおけるアンダープライシングは国際的に低い水準にあると報告されている。

2－3．事業内容と価格情報の公表時期

²⁵⁷ 筆者の把握する限り、である。

²⁵⁸ 目論見書には、これらファンダメンタルズ価値に関する情報に加えて、公開価格も掲載されているはずである。また、ベルギーではプレ・ヒアリングが実施されているので、理屈上は、公開価格には、プレ・ヒアリングを通じて得られた機関投資家の需要動向等に係わる情報が反映されていることになる。つまり、投資家は、目論見書の記載情報から、企業の事業内容、ファンダメンタルズ価値、ファンダメンタルズ価値の算定根拠、機関投資家の需要動向といった投資判断に有益な情報を把握したうえで、応募するかどうかを決定できることになる。但し、EUにおけるProspectus Directive(Directive 2003/71/EC)がベルギー国内に適用されて以降は、目論見書への記載は求められなくなったと報告されており、現在は、ファンダメンタルズ価値等に関する開示が行われていないと推測される（DeLoof et al 2009）。

²⁵⁹ Cassia et al(2004)による。

新規株式公開の一連の手続きのなかで、どのような情報が、どのようなタイミングで、誰にとって利用可能になるかは、情報効率性、情報の非対称性の観点から重要である。

新規公開企業の事業内容に関する情報や発行株式の価格情報は投資家の投資判断に不可欠である。一般的に言えば、事業内容に係わる情報は公募に係わる法定開示書類が最初に公表された時点で明らかになり、この時点から、投資家は当該情報を収集・評価することができるようになる。これに対して、2章4節でみた通り、ブックビルディング方式においては、発行株式に関する価格には複数の価格（一仮条件価格、公開価格、市場価格（初値）²⁶⁰）があり、これらの価格情報が開示されるタイミングは異なっている。国による違いはあるものの、一般的には、これらの価格情報は、その価格が決定され次第、法定開示書類等が訂正され、順次一般公開されていく。投資家が最終的に投資判断を下す際に、新規公開企業の事業内容に係わる情報だけでなく、公開価格も併せて利用しているとすれば、投資家が投資判断を下せるタイミングは、（1）発行市場の投資家の場合であれば、公開価格の公表日から応募までの間、（2）上場初日に流通市場で取引をする投資家であれば、公開価格の公表日から上場日までの期間となる。従って、ここで注目すべきは、投資家がこれら情報を入手し投資の意思決定を行うまでに、どの程度の時間的余裕があるかという点である。

他方、上記の情報開示時点から上場時点までの期間は、主幹事証券会社や新規公開企業にとっても重要な意味を持つ。特に、公開価格（引受価格）が決定されてから上場日までの期間が長くなるほど、引受証券会社にとっての引受リスクが高まるために、公開価格がより割安な水準に設定されると考えられる。

このように考えると、一連の情報開示のタイミングとその間隔を、制度としてどのように設計するかは、公開価格の水準や、投資家の保有する情報量（理解度）にも影響を与えるものとなる。前掲図表13は各国における情報開示タイミングの大まかなスケジュールを示していた。例えば、公開価格決定時点から上場日までの所要日数を比べると、米国→ドイツ→フランス→英国、日本の順に長くなっていることが分かる。従って、大雑把に言えば、投資家が情報を収集し分析する期間もこの順番で長くなっており、また、公開価格に係る期間リスクもこの順番で高くなる傾向があるのではないかと推察される。

3. 情報開示の効果

法定開示や適時開示を含めた情報開示制度が新規公開企業にもたらす便益としては、逆選択問題の緩和やその結果としての資本コストの低下（株価上昇や流動性向上）等が期待されていた。他方、コストとしては、内部管理体制の構築や情報開示制度を遵守する際の各種コストがあった。特に、新規公開企業は財務力・収益力が弱いことが一般的であるので、このコストが経営上無視できない大きさになる可能性もある。更に、情報開示の充実度合いがアンダープライシングに影響を与えるならば、調達額の最大化を望む発行企業にとっては、情報開示を適切に行うことでアンダープライシングを最小化することが望ましいことになる²⁶¹。便益の方が大きければ、新規公開企業は積極的に情報開示制度を遵守するであろうし、逆に、コストが大きければ、企業は自発的開示を控えたり、極端な場合には上場そのものを検討しない等の対応をとることになる。但し、便益とコストのどちらが大きいかは、企業属性によって異なるため、一概に決められる問題ではなく、あくまで実証的に確認されるべき論点である。また、新規株式公開時に限らず、情報開示規制が、情報の非対称性等に伴う市場の失

²⁶⁰ このほかにも、欧州の一部の国ではグレイ市場の取引価格が、本邦では想定発行価格が存在する。

²⁶¹ 新規公開企業が情報開示を積極的に行うことをコミットし、それが信頼される場合には、投資家は高い公開価格を受け入れると考えられる（Healy and Papepu 2001, Verrecchia 2001）。

敗をどの程度解決できているのか、あるいは、そもそも市場の失敗に対して情報開示規制によって解決すべきかについてもコンセンサスがあるわけではない。図表 36 は既存研究で概ねコンセンサスの得られているとされる論点と、未だコンセンサスの得られていない論点を示している。以下では、新規株式公開に係わる情報開示制度が新規公開企業にとっての便益やコストに与えた影響等に限って、既存研究を概観する。

図表 36

3-1. 資本コストへの影響

情報開示が、企業と投資家の情報の非対称性を緩和させる等を通じて、資本コストの低下をもたらすことを示す実証結果がある²⁶²。米国市場に関する研究としては例えば、Botosan(1997)はアナリスト・カバレッジの低い企業については、自発的情報開示の情報量と資本コストの間に負の関係があることを確認している。また、Botosan and Plumlee (2002)は、アナリストの企業の情報開示体制に関する評価と資本コストの間に負の関係があることを報告している。この他にも、Healy et al (1999)は情報開示を充実させた企業では、アナリスト・カバレッジの増加、機関投資家の持ち株比率の上昇、流動性コスト（気配スプレッド）の低下等に繋がることを示している。また、Leuz and Verrecchia (2000)はドイツ市場を対象に、開示情報が少ないと認識されていた国内会計基準から国際基準（US GAAP、IAS）に移行した企業は、国際基準に移行して情報開示を充実させた結果、資本コストのうち情報の非対称性に伴う部分が低下したと報告している。また、Ashbaugh (2001)は、米国以外の企業が、資本コストを引き下げるために開示が充実している米国会計基準や国際会計基準を自発的に適用していると報告している。

2 章 3 節で指摘したように、新規公開時に企業が負担するコストのうちアンダープライシングは大きな比率を占めていると考えられる。仮にアンダープライシングが、企業と投資家間の情報の非対称性を理由に発生しているとすれば、企業は積極的な情報開示を行って、アンダープライシングを縮小することが可能となろう。Schrand and Verrecchia(2005)はこの点を検証している。同論文によれば、上場前に自発的な情報開示を頻繁に行う企業ほど、アンダープライシングが小さくなるほか、上場後の流動性が高いことを確認している。このほかにも、情報開示の充実度合いが国によって異なっていることに着目し、この開示の充実度がアンダープライシングに与える影響を国際比較した分析もある。例えば、Hopp and Dreher (2007)は、本邦を含む 29 カ国を対象に、法制度や株式市場の発展度合い等がアンダープライシングに与える影響を検証している。分析の結果、会計情報の透明性が高い国ほどアンダープライシングが低下する関係があると報告しており、情報開示の充実が発行企業にとっては便益を生み出す可能性を示している。また、Boulton et al (2010)も世界 35 カ国を対象に、質の高い収益情報を公表している国ほどアンダープライシングが小さい傾向があると指摘しており、情報開示を充実させることが発行企業にとって便益をもたらすことを示唆している²⁶³。

²⁶² 他方、情報開示を充実させても資本コストの低下に繋がらないという実証結果もある。様々な理由が指摘されているが、米国市場については、法定開示基準（US GAAP）が既に十分な情報を開示しているため、追加的な開示情報が市場で評価されないという指摘がある。

²⁶³ 両論文は投資家保護法制とアンダープライシングの関係についても検証している。Hopp and Dreher (2007)は、少数株主保護が徹底されている国ほどアンダープライシングが小さいことを確認し、その理由として、株主保護が徹底されていない場合には、投資家が負うリスクが増大するため、それを補償するために大きなアンダープライシングが必要になることを示唆している。他方、Boulton et al(2010)は、株主保護法制が確立しているほどアンダープライシングが大きくなるとの結果を報告し、その背景として、3 章で紹介した「ガバナンス仮説」があると考察している。

3-2. 開示情報のバイアス

3-2-1. 経営者の情報開示行動

経営者が、開示する情報範囲や開示のタイミングを操作している可能性は、数多くの実証結果が指摘してきた。例えば、米国市場においては、経営者予測利益が実際の利益と比較して楽観的であるか悲観的であるかは時期によって異なっており、景気の拡大（後退）局面では楽観的（悲観的）となる傾向があること、財政状態が悪化している企業では楽観的な予想利益が公表される傾向があること等が指摘されている²⁶⁴。最近の研究で注目されるのは Kothari et al(2009)である。同論文は米国企業の配当と収益予想のアナウンスを対象にした分析を行い、(1) 配当が減少した場合の株価変化は、配当が増加した場合に比べて、顕著である、(2) 収益下方修正を公表した場合の株価変化は、上方修正の場合に比べて、顕著である、(3) 情報公表日前の株価動向をみると、良い情報は公表前から市場価格に反映されているが、悪い情報は市場価格にほとんど織り込まれていない、と報告している。以上の結果を踏まえて、同論文は、経営者は良い情報を速やかに公表する一方で、悪い情報の公表を遅らせること、良い情報ほど事前にリークされている可能性が高いこと等を指摘している。更に、このような経営者行動の背景には、経営者のキャリア上の懸念等を原因とするエージェンシー問題があると指摘している。

3-2-2. 新規株式公開時の予測情報のバイアス

次に新規株式公開時に自主的に開示されている予測情報に関する研究を概観する。ここで注目される論点は、(1) どのような企業（経営者）が自発的に情報を開示しているのか、(2) 自発的に開示された情報は企業の真の価値を示しているのか、あるいは、上記エージェンシー問題のためにバイアスのある予測となっているか（予測精度が低いか）、(3) 投資家は自発的に開示された情報を信頼しているのか、また、市場価格はこれらの情報に対してどのように反応しているか、である。但し、新規公開時に予測情報を開示している国が多くないこともあり、これら注目点の全てについて十分な研究成果が蓄積されているわけではない。

自発的情報開示を行う企業属性

まず、第一の論点である、どのような企業が自発的に情報を開示しているかに関しては、自らの質の高さを示すために自発的な情報開示を行っているという研究成果が参考になろう。Mak(1996)は1983年から1986年のニュージーランド取引所へ上場した新規公開企業を対象に分析し、次の点を報告している；(1) 収益変動の大きい企業ほど、より長い期間に亘る業績予想値を開示する傾向がある、(2) 内部者の上場後の持分比率が高い企業ほど、業績予想情報は少なくなる、(3) 短期的に余り収益改善が見込めない企業ほど、長期に亘る業績予想を開示する傾向がある、(4) 業種によって業績予想期間に格差がある。これらの結果は、事業リスクの高い企業や情報の非対称性が大きい企業は、逆選択コストを緩和するために、積極的な情報開示を行っていることを示唆するものである。以上を踏まえ同論文は、規制によって業績予想の最大期間を予め設定すると、最適な情報量に比べて過小な情報しか開示できなくなる企業が、他方、規制によって業績予想の最低期間を設定すると、開示コストが最適水準よりも高くなってしまいう企業が、それぞれ発生すると主張している。更に、ニュージーランドにおいては民事上の責任が低いという特徴があるために、企業が自発的な情報開示を行い、これが、新

²⁶⁴ 例えば、Chong and Ho(2007)、太田(2007)、Leuz and Wysocki(2008)、Kothari et al(2009)、及び、これらの参考文献に当たられたい。

規公開企業と投資家の双方にとって有益となる可能性がある」と指摘している²⁶⁵。

これに対して、収益予測情報の目論見書への記載が企業の自主的判断に委ねられていた時期のオーストラリアを対象にした **Bilson et al(2007)**は異なる見解を示している。同論文は、収益予測が未達成となった場合に企業が負うリスクは、収益変動が大きい企業や将来収益の不確実性の大きい若い企業ほど大きいと考え、これら企業が収益予測情報を開示することを差し控えるという仮説²⁶⁶を立て、この仮説が実証的にも支持されたと報告している。この結果は、上記 **Mak** 論文とは逆に、事業リスクの高い企業や情報の非対称性が大きい企業ほど、予想収益を実現できなかった場合に発生するコストを回避するために、情報開示には消極的になることを示している。そのうえで同論文は、自発的な情報開示に伴う便益と費用は企業属性によって異なるものであるから、制度上、収益予測情報を強制化することは望ましくないと論じている。最後の論点は **Mak** 論文と同様の立場といえるだろう。

自発的開示情報の精度

次に、第二の論点である開示情報が企業の真の価値を表しているかに関して検討しよう。前述の **Cazavan-Jeny and Jeanjean(2007)**はフランスについて、企業が自発的に開示するか否かではなく、企業がどの程度詳細な情報を開示するかに着目した分析を行っている。また、開示の度合いが予測情報の予測精度とどのような関係があるかも検討している。第一の点に関しては、業績予想の予測期間が長いほど、企業は詳細な情報開示を行う傾向があることを確認している。一般に投資家は、予測情報の予測期間が長くなるほど情報の信頼性が低下すると考えるので、企業は長い期間に亘る予測情報を開示する場合には、詳細な情報を開示して、この問題に対処すると予想される。分析結果はこの考え方を支持するものと言えよう。他方、第二の点については、内生性を考慮したうえで、詳細な予測情報を開示することは、予測情報の精度を高める効果があると指摘している。

関連した議論は、香港市場に関する初期の研究である **Chan et al (1996)**や **Jaggi(1997)**にもみられる。即ち、これらの論文は次の点を確認している；(1) 収益予測は平均的にみれば慎重な予測となっている、(2) 収益予想と実績の乖離が、オーストラリア、カナダ、ニュージーランド等と比べると小さい、(3) 過去の収益実績の変動が大きい企業ほど、収益予想の誤差が大きい、(4) 収益予測の予測期間中に経済活動が大きく変動すると、予測誤差は拡大する。また、**Cheng and Firth(2000)**は、収益予想値の予測誤差をどのように計測するかについて、評価方法（指標）の改善を行ったうえで、香港市場について再検証を実施し、次の点を指摘している；(1) 平均的には、実現収益は収益予想値を上回っており、保守的な収益見通しが開示される傾向がある、(2) 収益誤差は、オーストラリア、英国、カナダ、ニュージーランド等に比べて小さい、(3) 収益予測値は時系列モデルの予測値よりも精度が高い、(4) 大手監査法人が会計監査人となっている場合は、予測誤差が小さい。また、同論文は既存研究を概観し、収益予想が法定あるいは規則化されているシンガポールやマレーシアの収益予想は、法定されているわけではないその他の国（英国、オーストラリア、カナダ、ニュージーランド）と比較すると、収益予測の精度が高いことを指摘している。このほか、**McConomy(1998)**は、前述のカナダにおける収益予測情報に関する制度改革の効果に着目した分析を行っている。具体的には、収益予測情報に会計監査を求めた 1989 年の制度改革の前後で、予測情報の予測精度が改善したか、あるいはまた、楽観的な予測情報を公表するという新規公開企業の行動が抑制されたかを検証している。分析の結果、会計監査を受けた収益予測情報は、制度改革前の監査人によるレビューだけを受けた収益予測情報に比べ

²⁶⁵ これに関連して、米国については、民事責任が大きいことが自発的な情報開示の障害になっているとの指摘がある（例えば、**Clarkson and Simunic 1994** を参照）。

²⁶⁶ 予測収益が未達成となった場合に企業が負うコストとして、法的制裁リスク、安定的な株主の喪失リスク、追加資金調達が困難になるリスク、既存株主や主幹事証券会社の評判が毀損するリスクを挙げている。これらのリスクは、原資産が株価、公開価格が権利行使価格であるヨーロピアンプットオプションとして認識できると主張している。

て、楽観度合いが低下したことを報告している。

自発的開示情報に対する投資家の反応

最後の論点である、自発的に開示された情報が投資家や市場からどのように評価されているかについて、Clarkson et al(1992)が興味深い考察を報告している。カナダの新規公開企業を対象とした同論文は、自発的に開示された収益情報は楽観的なバイアスを持つが、市場はこうしたバイアスを正しく見抜いていると指摘している。つまり、企業がバイアスのある情報を開示しても、市場はそのバイアスを調整したうえで、企業の真の価値に係わる情報だけを抽出している可能性を示唆している。また、シンガポールを対象とした Firth(1998)は、目論見書に記載された経営者による収益予想が投資家にとって有益な情報になっていることを指摘している。具体的には、投資家が新規公開企業の企業価値を評価し応募するかどうかを決定する際、及び、上場後に売買を行うか否かを決定する際に、目論見書に記載の過去の実績情報よりも収益予想情報が主要な判断材料になっていると報告している。

Jog and McConomy(2003)は 1983 年から 1994 年のカナダのトロント証券取引所における新規公開企業を対象に、収益予測情報とアンダープライシング及び上場後の株価パフォーマンスの関係を検証している。具体的には第一に、収益予測の開示が（特に情報劣位の投資家にとっての）情報の非対称性の緩和に繋がり、その結果、アンダープライシングが縮小しているかどうか²⁶⁷、第二に、楽観的な収益予測を開示する等、投資家の誤解を招くような開示を行った企業では、上場後の株価下落幅が相対的に大きいかを検証している。分析の結果、次の諸点を報告している；(1) 小規模企業で保守的な収益見通しを開示した企業は、アンダープライシングや上場後の株価パフォーマンスの面で、便益を享受している可能性がある、(2) 結果的に楽観的な収益見通しを公表した企業は、慎重な収益予想を公表した企業に比べて、アンダープライシングが小さくなる一方で、上場後の株価パフォーマンスが顕著に劣化する、(3) 収益予測情報を開示することによるシグナル機能は、他のシグナル機能（名声の高い引受証券会社や監査法人を採用、等）と補完関係にある、(4) 分析対象企業の大部分において、上場後の内部者の持分売却に制限が課されていたので、楽観的な収益見通しを公表した内部者は、持ち株を売却する際に、株価下落というコストを負担することになった。以上の結果を踏まえて、同論文は、小規模企業のように情報の非対称性が大きい企業は、自発的に収益情報を開示することによって、便益を得ることができると主張している。また、オーストラリアを対象とした Shi et al(2008)は、収益予測情報を開示した企業は、開示していない企業に比べて、アンダープライシングが小さい点を報告している。これは Jog and McConomy 論文とほぼ同様の結果であり、収益予測情報を開示することによって情報の非対称性が緩和されることを示唆するものといえよう。加えて同論文は、収益情報を開示しなかった企業の一部において、上場後約 3 年間経過した時点から、正の超過株価リターンが発生する傾向があることを発見し、その理由として、市場（投資家）が、情報量の少ない企業の事業内容等を理解するには一定以上の時間を要するのではないか、という推論を提示している²⁶⁸。

3－3．開示情報の信憑性を高める機能

3－3－1．第三者を通じた開示情報の信頼確保

名声の高い引受証券会社

名声の高い証券会社が主幹事証券会社になることによって、投資家に対して新規公開企業の質が一定以上であることを保証する効果が発生する可能性はある。また、投資家が新規公開企業の質にある程度の確信を抱くと、アンダープライシングが縮小することも予想される。例えば、Carter and

²⁶⁷ 3 章で紹介した勝者の呪い仮説を参照。

²⁶⁸ 投資家の学習プロセスについては Pástor and Veronesi(2005)を参照。

Manaster(1990)は、名声の高い証券会社は自らの評判が毀損することを怖れるために、公開価格に企業の質を適切に反映できるような企業の引受を行うと主張している。こうした引受証券会社の行動の結果、新規公開企業の質に関する情報の非対称性が緩和され、公開価格を高めることを報告している。

会計監査人²⁶⁹

新規株式公開時における会計監査人を通じた保証効果については、主に、アンダープライシングや株式市場の反応を通じて検証されてきたが、総じて言えば、保証効果を支持している。但し、会計監査人の機能全般について肯定的な見解で一致しているわけではないように窺える。例えば、会計監査人の適正意見が市場にとってタイムリーな情報を発信できていないと考える立場があるほか、監査法人が監査対象企業に対してコンサルティングサービスを提供することが一般化しているなかでは、監査法人の監査サービスに対する投資家の信頼が低下しているという懸念も示されている。

アナリスト

証券アナリストを通じた保証効果については、懐疑的な指摘が散見される。IT バブル期が顕著であったとされるが、新規公開企業に対して証券アナリストは買い推奨を出す傾向があると指摘されている²⁷⁰。こうしたバイアスの背景として、証券アナリストが、自らが属する証券会社の投資銀行部門の収益を考慮して行動している可能性や、証券アナリストの報酬制度が指摘されている

3-3-2. 事後的制裁を通じた開示情報の信頼確保

一般論として、新規公開時の情報開示に際して企業が負う民事責任リスクは米国において大きいとされる²⁷¹。DuCharmen et al(2004)はその米国について、1988年から1997年の新規公開企業 5,098 社のうち 226 社が情報開示に関して訴訟を起こされていると報告し、新規上場時の利益操作が広範化していることを示している²⁷²。他方、Spindler(2009)は、目論見書の情報開示の度合いを目論見書の文字数で計測したうえで、情報開示の度合いが高いほどアンダープライシングが小さいこと、また、訴訟リスクが高い企業では情報開示を抑える結果として、相対的に大きなアンダープライシングが発生していることを報告している。これに対して Miller(2009)は、訴訟リスクがあるために企業が自発的な情報開示を積極化させる効果も存在することを指摘している。このように米国の既存研究には、訴訟リスクという事後的制裁のメカニズムが企業に対して情報開示を積極化させるという指摘と消極化させるという指摘の両者があるほか、開示された情報が利益操作されている可能性も指摘されており、法的制裁が開示情報の信憑性向上や開示内容の充実に繋がっているかについては定まった結論があるわけではない。企業や経営者への法的制裁（損害賠償リスク）が利益調整や経営者の機会主義的行動を抑止し得るのか、また、抑止するにはどの程度の法的制裁が必要とされるのかについては、今後、米国以外の実証分析が蓄積されるなかで、議論が進展していくものと思われる。

²⁶⁹ Beatty(1989), Menon and Williams (1991), Michaely and Shaw(1995)等。

²⁷⁰ 本稿では詳細に触れないが、証券アナリストの行動やアナリスト・レポートの記載内容に利益相反問題が内在しているとの指摘は数多くある。例えば、James and Karceski(2006)は、主幹事証券会社に属する証券アナリストが新規公開銘柄の上場後の市場価格が公開価格を下回る局面において、過度に強気な評価をする傾向があると指摘している。

²⁷¹ Mak(1996), Jog and MaConomy(2003)等を参照。

²⁷² 米国では投資家を誤解させるような裁量的な会計操作は訴訟の対象となる。1934 年法 10b-5 条は誤解を招く情報を公表すること、あるいは、重要事実を公表しないことを禁止している。投資家が同条に基づいて訴訟を起こすには、投資家自らが、公表情報の虚偽性等について説明責任を負う。他方、1933 年法 11 条は公募増資に関する情報開示を規定している。投資家が同条に基づいて訴訟を起こす場合には、説明責任は企業にあるとされており、このため、情報開示に係わる訴訟は同条に基づいて提起されることが多い。

3-3-3. ロックアップ契約を通じた開示情報の信頼確保

ロックアップ契約の機能として、企業経営者が自らモラルハザード問題を緩和するというコミットメント機能や、質の高い企業が自らの質の高さを市場に伝達するシグナル機能があることを指摘した。新規株式公開に際しては、私的情報を持つ既存株主が過度に楽観的な収益見通しを公表し、公開価格を引き上げるインセンティブを持っており、これが逆選択問題を引き起こす可能性があった。そして、この問題を緩和する一つの方法として、ロックアップ契約をシグナルとして利用することが考えられることも指摘した。

では、実際にロックアップ契約を利用した企業はバイアスのない予測情報を開示しているのだろうか、また、ロックアップ契約は投資家の開示情報に対する信頼感を高めているのだろうか。これらの論点を直接的に検証したものとして Chong and Ho(2007)がある。同論文は1990年から2000年にシンガポール証券取引所のメインボードに上場した195社を対象に、ロックアップ契約が収益予測情報の信頼性を高めているかを検証した。分析の結果、次の点を確認している；(1) 対象企業の58%が自発的に収益予想を公表していたが、これら自発の開示企業のほとんどが相対的に長いロックアップ期間（収益実績の開示時期の後に契約満了となる）を設定してしている、(2) 自発的情報開示企業のなかでは、ロックアップ期間が長いほど、収益予測値が保守的であった、(3) 情報の非対称性が低いと考えられる企業（時価総額が大きい、規制対象業種、等）は自発的な情報開示を行わない傾向があり、他方、情報の非対称性が大きい企業（名声のある監査法人・引受証券会社を利用していない企業、等）は自発的情報開示を実施する傾向がある。以上の結果は、ロックアップ契約が自発的に開示した業績予想情報の信頼性を高めるうえで一定の役割を果たしていることを示唆するものである。

3-4. 上場・上場廃止の意思決定への影響

情報開示の便益とコストが、企業の上場市場の選択や上場廃止の意思決定に如何なる影響を与えているかについて、幾つかの実証分析結果を概観する。Angel et al (2004)は、NASDAQ 上場廃止企業が上場廃止後の売買市場として OTCBB と Pink Sheets LLC の運営する Pink Sheets 市場（以下、ピンクシート）²⁷³のいずれかを選択する際に、情報開示に係る内部体制が整っている企業は法定開示が求められる OTCBB を敢えて選択し、そうでない企業は法定開示義務のないピンクシートに移行する傾向があることを確認している。これらの観察結果は、情報開示に伴う便益とコストが企業の上場先市場の選択に影響を与えるほど重要な要因となっていることを示唆している²⁷⁴。また、OTCBB に移行した企業について言えば、情報開示を継続する場合のコストよりも、情報開示がもたらす便益が大きいと判断したと考えられ、企業の属性によっては、厳しい情報開示が企業に対して便益をもたらす可能性があるになる。

Bushee and Luez (2005)は、OTCBB 銘柄に対して法定開示が課せられた後の OTCBB 登録企業について、市場価格の反応を検証している（規制の詳細は図表 37 参照²⁷⁵）。具体的には、規制強化前から法定開示に服してきた企業、規制導入により法定開示を遵守することになった企業、そして、法定開示を回避するためにピンクシートに移行あるいは非公開化を選択した企業に分けて、それぞれのグルー

²⁷³ 2008年4月に Pink Sheets LLC から Pink OTC Markets に社名変更。以下では、ピンクシートと呼称。

²⁷⁴ 企業の海外（重複）上場の意思決定を対象とした研究では、情報開示の緩い国の企業は厳格な情報開示を求める国に上場するとの指摘（Stultz 1999, Ashbough 2001）がある一方で、厳格な情報開示が海外企業の上場を抑制しているとの指摘（Biddle and Saudagaran 1989, Saudagaran and Biddle 1992）もある。

²⁷⁵ ラトナー&ハーゼン（2002）、大崎(1998, 2003)も併せて参照。

プ毎に、規制導入前後及び上場先変更前後の流動性や株価の変化を検証している。分析の結果、開示規制の強化が企業の上場先市場の選択行動等に以下の影響を与えたことを確認している。第一は、従前から法定開示を行ってきた企業の株価は規制導入により正の超過リターンを示しており、規制変更が当該企業に対して正の外部性をもたらした可能性がある。具体的には、他の企業へも法定開示が課されることになった結果、それら企業の流動性向上に伴うスピルオーバー効果、あるいは、OTCBB 市場の名声（信頼）が高まったことに伴う名声効果が発生したと考えられる。第二は、新たに法定開示を遵守することを選択した企業では、株価の下落（負の超過リターン）と流動性の向上が観察された。第三は、法定開示を回避するためにピンクシートへ移行した企業の株価は、株価の下落と流動性の低下に直面した。なお、ピンクシートへ移行した企業と非公開化を選択した企業は約 2,600 社に及び、これらの企業の多くは資金調達ニーズの低い小規模企業であったと報告している。以上の企業行動は、開示規制強化が企業へ与える便益とコストの相対的な大小関係は、企業属性や外部経済性から影響を受けることを示している。特に、正の外部性を享受する企業が確認されたことは、規制強化前の時期には、これら企業が負の外部性を負担していたことを示唆するものである。また、規制強化の負担増よりもピンクシートでの取引の方が望ましいと判断した企業が多数生じたということは、規制導入のコストが大きかったことを示すだけでなく、ピンクシートが流動性の提供や価格発見等において相応の機能を発揮していることを示唆するものでもある。

また、情報開示制度自体に関する議論ではないが、証券アナリストの情報生産に注目した議論もある。例えば、Mehran and Peristiani (2009)は企業の上場廃止に影響する要因として、流動性や機関投資家による株式持分に加えて、証券アナリスによる情報生産も一因であることを示した。企業は自社をカバーする証券アナリスト数が低下すると上場廃止を決定する傾向があることを実証している。

図表 37

3-5. サーベンス・オックスレイ法の影響

更に、情報開示の強化という観点からは、米国サーベンス・オックスレイ法（以下、SOX 法）の影響が注目されるが、導入から数年経過したこともあり、SOX 法導入に伴う便益とコストに関する実証研究も蓄積されつつある。SOX 法は、企業やその株主に対して情報開示の透明性とコーポレート・ガバナンスの向上という便益を与え得る一方で、規制遵守というコストを課すものであり、便益とコストのどちらが大きいか注目点とされてきた²⁷⁶。特に、規制遵守コストは、企業規模にかかわらず一定額の負担となることが予想されており、このため、小規模企業に対して大きな悪影響を与えることが懸念されていた。

SOX 法が結果的に「過剰規制」になったとする研究としては、例えばボールトン他（2007）がある。同論文は、SOX 法導入に伴い企業の監査費用が約 4 割増加したこと、及び、この費用負担が企業の非上場化の一因となった可能性に言及している²⁷⁷。また、Zhang(2007)は、SOX 法導入に対する市場の反応に着目し、導入に向けた議論が進むなかで、上場企業の市場価値が最大で 1.4 兆ドル減少した局面が観察される等、SOX 法は社会的に損失をもたらすものであったと主張している²⁷⁸。また、Engel et al

²⁷⁶ SOX 法が米国資本市場の競争力に与える影響については、Committee on Capital Market Regulation(2006)や、ブルンバーク・NY 市長・シューマー上院議員による”Sustaining New York’s and the US’ Global Financial Services Leadership”を参照。コーポレート・ガバナンスの観点から SOX 法を議論したものとしては、Holmstrom and Kaplan (2003)が参考になる。

²⁷⁷ 但し同論文の主張については、同論文へのコメント論文であるエドワーズ（2007）も指摘するように、観察結果と主張の間に矛盾点があり、SOX 法の法令順守コストが非公開化に繋がったかは疑わしい。

²⁷⁸ 同論文は SOX 法の主要規制内容別に企業（株主）にどの程度のネット便益をもたらしたかについても検証している。その結果、例えば、SOX 法 404 条による内部統制報告制度が企業（株主）に対してコストをもたらすも

(2007)は、SOX 法が企業の非公開化の意思決定に影響を与えた点を確認している。分析の結果、SOX 法導入が企業の非公開化を促進した可能性があるが、非公開化を実施した企業数自体は多くないこと、SOX 法の遵守コストは小規模企業あるいは市場流動性の低い企業を中心に負担となった可能性が高いこと等を確認している。また、Zingales (2007)は、グローバル IPO 市場における米国資本市場の市場シェアが 2000 年代に急低下している点を指摘し、その原因として、欧米取引所間の市場間競争が激化したことのほかに、SOX 法に伴うコンプライアンスコストの上昇を挙げている。

これに対して、Zhang (2007)と Engel et al (2007)の研究は SOX 法のコストを過大に評価していると主張する立場もある。Leuz (2007)は、Zhang (2007)と Engel et al (2007)の分析手法の問題点 ー例えば、SOX 法の導入時期には、米軍イラク侵攻や上場基準の変更等、米国株式市場に影響を与えたイベントが複数発生していたので、SOX 法導入前後の株価の変化は必ずしも SOX 法による影響とは断定できないこと、また、SOX 法の導入後に非上場化企業 (go private) は増加しておらず、非登録化企業 (go dark) が増加したに過ぎないこと²⁷⁹等ー を指摘したうえで、SOX 法が企業や株主にもたらしたコストが便益 (上場企業への監視向上) を上回っていたとは断定できないと主張している。Doidge et al (2009)は米国及び英国への海外企業による重複上場を対象に、重複上場件数の変動や重複上場によって企業が享受する便益を分析している。分析の結果、海外企業による米国取引所への重複上場件数が 2000 年代以降に減少した理由は、上場企業の属性の変化であり、SOX 法とは関係なく、SOX 法が米国資本市場の競争力の低下に繋がったとの見解に対して否定的な立場を示している。更に、米国市場に上場する海外企業は、母国市場にだけ上場している企業に比べて、株式市場で高く評価 (クロスリスティング・プレミアム) されており、このプレミアムは SOX 法導入前後で変化していないこと、また、英国市場に上場する海外企業にはこのプレミアムは発生していないことを確認し、企業が米国資本市場に上場すると、コーポレート・ガバナンス等の面で独特のメリットを享受できると主張している。

更に、Hansen et al (2009)も SOX 法が小規模企業にコストを負担させたとの見解に対して否定的な分析結果を示している。同論文によれば、上場廃止の発生頻度は SOX 法の導入が議論されていた時期と導入後の時期に高水準になってはいるが、定量分析の結果から、SOX 法が上場廃止を引き起こしたのではなく、株価動向等の市場環境や企業の財務パフォーマンスが上場廃止の主因であると報告している。また、SOX 法 404 条の施行は、パフォーマンスの悪い中規模企業の上場廃止に影響を与えたことは確認できるが、小規模企業全般への影響は確認できないとしている。Hansen et al (2009)の指摘のように、SOX 法が企業の財務パフォーマンスと無関係に小規模企業に対して一律に悪影響を与えているわけではないとするならば、SOX 法への否定的な見解や、小規模企業へ極力配慮をしてきたこれまでの制度運用の在り方が、今後幾らか修正される可能性があるかもしれない。

Chemmanur and Fulghieri (2008)は、既往実証分析ではコンセンサスが得られていないことを踏まえたうえで、理論的な考察によれば、SOX 法は短期的には米国市場における上場会社数の減少をもたらすが、中長期的には、米国市場に上場する企業の平均的な質の改善につながり、企業にとっての米国市場に上場することの価値は上昇するだろうと述べている。この指摘は、上場基準や情報開示の厳格化等を通じて市場の質を高めることが、上場企業の質に繋がり、それがまた、市場の評判を高め得ることを示唆している。

のであったこと、及び、そのコストはコーポレート・ガバナンスが弱い企業において顕著であること等を指摘し、規制導入の目的が実現していないと主張している。

²⁷⁹ (普通)株式の SEC 登録を解消するには、記録上の株主数が 300 人未満となるか、あるいは、直近 3 年間に亘り株主数が 500 人未満かつ資産規模が 1000 万ドル未満となることが求められる (SEC Rule 12g5-1 参照)。なお、既存研究では一般的に、登録解消銘柄のうち OTC 市場で取引が継続されている銘柄を Go dark 銘柄、取引が停止された (非公開化) 銘柄を Go private 銘柄と呼称する。なお、Go private 銘柄の場合には、SEC に Schedule 13E3 を提出し登録を解消する場合が多い。なお、NYSE, AMEX, NASDAQ, OTCBB 銘柄は、SEC への財務報告義務が課せられているから、SEC 登録を解消すると上場廃止になる。上場廃止となった銘柄はピンクシートか他の OTC 市場であれば取引が可能である。詳しくは、Leuz et al (2008) 参照。

4. 制度設計上の留意点

これまで議論してきたように、情報開示制度が果たす経済的機能に関しては、既に多くの理論モデルが提案され、また、欧米諸国を中心に数多くの実証分析が蓄積されている。しかしながら、その一方で、情報開示の機能が最大限発揮されるような制度設計の在り方については未だに結論が得られていない。更に、法定開示と自発的開示の望ましい役割分担とはどのようなものか、また、自発的な情報開示が投資家からの信頼を得るためにはどのような仕組みが望ましいか等、新規株式公開の制度設計を考えるうえで不可欠の論点についても、未だ定まった考え方は提示されていないように窺われる²⁸⁰。こうした限界はあるものの、新規株式公開に係わる情報開示制度を設計するうえで留意すべき論点を、本節で見てきた既存研究を基に整理しておこう。

4-1. 情報開示を促す適正なインセンティブ付け

企業や経営者は自らの質を投資家に伝えるために、敢えてコストを負担して自発的に情報を開示しようとするインセンティブを持つという考え方があった。その一方で、新規株式公開に際しては、既存株主や経営者が創業者利得を最大化するために機会主義的に情報を開示する懸念もあった。更に、こうした機会主義的な行動を抑制する仕組みとして、法定開示、第三者による保証機能、事後的な制裁、シグナルの利用があることを確認した。

では、企業や経営者の機会主義的な行動を抑止しつつ、企業が適正な情報開示を自発的に行わせるにはどのようにすればよいのであろうか、また、自発的開示と法定開示の役割分担はどのように設計されるべきであろう。前記の通り、これらの論点に対する定まった考え方や実務慣行は今のところないように窺われるが、次のような基本的な視座を提供することはできるのではないだろうか。即ち、機会主義的な開示行動や利益調整行動が現に広範に見られるという既存研究の報告を前提とすれば、法的制裁によって、これらの機会主義的な行動を完全に無くすことは現実的ではなく、むしろ副作用が大きくなる可能性がある。つまり、余りに法的制裁を強化した場合には、機会主義的な行動を取る意思のない企業や経営者に対しても、自発的な情報開示を差し控えるインセンティブを与えることになり、結果として、全ての企業が情報開示に消極的となる惧れがある。これは、深刻な情報の非対称性を引き起こすであろう。このように考えると、制度設計に際しては、機会主義的な行動が発生したとしても、市場（投資家）がそれをある程度の精度で見極めることができる状態を確保することが肝要となろう。そのためには、新規株式公開時に特有の情報の非対称性を踏まえたうえで、例えば後述する情報については制度開示の対象に含め、また、同時に、自発的な情報開示も促していく必要がある。自発的な情報開示を促すには、制度面で、開示できる情報の範囲に上限を加えること等は避けるべきであり、企業（経営者）が自らの判断で自らの質についてのシグナルを発信できるようにすることが重要と思われる。

また、既存研究において、監査法人や主幹事証券会社が開示情報を精査することによって開示情報に対する投資家の信頼感が向上する可能性が指摘されていた。この点を踏まえると、企業自らが発信するシグナルに加えて、監査法人やアナリストによる保証機能を一層向上させる視点も有益だろう。このほか、業績予想情報の開示をロックアップ契約と組み合わせることによって、情報の非対称性が緩和する可能性がある点も踏まえると、企業が自らの判断でロックアップ契約期間を決定できることが望ましい。

²⁸⁰ 前掲図表 36 や、Healy and Paleou (2001), Kothari (2001)等を参照。

4－2．新規株式公開時の情報開示の範囲

前章までで詳しく見た通り、新規株式公開時には様々な情報の非対称性が存在するが、とりわけ、一般投資家が、新規公開企業の質に関する情報に関して情報劣位の立場に置かれる点が特に重要である。新規公開企業の真の価値を一般投資家も含めて幅広い市場参加者が評価できるようにするために、業績予想値やファンダメンタルズ価値に関する情報開示を促す仕組みが必要となるのではないか。また、資金使途に関する情報は、現在、多くの国で目論見書に記載されているとみられるが、その事後的な検証は必ずしも制度化されていないように窺える。新規公開企業への投資判断を行う投資家の立場に立てば、調達資金の資金使途は当該企業の将来像を推測する際に重要な情報であることは明らかである。従って、既存株主や経営者の機会主義的な判断の結果、事前に開示された資金使途と実際の資金使途が異なる事態が発生しないような仕組みやそれを事後的に検証できる工夫は、投資家の新規公開企業への信頼を確保するうえで有効と思われる。

4－3．業績予想情報開示の留意点

業績予想情報の開示体制の在り方について少し詳細に検討する。前述の通り、業績予想値の開示に関する取り扱いは国によって異なっていた。この背景には、業績予想値を開示することに伴う便益と費用をそれぞれどのように見積もるか、あるいは、誰にとつてのネット便益を重視するかについて、国毎に考え方が異なるためであろう。業績予想情報を開示することの便益と費用について、例えば Miller(2009)は次のような整理を行っている。まず便益としては、(1) 投資家や証券アナリストと企業内部者間の情報の非対称性を緩和し得ること、(2) 市場価格に将来業績に関する情報が織り込まれるようになること、(3) 株価リターンの変動を抑制することができること²⁸¹、等がある。他方、費用としては、業績予想値の開示を認めることによって利益操作の余地が拡大することを挙げている。

新規公開企業の場合には、過去の業績実績が短いことが多く、業績予想情報が開示されることによって、情報の非対称性が緩和される効果は大きい可能性がある。無論、その反面では、過去の実績が限られていることや創業者利得を獲得する機会があること等から、新規公開企業の場合には、業績予想値に対する投資家からの信頼を得ることも難しい。更に、新規株式公開に際しては、情報の非対称性を緩和する他の手段－主幹事証券会社や監査法人の名声効果、ロックアップ契約、等－が機能しているか否かによっても、業績予想情報開示の効果は異なってくるであろう。このように考えると、検討されるべきは、業績予想情報のネット便益を極力大きくするような方策は何かという論点となる。前記の Miller(2009)は、業績予想制度の改善策に関して、以下の諸点を指摘しており、業績予想情報のネット便益を最大化させる方策を考えるうえで、大いに参考になるのではないと思われる；(1) 企業が文書による開示原則を明記し公表する、(2) 複数期間に亘る業績予想値を公表する、(3) 十分な根拠を開示する、(4) 事後的な説明（予測と実績の乖離に関する説明）を制度上求める。

4－4．情報開示に伴う費用

情報開示は様々なコストを企業（既存株主）に負担させるものである。とりわけ、米 SOX 法の導入時の議論に見られた通り、小規模企業にとって情報開示体制の社内体制整備等に要するコストが経営上の負担になることを懸念する向きがある。但し、既存分析が示す通り、コストだけでなく、情報開

²⁸¹ 例えば、収益公表時に観察される株価変動や、競合他社の情報発表がもたらす株価変動が低下すること等が指摘されている。

示が充実することに伴い情報の非対称性が緩和するという便益も合わせて評価した場合には、小規模企業の中でもネット便益を享受する可能性がある点には注意が必要である。つまり、追加的な情報開示を求めた場合に企業にとって便益とコストのどちらが上回るかは、企業規模だけではなく、投資家との間の情報の非対称性の度合い等によっても影響を受けるのであり、一律に判断することは難しい。従って、追加的な情報開示を検討する際には、当該情報開示を全ての企業に適用しないと外部不経済性が発生すると考えられる場合には、一律に適用し、それ以外の開示情報については、企業自らが選択できるようにするという視点があってもよかろう。

尤も、投資家が非合理的な行動様式に従っている場合には、追加的な情報開示が投資家の情報に基づく投資行動や投資家保護の確保に繋がらない可能性がある点には留意が必要であろう。例えば、3章で紹介したように、新規株式公開に関しては、投資家センチメントが影響しているとの指摘があった。また、行動ファイナンスの学問領域では、投資家は十分な情報が開示されても非合理的な投資行動をとる場合があるとも指摘されている。更に、投資家がそもそも開示情報を利用していない可能性すらある²⁸²。こうした投資家行動を前提とするならば、情報開示範囲を広げると、情報開示に伴う費用だけが発生し、何らの便益も生じない可能性がある点には十分留意する必要があるだろう²⁸³。

4－5．情報開示間隔

投資家が十分な情報に基づいて意思決定を行えるようにするには、新規公開企業に関する各種の情報が公表されてから、投資家が投資判断を下すまでの期間が十分に長い必要がある。具体的に言えば、投資家が情報に基づく投資行動をとれるためには、事業内容や公開価格に関する情報が公表されてから上場日までの期間が十分に長いこと必要となる。その一方、公開価格の決定から上場までの所要日数は、引受証券会社の立場に立てば、引受リスクが蓄積していく期間となる。従って、一般に、当該所要日数が長くなると、アンダープライシングが大きくなる可能性が高まるといえるだろう²⁸⁴。制度設計に際しては、この両者のバランスを上手くすることも必要となろう。

第4節．需給調整制度

本節では、新規株式公開時の需給に影響を与えられとされる幾つかの制度や実務慣行に注目する。具体的には、オーバーアロットメント・オプション（以下 OAO）、グリーンシュール・オプション（GSO）、シンジケートカバー取引（3つを総称して「需給調整制度」と呼称）、及び、前節で紹介したロックアップ契約（需給調整制度と合わせて「需給調整制度等」と呼称）について、それぞれに期待されている機能とその効果に関する実証分析を概観する。

1．需給調整制度の機能

1－1．需給調整制度の仕組み

²⁸² これらの論点は特に、個人投資家のミューチュアル・ファンド投資を対象に研究が進められている。詳細は岩井(2009)及びその参考文献を参照。

²⁸³ Ripken(2007)は、これら行動ファイナンス論の議論を踏まえたうえで、情報開示制度の限界やその対処策について議論している。

²⁸⁴ Chowdhry and Sherman(1996)。

1-1-1. オーバーアロットメント・オプション (OAO)

OAO とは、主幹事証券会社が既存株主等から株式を借り受け、当初の売出し予定株式数を超過して、募集・売出しと同一条件で追加的に投資家に販売することを指す。OAO の存在理由は需要動向に応じた資金調達を可能にすることにあるとされる。特に、主幹事証券会社にとって引受リスクの高い新規公開企業や、事業リスクが高い等のために情報の非対称性の高いと看做される企業にとっては、OAO を利用することで、資金調達額を増加させる機会を得られると期待する向きもある。

但し、OAO は無制限に実施できるわけではなく、通常は、公募・売出し株式数の一定割合が上限とされ、本邦や米国では、この上限は通常 15% に設定されている。また、OAO は多くの国で取り入れられている模様であるが、その導入状況には幾らかの格差がある。例えば、米国ではほとんどの新規株式公開案件で利用されているとされるが、我が国では 2006 年時点で約 40% の新規公開企業が利用するに止まっている。また、米国では、主幹事証券会社は OAO を超えるショートポジション（ネイキッド・ショートポジション）を取ることができる。このように関連する諸制度も含めて考えると、OAO の有する機能は各国で相違している可能性がある点には留意が必要となろう。

1-1-2. グリーンシュール・オプション (GSO) とシンジケートカバー取引

GSO もシンジケートカバー取引も、主幹事証券会社が OAO により借り受けた株式を調達するために利用されるものである。即ち、両者はショートポジションの解消手段として機能しているのであり、この意味で、OAO の機能を側面支援しているといえる。

具体的な仕組みはそれぞれ次の通りである。GSO は、主幹事証券会社が発行会社や株式を借り受けた株主等から引受価額と同一条件で追加的に株式を取得する権利を指す。他方、シンジケートカバー取引とは、主幹事証券会社の自己売買ポジションによる流通市場での買い付けを指す。主幹事証券会社は、上場後の市場価格の水準に応じて、GSO とシンジケートカバー取引を使い分けることになる。即ち、上場後の市場価格が GSO の行使価格よりも上回っている状況であれば、主幹事証券会社は GSO を行使する。他方、市場価格が GSO の行使価格よりも低水準である場合には、主幹事証券会社は GSO を行使せず、自己勘定で市場から必要な株式を買い付け、当該買付株式をもって株式を借り受けた株主に返還する。なお、このシンジケートカバー取引は、市場価格の下落局面で発生するため、株価を安定化させる効果があると考えられている²⁸⁵。

1-2. 機能

上記でみた通り、需給調整制度には主に 2 つの機能 — 機動的な資金調達、上場後の株価安定化（株価下落阻止）— があるとされる。以下では、簡単な図解を用いて、この機能とその留意点を確認する。

新規株式公開における特徴の一つとして、上場前の時点において新規公開株式への需要量が観察できない点があった。前章までで述べたように²⁸⁶、この需要に関する不確実性が存在するために、引受証券会社による仲介やブックビルディング方式を通じた情報生産が必要とされたのであるが、需給調整制度が必要とされる理由も、基本的にはこの需要の不確実性に求めることができる。

例えば、新規公開企業や主幹事証券会社が需要の不確実性に直面しているなかで（公開）価格を設

²⁸⁵ 国内でのシンジケートカバー取引は、応募期間の終了日の翌日から起算して 30 日間までとされることが多いようである。従って、この価格安定化効果も、基本的には、この期間に限って発生すると考えられる。詳細は船岡(2007)等を参照。

²⁸⁶ 例えば、2 章 2 節、3 章 1 節を参照。

定する状況を考えてみる。図表 38 はこれを図解したものである。まずケース 1 に示されているように、新規公開企業や主幹事証券会社が需要について D^1D^1 と D^2D^2 の 2 つの可能性があるが、どちらが現実の需要曲線かを十分には識別できていないものとする²⁸⁷。この時、新規公開企業や主幹事証券会社は市場均衡が達成できる 2 つの局面と不均衡が発生する 2 つの局面に直面することになる。図にある通り、価格を P^1 にしても P^2 にしても、市場均衡が達成されない状況は発生し得るのである。

図表 38

P^1 、 P^2 のどちらの水準に公開価格を設定しても市場均衡が達成できない可能性があるなかで、新規公開企業や主幹事証券会社はどのように公開価格を設定し、また、どのような方策で市場均衡を達成できるであろうか。価格を一旦決めた以上、価格を動かすことはできないと想定するならば、その方法は数量調整による次の 2 通りとなる。第一は、価格を P^2 に設定し超過供給が生じた場合に、供給量を削減するものであり（ケース 1-1）、第二は、価格を保守的な水準である P^1 としておき、超過需要が発生した場合に、供給量を増加させる方法である（ケース 1-2）。OAO は後者の手法に該当するものであり、新規株式公開の実務では前者の方法は採用されていないと思われる。後者の方法のみが利用されている理由は証券関連諸法の制約等、様々であると思われるが、超過供給の場合に限って主幹事証券会社が引受リスクを負担しなくてはならない点も影響している可能性があるのではないだろうか（前掲図表 18 参照）。

但し、ここで留意が必要である。上記の説明では、需要曲線は D^1D^1 と D^2D^2 のどちらが実現するか分からないという意味で不確実性のある状況を想定したが、現実には、 D^1D^1 が実現した場合であれ、 D^2D^2 が実現した場合であれ、そもそも需要曲線の形状を正確に把握することはできない。換言すれば、超過需要が発生したことまでは認識できたとしても、どの程度の超過需要が発生しており、供給量をどれだけ増やせば市場が均衡するかは、依然として不確実のままとなるのである。こうした意味での不確実性がある状況では、超過需要への対応として OAO を利用したとしても、その結果、常に市場均衡が達成されるわけではなく、OAO を利用した後でも、超過需要あるいは超過供給が発生する場合がある。図表のケース 2 は超過需要が発生した場合を、ケース 3 は超過供給が発生した場合をそれぞれ示している。そこで次に、それぞれのケースで OAO は新規公開企業にとってどのような意味で有益なものかを確認しよう。

まず、ケース 2 の超過需要のケースである。超過需要が発生しているので、上場後の株価は上昇する可能性が高い。換言すれば、アンダープライシングが発生することになる。これは新規公開企業にとってどのような意味を持つのであろうか。3 章 1 節で述べた通り、アンダープライシングは新規公開企業（既存株主）から割当先投資家への所得移転であったが、この所得移転自体が直ぐに問題視されるべきものではない。むしろ、主幹事証券会社が OAO を使った状況においてもなお、超過需要とアンダープライシングを意図的に作り出し、それを私的利益に利用している場合に問題視すべきように思われる²⁸⁸。

他方、ケース 3 の超過供給の場合はどうであろうか。この場合には、OAO による追加供給量が市場均衡を達成するのに必要な追加供給量を超えており、超過供給が発生し、その結果、上場後の市場価格は下落することが予想される。シンジケートカバー取引はこの超過供給に伴う市場価格の下落が極端に進行することを防ぐ機能を持つと考えることができる。つまり、シンジケートカバー取引は、あくまでも OAO によって調達額を増加させる目的のなかで、需要の不確実性のために、結果的に超過供給が発生し市場価格が下落した場合に、それを修正するために存在するものであると位置付けるこ

²⁸⁷ 以下の議論は、新規公開企業や主幹事証券会社が価格を設定する時点では D^1D^1 が発生すると予想していたが、価格設定後に D^2D^2 が顕現化した状況と捉えても、同様に成立する。

²⁸⁸ アンダープライシングが引き起こす可能性のある問題としては、このほかにも、アンダープライシングが常態化した場合に、新規株式公開を検討中の企業に与えるインセンティブに関する議論はある（3 章 1 節）。

とができよう。シンジケートカバー取引を含め需給調整制度のメリットとして、しばしば価格安定化効果が指摘されるが、その効果は、このような限定的な意味でのみ発生するものと思われる。

しかも、前章までの議論を思い起こすと、シンジケートカバー取引による価格安定化が新規公開企業にとって本当に便益を与えるかは、必ずしも明確ではない。3章1節で述べた通り、Cold IPO では、上場後の株主価値が適度な Hot IPO の場合に比べて悪化していた。従って、シンジケートカバー取引がこうした株主価値の減少を阻止し得るものであると考え、このことを重視するならば、シンジケートカバー取引は上場後の株主にとって有益なものといえるかもしれない。他方、3章2節で述べた通り、上場後の市場価格が下落することは、一義的には、割当を受けた投資家と流通市場の投資家間の所得移転という性格のものであり、新規公開企業の経済的便益に直接的に影響を与えるものではないとも考えられる。この立場に拠れば、シンジケートカバー取引の存在意義を見出すことは難しい。このように、シンジケートカバー取引が新規公開企業に対してどのような意味で便益を与えるものであるかについては、拠って立つ立場によって異なることになると思われる²⁸⁹。

また、超過需要のケースでも、超過供給のケースでも、OAO を利用しなかった場合と比べると、OAO を利用することによって調達額が増加している。OAO の目的自体が需要動向に応じた資金調達を可能にすることにあつたことを踏まえると、この調達額の増加こそが OAO のメリットと考えるのが一般的かもしれない。しかし、この点についても、後述のように、幾らかの留意が必要のように思われる。

1-3. 主幹事証券会社の利益の源泉

これまでの議論から明らかな通り、需給調整制度では主幹事証券会社が中心的な役割を果たす。そこで、需給調整制度のなかで、主幹事証券会社がどのような収益機会とリスクに直面しているかを整理しておく。結論から言えば、需給調整制度は、主幹事証券会社に対して、追加的なリスクをほとんど発生させることなく、追加的な収益機会だけを与え得ることを確認する。

図表 39 は、公開価格、引受価格、市場価格の大小関係を基に、需給調整制度の流れに則して、3つの状況を描写したものである。なお、公開価格と引受価格の大小関係は常に不変であり、両者の差はグロススプレッドに該当する。この分析から次の点を指摘できる。第一に、いずれのケースが発生しても、主幹事証券会社は正の利益を得ることができる。これを支えているのは、引受価格が常に公開価格よりも低いからである、第二に、グロススプレッドが全てのケースで同一であることを勘案すると、主幹事証券会社が得る利益を小さい順に並べると、ケース 2-(2)→ケース 1、ケース 2-(1)→ケース 3 となる。ここで注目すべきは、ケース 3 とケース 2-(2)である。ケース 3 は、上場後の市場価格が公開価格や引受価格を下回り、新規公開企業にとっては価格安定化を最も望む局面であるといえる²⁹⁰。しかし、この局面は主幹事証券会社にとって最も利益が発生する局面でもある。従って、主幹事証券会社が自らの利益だけを考えるならば、ケース 3 のような状況が発生することを望むだけでなく、価格下落が進むことを望む可能性すら生じることになる。次にケース 2-(2)について考察しよう。市場価格が公開価格を下回っているため、新規公開企業は価格安定化を望むであろう。仮に、主幹事証券会社がこの局面においてショートカバーすることを考えた場合に、GSO とシンジケートカバー取引のい

²⁸⁹ 辰巳(2006c)は、OAO の価格安定化効果について、「引受証券会社は OAO を使えば、需要が超過している銘柄の供給を増やして株価を安定できる (p235)」と述べている。この考え方は、OAO の価格安定化効果を上場後の価格急騰を防ぐ点に求めているように窺われる。このように、OAO の価格安定化効果は、超過需要を抑制（価格上昇を緩和）することにあるのか、超過供給を抑制（価格下落を緩和）することにあるのか、論者によって色々な立場があるように思われる。

²⁹⁰ 前述の通り、価格安定化が誰にとってどのような意味で便益を持つのかは必ずしも明らかではないというのが本稿の立場である。しかし、以下暫くは、「新規公開企業」が価格安定化を望んでいると仮定して、議論を進める。

ずれを選択するであろうか。新規公開企業は、市場の需給調整が可能なシンジケートカバー取引を望むであろうが、主幹事証券会社は利益の大きい GSO を選択するインセンティブを持つ。

このように考えると、主幹事証券会社があくまで自らの利益だけを追求するように行動するならば、ケース 2 の状況に至っても価格安定化のために行動することをせず、ケース 3 が実現することを待つ可能性がある。また、新規公開企業が、ケース 2 の状況において、主幹事証券会社がシンジケートカバー取引を実施することを望んだとしても、主幹事証券会社はシンジケートカバー取引よりも GSO を選好する可能性もある。このように需給調整制度においても、プリンシパルである新規公開企業とエージェントである主幹事証券会社の利害が一致しない状況が十分に発生し得るといえるだろう²⁹¹。

図表 39

2. 内部者の売却制限の機能

2-1. 内部者の売却制限の仕組み

2-1-1. ロックアップ契約²⁹²

ロックアップ契約とは、主幹事証券会社と企業内部者間で取り交わされる契約であり、株式公開後の一定期間、企業内部者が保有する株式の売出しを制限することに当事者間で合意することを指す。この契約の結果、企業内部者は公開時の売出しを除き、ロックアップ契約の満了時点までは、主幹事証券会社の承認を得ない限り、保有株式を売出すことができないことになる。ロックアップ契約は一部の国を除き、契約当事者間のみで締結される私的契約であり、その内容は案件毎に異なるものと考えられる。また、国によって、一般的な実務慣行に違いがある。例えば、米国や英国ではロックアップ期間は柔軟に設定されているが、本邦では 180 日間で一定であること等が確認されている²⁹³。

2-1-2. 内部者の売却を制限する諸規則

前述の通り、ロックアップ契約は基本的には、企業内部者の自由意思で利用するか否かが決定されるものであるが、幾つかの国では、内部者の持ち株売却を制限する規制が利用されている。代表的な

²⁹¹ 同様の議論は翟(2006b)にも見られる。同論文は「アンダーライターは、スプレッドやアンダープライシングで大きな利益を稼いだ後に、オーバーアロットメント契約により、コストとリスクを一切被らない形でさらにグリーンシュール・オプション権利の行使によるスプレッドか、シンジケートカバー取引による空売りの利益のいずれかという滞れ手に栗の形で“小銭”を稼ぐことができる」と述べている。なお、OAO や GSO の上限数量の存在や取引所への取引内容の報告義務を考えると、上記のような主幹事証券会社による利益相反行為は発生しないとの反論もあり得ようが、この点については、上記翟(2006b)の脚注 25 を参照。

²⁹² Brav and Gompers(2003), Field and Hanka(2001), Espenlaub et al(2001), Courteau(1995), Kutsuna et al(2009), 船岡(2007), 鈴木(2005)等を参照。

²⁹³ 船岡(2007)によれば、本邦では、ロックアップ期間の起点となる日は、元引受契約締結日や売買開始日等、主幹事証券会社によって異なる定義が利用されている模様である。他方、米国のロックアップ期間については、180 日間が一般的であるが、90 日間～1,000 日超までバラツキがあり (Brav and Gompers 2003)、また、英国では平均 561 日間、最大日数は 1,000 日を超える (Espenlaub et al 2001) と報告されており、本邦とは異なる状況にある。また、ロックアップ契約を利用する企業数にも違いがある。本邦では、新規公開企業のうちロックアップ契約を利用した企業の比率は、2000 年に 8.7%であったものが、2006 年には 43%にまで上昇しているものの、欧米諸国に比べると依然として低水準であることが知られている (船岡 2007、等)。米国では全ての新規公開企業がロックアップ契約を利用している模様であり、また、上場後の発行済株式総数に占めるロックアップ契約の対象株式数の割合は 63% (1988 年 1997 年) に上ると言われている (Field and Hanka 2001)。また、英国では、1992 年から 1998 年の新規公開企業のうち約 79%の企業がロックアップ契約を利用している (Espenlaub et al 2001)。

制度として、米国の Rule 144 や本邦の公開前規制がある²⁹⁴。これらの規制は、上場直後の市場の需給調整を目的とするものではないが、経済的にはロックアップ契約と似た機能を発揮していると考えられる。

このほか、取引所の上場規則によって、企業内部者の持ち株売却を制限する仕組みを採用する国もある。例えば、シンガポールの新興市場であるカタリスト市場では、上場後 6 カ月間のロックアップ契約が義務付けられているほか、その後の 6 カ月間についても、売却株数や売却金額に上限が設定されている。また、Cheng and Firth(2000)によれば香港でも、証券取引所の規則によって、支配株主²⁹⁵は上場後 6 カ月以内に持ち株を売却することができないほか、上場後 7 カ月から 1 年後までの間についても、支配株主が支配株主の地位を失うほどの持ち株売却が禁止されている。

2-2. 機能

ロックアップ契約

ロックアップ契約が利用される理由としては、次の 3 つが注目されてきた。第一は、情報優位な企業内部者が上場後にモラルハザードを起こすことを防止するために、ロックアップ契約が利用されているという立場である。上場後間もない時期は、企業内部者と投資家間の情報の非対称性が大きく、企業内部者は特にこの時期に、自らの情報優位性を活かして、上場後の株価が割高である局面を捉えて持ち株を売却する等の行動をとる可能性がある。企業内部者による情報格差を利用した機会主義的行動を抑制するためにロックアップ契約が利用されているという考え方である。

二つ目の考え方は、質の高い企業が自らの質を市場参加者に伝えるためにロックアップ契約を利用しているという立場である（シグナル効果）。企業内部者が自社の持ち株を長期に亘って保有することに伴い負うリスクは、質の低い企業の企業内部者の方が質の高い企業の企業内部者よりも大きいことが予想される。従って、質の低い企業の企業内部者は、相対的にいえば、ロックアップ契約を締結し続けると予想される。逆に、質の高い企業の企業内部者はロックアップ契約を締結することによって、自社の質の高さを市場参加者に伝達することができることになる。この結果、ロックアップ契約を締結した企業は、締結していない企業に比べて、（他の条件を一定とすれば）相対的に高い公開価格を設定できることになると予想される。また、投資家からガバナンス体制や経営者の経営へのコミットメントに関して不安視されているような情報の非対称性の大きな企業は、ロックアップ契約を利用することによって、情報の非対称性を緩和することができることになる²⁹⁶。

第三は、前述の需給調整制度と同様に、ロックアップ契約が上場後の需給バランスを保つことにありとされる。即ち、上場後に企業内部者が大量の持ち株を売却することを防ぎ、供給量が過剰にならないようにするという効果である。これに関連して、ロックアップ契約が存在することによって上場後に市場に放出される供給量が抑制されるため、主幹事証券会社が行うシンジケートカバー取引の有効性が高まるという指摘もある。この意味で、ロックアップ契約は OAO やシンジケートカバー取引

²⁹⁴ Rule 144 とは、1972 年に SEC によって導入され、「制限株式(restricted securities)」や「支配株式(control securities)」の市場売却に関して、一定の制限を定める（適用除外要件）ものである。詳細は、<http://www.sec.gov/investor/pubs/rule144.htm> やラトナー・ハーゼン(2002)、辰巳(2006c)を参照。公開前規制に関しては 5 章 2 節で詳述する。

²⁹⁵ 支配株主とは、全株式の 35%以上を保有する株主、あるいは、取締役会の構成を実質的に決定できる株主とされている。

²⁹⁶ 本邦においてロックアップ契約が導入された背景の一つとして、東証マザーズや大証ヘラクレスが創設され、従前に比べれば、情報の非対称性が大きい企業が上昇するようになってきたことを指摘する向きもある（例えば 忽那他 2006、等）。

を補完していると看做すこともできる。更に、この補完機能を通じて、上場後の株価下落が抑制されるという期待が発行市場の投資家の間に発生すれば、これら投資家がブックビルディングに参加しようとするインセンティブを高め、結果として、新規株式公開を実施しやすくするという効果も持つことになる。

内部者の売却制限

内部者の売却制限の経済的な機能は、ロックアップ契約の第一と第三の点にあると考えられる。他方、内部者の売却制限は新規公開企業に対してマイナスの効果をもたらすという指摘もある。即ち、内部者の売却制限がある場合には、潜在的な出資者は出資に際して、売却制限がある分だけリスクプレミアムを求めるはずである。株式売却の機会が制限されることは、当該株式の流動性（換金性）を低下させるのであるから、資本コストが必然的に上昇すると言っても良からう。いずれにせよ、売却制限は株主資本コストを引き上げることになる。

3. 需給調整制度等の効果

3-1. 新規公開企業への影響

需給調整制度

需給調整制度に関しては、後述のように主幹事証券会社の利益に繋がっていることを問題視する立場もあるが、新規公開企業にとって有益な効果をもたらしているとの指摘も散見される。例えば、Aggarawal(2000)は次の諸点を指摘している；(1) アンダープライシングが小さい場合には、上場後のシンジケートカバー取引によるショートカバーの割合が高くなり、GSO が行使される頻度は低下する関係がある、(2) シンジケートカバー取引が実施された企業の上場後の株価パフォーマンスは、実施されなかった企業に比べて、相対的に低位である、(3) ショートカバーが実施された企業の累積株価リターンは、上場後 15 日を境に上昇傾向に転じており、これは、ショートカバーによる価格安定化効果が持続することを反映している。このように同論文は需給調整制度による価格安定化効果を指摘している。このほか、主幹事証券会社による需給調整行動がアンダープライシングを縮小させる効果を持つとの指摘もある²⁹⁷。

ロックアップ契約・内部者の売却制限

米国を対象にした Brav and Gompers(2003)は、ロックアップ契約が企業内部者のモラルハザードを防止し、上場後の経営へのコミットメントを確保するために利用されていることを報告している。また、Anderson and Dyl(2008)は、Rule 144 による売却制限が企業の上場先の意思決定に与える影響を考察している。具体的には、Rule 144 に関連する株式売質量基準が NYSE に比べて NASDAQ の方が緩くなりがちであることが、企業が NASDAQ を選好する一因であることを述べている。

3-2. 主幹事証券会社への影響

他方、需給調整制度が主幹事証券会社の利益に繋がっている点を示した研究に Ellis et al(2000)がある。1996 年から 1997 年の NASDAQ への新規公開企業を対象に、主幹事証券会社が上場後の市場売買において、ほとんどリスクを負うことなく、利益を得ていることを報告している。Zhang(2004)は、米国において、主幹事証券会社が OAO を超えてショートポジションをとる理由について、主幹事証券

²⁹⁷ Benveniste et al(1996), Chowdhry and Nanda(1996)。

会社が価格安定化以外に、大きなショートポジションを取ることによって利益を最大化しようとしているためである、と指摘している。これに対して、Brav and Gompers(2003)は、主幹事証券会社が一連の価格安定化取引から得られる利益はビッドアスク・スプレッドから発生するものと捉え、その最大額が僅か4万ドル強に過ぎない点を指摘し、主幹事証券会社が自らの利益最大化のために価格安定化取引を行っているという可能性を否定している。

4. 制度設計上の留意点

4-1. 需給調整制度の評価基準

OA O は需要動向に応じた資金調達を可能にする手段と称される。実際に、OA O を用いれば、そうでない状況に比べれば、調達額が増加するので、新規公開企業にとって望ましい状態が実現し得ると考えることにも一定の根拠はある。しかし、前記の図表 38 をみれば明らかな通り、需要動向に応じて調達額を調整する手段としては、OA O によって供給曲線をシフトさせることによらずとも、公開価格を変更する（市場均衡価格に設定する、あるいは、公開価格を高く設定する）ことも可能である²⁹⁸。

では、主幹事証券会社は数量調整と価格調整のいずれの手法を利用するであろうか。筆者の知る限り、この点を検証した文献は見当たらないが、前述の通り、主幹事証券会社が追う引受リスクの存在等を考慮に入れると、主幹事証券会社は数量調整を選好すると予想される。つまり、主幹事証券会社は公開価格を可能な限り高い水準に設定しようというインセンティブを失う可能性がある。仮にこれが現実であるとすれば、こうした主幹事証券会社の行動様式は2つの問題を引き起こしかねない。

第一は、主幹事証券会社が公開価格を注意深く設定しなくなる危険性である。プレ・ヒアリングや需要申告等を通じた情報収集によって、適正な公開価格を設定しようというインセンティブが弱まる可能性が懸念される。第二は、こうした主幹事証券会社の行動の結果、新規公開企業の調達可能金額が結果的に減少する可能性である。本邦を含め多くの国では OA O に上限が設定されている。従って、OA O を最大限利用して調達できる金額と、公開価格を最大限高く設定して調達できる金額を比べた場合に、主幹事証券会社が公開価格を注意深く設定しないようになるほど、前者が後者を下回る確率は高まるであろう。前記の図表 38 のケース 2 を用いて云えば、面積 *cdge* が面積 *abfe* を下回り易くなるのである。このことは、需要変動に応じた資金調達を可能にするという需給調整制度のメリットを正しく評価するには、OA O を用いて調達できた金額と、公開価格を例えば市場均衡水準に設定した場合に調達できたであろう金額とを比較しなくてはならないことも意味する。

4-2. 需給調整制度に係る利益相反行為

GSO やシンジケートカバー取引は主幹事証券会社に追加的な収益機会を与えることになり、主幹事証券会社が新規公開企業のためではなく、自らの利益最大化のために、一連の需給調整制度を利用することも可能となる。米国市場に関する実証分析には否定的な見解も見受けられるが、需給調整制度の一連の取引の仕組みをみる限り、上場後の価格水準がどのような水準になろうとも、主幹事証券会

²⁹⁸ 各国の制度を詳細に検証したわけではないが、OA O や GSO に関する各種条件（対象株式数、等）は公開価格と同時点で決定されていると思われる。なお、本邦でも、OA O を利用するかどうか、及び、OA O や GSO の対象株式数は、公開価格と同時点で決定され、第二回訂正有価証券届出書に記載される。従って、主幹事証券会社が、需要の申告等を通じて得られた需要動向に関する情報を考慮し、調達資金を最大化させようと行動するならば、数量調整ではなく、公開価格の水準を市場均衡水準に設定することによっても、この目的は達成できるはずである。

社には損失が発生することはなく、常に利益を上げる余地があるという点はやはり注目に値しよう。具体的な例としては、主幹事証券会社が OAO を取って過剰な水準にまで設定すること等が考えられよう（前掲図表 38 のケース 3）。従って、主幹事証券会社が需給調整制度を新規公開企業の利益のために利用していることを何らの形で担保できるような仕組み（現行制度としては例えば、取引所等への取引内容の事後報告、等）を確りと整備することが必要であり、それらの仕組みが有効に機能しているかを検証することも求められよう。

4－3．ロックアップ契約に係る利益相反行為

ロックアップ契約も私的契約であり、新規公開企業の内部者が十分な情報を基に自らの意思で利用している限りにおいては、ロックアップ契約は内部者以外の市場参加者にも便益をもたらすと期待できよう。例えば、上場後も経営に関与することを考えている経営者等にとっては、ロックアップ契約を通じて自らの経営へのコミットメントを市場参加者に伝えることができよう²⁹⁹。また、このことの裏返しとして、ロックアップ契約の有無は、投資家にとって、企業価値を評価する上で有益な情報にもなる。このようにみると、企業内部者が自らの意思でロックアップ契約の利用可否を決定できる限りにおいては、特に問題視すべき事象は発生しないものと考えられる。しかしながら、仮に、主幹事証券会社が企業内部者に対して強い交渉力を有する等の理由から、内部者が望むと望まないにかかわらず、主幹事証券会社の何らかの都合から、ロックアップ契約が利用される状況が発生していれば、これは利益相反的な見地から問題視すべきであろうし³⁰⁰、また、ロックアップ契約のシグナル効果を減じる可能性も懸念される。

4－4．内部者の売却制限と資本コスト

前述のように、企業内部者の売却制限は必然的に資本コストを引き上げる効果を有する。従って、資本コストの上昇という企業が負担するデメリットと、株式市場の不公平感の緩和等という制度の狙いとを比較衡量することが常に求められることになろう³⁰¹。そのうえで、規制のデメリットが大きいと判断されるようであれば、規制の見直しが必要となろう。

第5節．売買制度

1．売買制度の機能

新規公開企業は一般に、その事業内容や経営リスク等についての情報が少ないという意味において、

²⁹⁹ 前節で述べたように、ロックアップ契約を利用することによって、開示情報の信頼性を高めることも可能となろう。

³⁰⁰ 但し、Brav and Gompers(2003)は、米国市場においては、こうした懸念は不要であることを報告している。

³⁰¹ この点については例えば米国では、大きな流れとしては、前者のデメリットを抑制する必要があるとの認識が広がりつつあるようである。Rule 144 は株式売却の機会を制限し当該株式の流動性（換金性）を低下させ、結果として、企業の株式資本コストの増加要因（資金調達の阻害要因）となることが実証的に確認されている。例えば、Silber(1991)は、Rule 144 の売却制限期間が短縮されるにつれて、企業の資本コストが改善したことを報告している。こうした問題意識から、1997 年まで 2 年間であった売却制限期間を順次緩和し、現在は 6 カ月にまで短縮化されている。なお、本邦の公開前規制に関しても、後述の通り、ほぼ同様の問題意識から、規制の緩和が順次進められてきた。

企業と投資家の間における情報の非対称性が大きい。また、企業規模が小さいほか、発行株式数も少なく、流通市場の流動性に自ずと限界が生じるという性質もある。上場前の時点で上場後の流動性が低いと予想される株式については、公開価格がディスカウントされる傾向があるとの報告もあり、流動性の水準はアンダープライシングの大きさとも密接に関連しているとみられる³⁰²。更に、新規公開企業は、成熟した企業に比べれば、事業リスクが大きく、実際に倒産や上場廃止に至る事例も相対的に多く、ハイリスクな資産でもある。上場廃止銘柄を含め未公開株式についても、これらの特徴は当てはまる。従って、新規公開企業や未公開株式の取引市場には、これら諸特性（情報の非対称性、低流動性、ハイリスク）に合った売買制度が選択されることが望ましい。

この間、マーケット・マイクロストラクチャー研究の分野では、売買制度がスプレッドや価格インパクトといった市場流動性に影響を与えることも知られている。新規公開企業の上記の特徴に鑑みると、低流動性銘柄では、その流動性の低さが株価を引き下げる要因となり、その結果、資本コストが上昇するとの指摘が注目される。逆に言えば、この指摘は、売買手法に工夫を凝らすことによって流動性を高めることができれば、新規公開企業の株価を押し上げ、資本コストの引き下げに繋がり得ることを示唆するものである³⁰³。従って、制度設計に際しては、流動性を高めるような売買制度面での工夫も必要となろう。更に、取引所に多様な投資家層が集まるほど株価を押し上げる効果を持つ、あるいは、上場企業数が増加するほど情報生産の外部経済性を通じて資本コストが低下するという指摘もある³⁰⁴。つまり、投資家や企業にとって利便性の高い売買制度を整備することは、最終的に上場企業の企業価値や資本コストに好影響を与えると期待することもできるのである³⁰⁵。以下では、欧米市場の売買制度に見られる幾つかの工夫を、取引所市場と未公開株式（特に上場廃止後銘柄）の取引市場に分けて、幾つか紹介する³⁰⁶。

2. 欧米取引所市場の売買制度

2-1. 流動性の提供方法

標準的なマーケット・マイクロストラクチャーの議論では、取引所の売買制度をオーダードリブン方式とマーケット・メーカー方式に分類し、その特徴を捉えてきた。オーダードリブン方式では、指値注文が市場に流動性を提供する役割を果たすが、マーケット・メーカー方式では、取引所等との契約によって一定の流動性義務を負ったマーケット・メーカー（スペシャリスト）が流動性を提供する。尤も、現実の取引所の売買制度は複雑であり、一概にオーダードリブン方式とマーケット・メーカー方式に2分できるものではない点に留意が必要である。

更に最近では、両制度を併用するハイブリッド型の売買制度を利用する動きも散見される。ハイブリッド型に分類される取引仕法としては例えば、自己勘定による注文によって流動性を供給する者が

³⁰² 例えば、前述の Ellul and Pagano(2006)を参照。

³⁰³ 例えば、Amihud and Mendelson(1986)は、流通市場の流動性の程度と株価形成の関係を検証し、ビッドアスク・スプレッドが最も大きい銘柄は、スプレッドを最低水準の銘柄並みに低下することによって、株価を 50%程度増加させ得ることを示している。

³⁰⁴ Merton(1987), Subrahmanyam and Titman(1999), Foster(1979)。

³⁰⁵ 新規上場企業がこれらの効果を享受しているとの結果も報告されている。例えば、Kadlec and McConnell(1994)を参照。

³⁰⁶ 本節で改めて議論することはしないが、欧州のグレイ市場も新規公開銘柄の情報格差を緩和するように機能しているといえる。

取引所から手数料の割戻を受ける制度（リクイディティ・プロバイダー制度）³⁰⁷や、特定の証券会社が流動性提供の対価を直接、上場企業から受け取る仕組みがある（指定マーケット・メーカー制度、Designated Market Maker）³⁰⁸。またごく最近では、ECN 市場を中心に、指値注文の出し手に流動性提供の見返りとして割戻金を支払う一方で、成行注文の出し手には流動性を需要したことに伴う手数料を課す仕組み（メイカー・テイカー制度、Maker-Taker Model）もある³⁰⁹。図表 40 は世界の株式市場の売買制度を纏めたものである³¹⁰。先進国や途上国を問わず、マーケット・メーカー方式やリクイディティ・プロバイダー制度を利用している国が過半を占めていることが確認できよう。

図表 40

2-2. 上場廃止銘柄・未公開銘柄の取引市場

上場廃止銘柄を含め未公開銘柄は多くの場合、信用リスクや事業リスクが高く、企業と投資家間における情報格差も大きい。また一般に、流動性は顕著に低い。上場廃止には至っていかなくとも上場廃止リスクが高いと認識されている銘柄でも、例えばインデックス投資家が取引に躊躇すること等を通じて、流動性が低下すると考えられる。他方、次節で詳述するように、上場廃止は株価下落や流動性低下を通じて既存株主の富や売買機会を減じる。投資家保護等の視点からは、未公開銘柄の取引制度においても、一定以上の流動性が確保され、また、価格発見機能が適切に発揮される必要性があろう。

未公開銘柄の取引の場として世界的に有名なものに、米国の OTCBB とピンクシートがある³¹¹。NYSE や NASDAQ から上場廃止となった銘柄の多くが OTCBB あるいはピンクシートに移行し、取引（気配値提示）が継続されている。Macey et al(2008)によれば、NYSE 上場廃止銘柄の大部分がピンクシートへ、NASDAQ 上場廃止銘柄の大部分が OTCBB へ移行する傾向がある³¹²とされ、これら 2 つが

³⁰⁷ リクイディティ・プロバイダー制度の最近の例として NYSE における Supplemental Liquidity Provider (SLP) 制度がある。同制度は 2008 年のリーマンショック後に（試験）導入された制度であり、SLP（多くの場合、高速注文を行うプライムブローカー等とされる）が最良気配値（National Best Bid or Offer）を一定時間以上提示した場合に、その約定高に応じて NYSE が手数料を還元する。

³⁰⁸ Menkveld and Wang (2009)によれば、指定マーケット・メーカーは、上場会社から年間手数料を受ける以外にも、取引所からの手数料免除、上場会社からの投資銀行業務の受託という形で報酬を得ていると指摘している。

³⁰⁹ 筆者の知る限り、リクイディティ・プロバイダー制度、指定マーケット・メーカー制度、メイカー・テイカー制度のそれぞれについて正確な定義が定まっているわけではないように思われる。本稿では便宜的に、NYSE の売買制度のように、流動性提供者が取引所のみから報酬（手数料の割引）を受ける場合をリクイディティ・プロバイダー制度、ユーロネクストのように上場会社からの手数料も受ける場合を指定マーケット・メーカー方式と呼称している。これら用語の使い方が別の文献と異なっている可能性がある点には留意されたい。なお、マーケット・マイクロストラクチャーの理論研究では、流動性提供者が誰から手数料を得るかによって、そのインセンティブや市場取引の方法が異なってくる点に注意が払われるが、本稿では、この点には深く立ち入らない。

³¹⁰ Charitou and Panayides(2009)は、マーケット・メーカー方式とリクイディティ・プロバイダー制度を機能面から 4 分類している。なお、世界各国の売買制度については、同論文のほかに、例えば Jain(2003), Comerton-Firde and Rydge(2004), 井上(2006)が詳しい。

³¹¹ 本稿では、OTCBB やピンクシートの詳細（経緯、制度変更、等）については深く立ち入らない。これらの点については、SEC や全米証券業協会及び各市場のウェブサイト、あるいは、Macey et al(2008), Angel(2004), 大崎(1998, 2003, 2007a)を参照。

³¹² この背景について同論文は必ずしも実証的な証拠を示しているわけではないが、同論文や Angel et al (2004)の議論も踏まえると、(1) OTCBB は NASDAQ 市場と同様に全米証券業協会が運営しているため、NASDAQ 市場の上場廃止企業は OTCBB を選好する傾向がある、(2) OTCBB への移行には、上場廃止前に複数のマーケット・メーカーによって値付けされていることが必要となる（後述）が、NYSE 上場銘柄の場合には、この条件が満たされない場合がある（スペシャリストが 1 社の場合）こと、等が考えられる。特に、Macey et al(2008)によれば、(2) の条件があるために、NYSE から上場廃止になった銘柄の場合、上場廃止時点から OTCBB で取引開始されるまでに数日間の時間を要する模様である。

上場廃止銘柄の主要な受け皿となっている。そこで以下では、Angel et al(2004)と Macey et al(2008)の議論を参考に、OTCBB とピンクシートに関連する諸制度において、流動性向上や価格発見機能の発揮を促すためにどのような工夫が採用されてきたか、また、実際に OTCBB やピンクシートにおいてどの程度の流動性が実現しているかを簡単に振り返る。

2-2-1. 売買手法

売買制度面での工夫について概観する。OTCBB やピンクシートの売買制度を NYSE や NASDAQ 市場と比較すると、幾つかの相違点を確認できる。OTCBB やピンクシートで採用されている売買制度は、意図的なものかは別として、結果的には、流動性を確保するうえで役立っているように窺われる。第一に、OTCBB やピンクシートでは、流動性の低い銘柄に適した売買制度であるマーケット・メーカー方式が採用されている。第二に、OTCBB やピンクシートでは、NYSE のアップティックルールや NASDAQ 市場の空売り規制に該当する規制はない。これは、OTCBB やピンクシートの取引対象銘柄を借りてくること（借株）が難しいことを勘案した措置であると考えられる。第三に、ティック・サイズ規制がなく、市場参加者はどのような値幅であっても価格を提示できる³¹³。また、SEC は 2002 年 5 月に、ECN や ATS が OTCBB 銘柄を取引することを許可している³¹⁴。筆者の知る限り、実証的な研究成果があるわけではないが、ECN 等と OTCBB が接続された結果、OTCBB の流動性や価格発見機能が改善したのではないかと予想される。

2-2-2. 移行時のコスト

取引所から上場廃止になると株価下落、流動性の低下等を通じて、既存株主は経済的に損失を蒙る。この経済損失の大きさは、後述の Harris et al(2006)が指摘するように、上場廃止事由や上場廃止後の取引可能性から強い影響を受けるが、そのほかにも、移行に伴う手続きからも影響を受けるであろう。取引所から上場廃止となった銘柄が、店頭市場等に移行するのに要する時間が長くなるほど、また各種手続きが煩雑となるほど、既存株主の負う損失額は増加すると考えられる。

従って、既存株主の損失を最小化しようという立場から制度設計を考えるならば、移行手続きから発生する各種の取引コストを削減することが必要となる。そこで、以下では、米国における上場廃止後の移行手続きに関する制度面の特徴を確認する。NYSE や NASDAQ 市場を上場廃止になった銘柄が OTCBB やピンクシートに移行する際に、多くの手続きや時間を要することになると、既存株主にとっては使い勝手の悪いものとなるであろうし、マーケット・メーカーにとってみれば、高い流動性を維持することが難しくなるだろう³¹⁵。従って、この移行に伴う取引コスト（時間、諸手続）はなるべく小さいことが望ましい。OTCBB やピンクシートへの移行手続きをみると、それが意図したものかは別として、移行に伴う取引コストを抑制するような仕組みが幾つか観察される。

まず、上場廃止銘柄が上場廃止後に OTCBB で取引されるには、最低 1 社のマーケット・メーカー

³¹³ これが流動性の向上につながるか否かは議論の余地はあろう。

³¹⁴ Rule 6540 が改定された。その結果、ECN や ATS は OTCBB 銘柄を取引できる一方で、OTCBB のマーケット・メーカーに課せられる全ての規則に従わなくてはならないことになった。詳しくは Angel et al(2004)の脚注 11 を参照。

³¹⁵ Harris et al(2006)が指摘しているように、NASDAQ 上場企業が上場廃止事由に抵触してから実際に上場廃止が決定されるまでには数カ月の時間を要する。しかし、同論文や前記 Macey et al(2008)によれば、上場廃止時点から OTCBB やピンクシートに移行するまでに要する時間は非常に短いとされる。ここでの議論は、実際に上場廃止が決定されてから次の取引の場に至るまでの各種の取引コストを減じる手立てに注目している。

が Form 211 を全米証券業協会に提出し、気配提示を行う意思を示せばよい³¹⁶。NASDAQ 市場の上場基準では複数のマーケット・メーカーが必要とされていたことと比較すると、OTCBB への移行基準は非常に緩いものといえるだろう。なお、2006 年 6 月から、マーケット・メーカーが Form 211 を全米証券業協会に提出する際に、EDGAR で利用可能な情報については報告義務がなくなり、手続き面での簡素化も進められている³¹⁷。更に、全米証券業協会は OTCBB への移行申請の資格条件について弾力的に運用している模様である。OTCBB への移行を行う際の申請資格の条件は、原則として、前述の最低 1 社のマーケット・メーカーのほかに、当該企業が破綻していないこと、当該銘柄の直近財務諸表が SEC に提出されていることが必要³¹⁸とされるが、実際のところは、これらの条件が満たされていなくても 一例えば、破綻企業であっても SEC に財務諸表を提出しているケースー 全米証券業協会は申請を受け付ける場合があるとされる。ピンクシートへの移行についてもほぼ同様の条件が求められるが、直近財務諸表が SEC に提出されている必要はなく、移行時の取引コストは更に低いといつてよからう。最後に、ピンクシートで気配表示される対象銘柄に特段の制限がない点も重要であろう。この結果、NASDAQ 市場や OTCBB で取引されている銘柄がピンクシートでも価格情報が提示されている³¹⁹。このような環境が整備されているため、NASDAQ 銘柄が上場廃止になりピンクシートに移行する場合には、価格の連続性がある程度確保され、その結果、流動性や売買量の低下がある程度緩和されていると予想される。

2-2-3. 投資家保護

OTCBB やピンクシートは、そもそも発行企業の意味とは無関係にマーケット・メーカーが“勝手に”気配値を表示するものである。このため、例えばピンクシート銘柄の発行企業については法令で求められる以上の情報開示を行う必要がなく、この結果、法定継続開示義務を負っていない発行企業も取引の対象になり得る。こうした仕組みは、幅広い銘柄を対象にできるというメリットがある一方で、開示情報が不足すると、情報の非対称性が大きくなり、投資家の市場参加の意欲が減退する（逆選択問題）ことに繋がりがかねない。OTCBB やピンクシートでは、以下のような投資家保護法制が整備されており、この逆選択問題を緩和していると推察される。

第一は、SEC Rule 15c2-11 を通じたマーケット・メーカーへの規制である。同規則は、証券会社に対して、気配提示を行う前に当該取引銘柄とその発行企業に関する情報（目論見書、年次報告書の記載情報や事業活動等）を十分に精査³²⁰することを求めるものである。また、同様の趣旨を持つ自主規

³¹⁶ 正確に言えば、OTCBB あるいはピンクシートで気配提示することを考える当該マーケット・メーカーは、気配提示を行う日より最低 3 日前までに全米証券業協会に Form 211 を提出し申請を行う必要がある。なお、Form 211 は SEC 規則 15c2-11 により必要とされている届出書類である。Form 211 は 5 つの大項目（発行会社・証券に関する基礎情報、発行会社の詳細情報、補足情報、OTCBB 申請の場合の追加情報、署名）から成る。詳細は www.otcbb.com/aboutotcbb/forms/form211.pdf を参照。

³¹⁷ <http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2006/p016698> を参照。

³¹⁸ Macey et al(2008)は、これらの条件以外にも、上場廃止前の 30 日間、複数のマーケット・メーカーが気配値を提示していたことが必要である、と指摘している。

³¹⁹ 大崎(2007a)によれば、NYSE 上場銘柄の気配をピンクシートで提示するマーケット・メーカーは今のところ存在しないとのことである。

³²⁰ なお、「十分に精査」がどの程度投資家保護に有益かについては評価が難しい。例えば、大崎(2005)はこの点について、次のように、本稿よりもやや否定的な見解を示している；「証券取引委員会 (SEC) の規則 15c2-11 は、ブローカー・ディーラー (証券会社) に対して、証券の売買気配を公表する際には、発行者が作成した目論見書、年次報告書などの開示書類を確認することを義務づけている。これらは、あくまで法定の開示義務の範囲内でのことであり、例えば、ブローカー・ディーラーは、発行者に対して、法定開示書類の登録届出を行う際に、自社へも送付するよう要請することなどが求められるのみである。(中略) これらの規制は、ブローカー・ディーラーが、気配提示という形で、投資家に対する投資勧誘を行う場合にのみ適用される。つまり、売却 (購入) を希望

制として NASD Rule 6740 がある。同規則は、会員証券会社が前述の SEC 規則の定めを満たさないうちに取引所上場株式³²¹以外の株式を店頭市場で取引（気配提示）することを禁じている。これらの規制・規則を通じて、OTCBB やピンクシートで取引される銘柄の質を一定以上に保つことが図られていると考えることができよう³²²。第二は、Penny Stock Rules である。SEC は株価が\$5 を下回るような株式について、投資家保護の観点から、Penny Stock Rules と呼ばれる一連の規則を定めているが、OTCBB とピンクシートにおける銘柄のほとんどがこの規制の対象となっている³²³。従って、OTCBB やピンクシートで取引を行う投資家はこの規則を通じて保護されているといえることができる。このほか、OTCBB に関しては、指値注文を出した投資家を保護する limit order protection rule も適用されている。全米証券業協会は投資家保護の観点から、limit order protection rule を OTCBB の全銘柄に適用することを SEC に申請し、2002 年 12 月に SEC によって許可されている³²⁴。他方、ピンクシートに関しては、2003 年に NASD Rule 6630 が施行され、証券会社はピンクシートにおける詳細な気配値情報等を記録として残すことが規定されたことを指摘できる。これによって、全米証券業協会の証券会社に対する自主規制の実効性が高まったと考えられている³²⁵。

2-2-4. 市場区分の明確化

未公開銘柄には、事業リスクや情報の非対称性の程度が相当異なった企業が含まれる。こうした質の異なる銘柄を単一の市場に集約すると、投資家が企業間の質の違いを識別しにくくなり、その結果、逆選択等の問題が発生する恐れがある。また、企業の質に違いのある企業が混在している場合には、質の良い企業が情報開示を積極的に行ったとしても、質の悪い企業に対する投資家の評価が質の良い企業への評価を歪める可能性もあろう。こうした問題を回避する方法の一つとして、市場区分を明確化し、質の異なる企業が異なる市場区分に属するようにすることが考えられる。こうした制度設計を通じて、質の低い市場区分となった企業に対して、質の改善を促す効果も生じると期待できる。

市場区分の見直し・明確化の取り組みは近年の米国でも確認できる。例えば、NASDAQ 市場は 2006 年に、従来までの NASDAQ National Market と NASDAQ Smallcap Market という 2 区分から、NASDAQ Global Select Market、NASDAQ Global Market、NASDAQ Capital Market の 3 区分に拡大している。また、2007 年にはピンクシートが、主に発行企業の情報開示の程度とその信頼性に応じて、幾つかの市場区分を創設している³²⁶。現在ピンクシートでは、Pink OTC Market Inc が定める上場基準等を満たした質の高い銘柄を OTCQX に分類し、それ以外を Pink Sheets に分けている。更に、Pink Sheets に分類

する投資家が存在する場合に、その注文を売り（買い）気配として提示するだけであれば、開示書類が公表されているかどうかを確認することすら必要とはされない。ピンクシートの場合、少なからぬ数の銘柄が、こうした考え方に基づき、何らの情報開示も行われないまま、取引されてきた」（p5）。

³²¹ NASDAQ 及び国法証券取引所に上場する株式。

³²² 見方を変えれば、これらの制度は、OTCBB やピンクシートの取引銘柄の質について、投資家にシグナルを送っているともいえる。

³²³ Angel et al(2004)によれば、OTCBB 全銘柄のうち 94%の銘柄の株価は\$5 以下であるから、実質的にほとんどの銘柄が Penny Stock Rules の対象になると報告している。こうした事情から、OTCBB 及びピンクシートで取引される銘柄は俗に「ペニー株（Penny Stock）」、「マイクロキャップ株（Microcap Stock）」等と呼称される。

³²⁴ 施行時期は 2003 年 1 月である。詳細は SR-NASD-2002-153 を参照。

³²⁵ ピンクシートで取引を行う証券会社は全米証券業協会の自主規制を受けるが、運営主体である Pink OTC Markets Inc 自体は以前から NASD や SEC の規制対象ではなかった。こうした事情もあり、全米証券業協会では、ピンクシートにおける各種情報（気配データ等）が不足し、証券会社に対する規制を十分に執行できずにいた。そこで本文で紹介した規制改正が実施された。なお現在では、Pink OTC Markets Inc 自体が全米証券業協会に対して、気配情報等を提供している。

³²⁶ 詳細は大崎(2007a)のほか、Pink OTC Markets Inc のウェブサイト参照。

された銘柄を、情報開示の度合いや気配提示市場の数等に応じて、6 つに再分類している。ピンクシートの分類方法では、「投資家が信頼感を持って投資できる銘柄である」あるいは「情報開示に問題がある」、更には「公益に照らして懸念がある」、「不公正取引の恐れがある」等という説明を加えており、個人投資家であっても、投資判断が容易に下せるようなメッセージを明確に発信している点が注目される。

3. 売買制度の効果

3-1. 低流動性銘柄へ与える影響

前述のように売買制度には各種の方法があり、それぞれにメリットとデメリットがあると考えられているが、流動性の低い銘柄に対しては、マーケット・メーカー方式、あるいは、リクイディティ・プロバイダー制度を用いた方が、市場流動性の向上に繋がるという指摘が一部にある。Jain (2003)は、世界 51 カ国の取引所を対象に、売買制度等が株式の流動性に与える影響を検証し、ハイブリッド制度は、オーダードリブン制度やマーケット・メーカー制度に比べて、流動性を向上させ得ると指摘している。Nimalendran and Petrella (2003)も、流動性の低い銘柄では、オーダードリブン方式よりもスペシャリストを介在させたハイブリッド型の方が、個別銘柄の流動性が改善すると報告している。

また、Anand et al (2009)は、ストックホルム証券取引所の上場株式を対象に分析し、取引量の少ない銘柄、スプレッドの大きな銘柄、情報の非対称性の大きい銘柄では、流動性提供義務を負ったリクイディティ・プロバイダーを利用することによって、資本コストの低下、流動性改善を享受できると指摘している。Venkataraman and Waisburd (2007)もリクイディティ・プロバイダー方式を支持している。即ち、パリ・ボーズ市場に上場する比較的流動性の低い銘柄を対象に、リクイディティ・プロバイダーを導入する前後で、株価は 5%程度の超過リターンを示し、流動性も向上すると報告している³²⁷。さらに、パリ・ボーズ市場がアムステルダム市場及びブリュッセル市場と統合した後の期間を分析した Menkveld and Wang (2009)も同様に、リクイディティ・プロバイダー制度を採用することにより、流動性が改善し、株価は平均 3.5%の超過リターンを示したと報告している。但し、売買制度を用意するだけでは流動性の向上には不十分となる可能性はある。例えば、新規公開株の浮動株式数が少ない場合には、適切な売買制度を用意しても、流動性の向上は限定的なものとなろう。この点については、上場基準における浮動株式数基準をある程度以上の水準に設定することも同時に手当てする必要があるかもしれない。例えば、NASDAQ 市場が 1998 年の登録基準の見直しにおいて、Small Cap 市場の浮動株式基準を、従前の 10 万株から一気に 100 万株に引き上げた事例がある。

公開予定企業が売買制度のメリットとデメリットを比較して上場先市場を決定しているとの議論もある。例えば、Aggarwal and Angel (1998)は、Merton(1987)と Amihud and Mendelson(1986)の議論を踏まえて、小規模で知名度の低い企業が新規上場する場合には、マーケット・メーカーからの流動性提供を受けるためにわざわざ NASDAQ 市場を選択することを指摘している。そのほか、必ずしもコンセンサスが得られているわけではないようだが、新規公開銘柄に関して空売り制約がある場合には、アンダープライシングを大きくするという指摘も散見され、空売り制約の有無が流動性に影響を与えることも十分に考えられる。

³²⁷ 同論文によれば、パリ・ボーズ市場では、低流動性銘柄はコールオークション方式で価格が決定されるが、1992 年からマーケット・メーカー (animateurs) 制度を併用できるようになった、とのこと。なお、マーケット・メーカーは上場企業自体が選択する。

3－2．上場廃止後の流動性に関する評価

上場廃止後の取引市場が整備されており、その市場の流動性が高いほど、上場廃止銘柄の株主にとっては望ましいはずである。前述の通り米国では、OTCBB やピンクシートの気配情報を通じて、NYSE や NASDAQ を上場廃止となった銘柄も含めて多数の未公開株式が取引されている。特に、過去数年のピンクシートの取引高の拡大は顕著であり、現在ピンクシートの取引量は金額ベースで NYSE、NASDAQ 市場に次ぐ地位にあるとされる³²⁸。また、ピンクシートでは、NASDAQ 上場銘柄の気配情報も提示されている。このように価格情報が取引所市場とピンクシートの双方で利用可能な状況では、仮に、ある銘柄が取引所から上場廃止になりピンクシートに移行した場合に、ピンクシートでの価格は、上場廃止前の価格と連続性をもつことになると予想され、ピンクシートでの流動性を高める効果があると考えられる。

例えば、米国 NASDAQ から OTCBB あるいはピンクシートに移行した 1,098 社を対象にした Harris et al(2006)は次の諸点を確認している；(1) 上場廃止事由に抵触してから上場廃止が決定される前までの期間にも株価下落や流動性低下が発生しているが、(2) 上場廃止が決定される前後に限っても株価が約 20%下落するほか、売買高の低下、株価ボラティリティや気配スプレッド（実効スプレッド）の上昇が発生する等、既存株主は株主価値と流動性の喪失に直面する、(3) 株価下落や流動性低下の度合いは、上場廃止事由が深刻であるほど、顕著となる、(4) NASDAQ 上場廃止後に OTCBB に移行した銘柄はピンクシートに移行した銘柄に比べて、株主価値や流動性低下の度合いが少ない。ここで注目されるのは、OTCBB とピンクシートという 2 つの取引の場が存在するが故に、NASDAQ 上場廃止銘柄は、自らの企業属性に適した市場を選択できている可能性がある、という点である。この点は本章 3 節で紹介した Bushee and Leuz(2005)の考察に通じるものである。Bushee and Leuz(2005)は、情報開示の厳格さの異なる複数の市場がある場合には、企業が自らの質に適した市場を選択するようになり、その結果、逆選択問題や外部不経済性が回避され得ることを示唆していた。両論文の考察結果を換言すれば、異なる市場区分が存在する場合には、市場区分を通じたシグナル効果が発揮されることを示している。

4．制度設計上の留意点

4－1．適切な売買制度の選択

既存研究が指摘するように、上場銘柄の属性によって、望ましい売買制度は異なり得る。特に、流動性の低い銘柄や価格ボラティリティの高い銘柄では、マーケット・メーカー制度やリクイディティ・プロバイダー制度を採用することによって、流動性の向上と資本コストの低下を実現できる可能性がある。無論、流動性提供者への報酬を誰が負担するか、また、取引手法を誰が選択するか等、売買制度の詳細は各国、各取引所によって相違があり、どのような手法が最適かを一意に決めることはできない。しかしながら、欧米市場において、銘柄属性に応じて、各種の売買手法が使い分けられている点は示唆に富むものといえるだろう³²⁹。

³²⁸ ピンクシートの取引高（金額ベース）は 2004 年から 2007 年にかけて 3 倍以上増加し、その結果、2008 年第一四半期の OTC 市場の全取引高のうちピンクシートのシェアは 86%に達するとされる。例えば、Pink OTC Markets, “Connecting the OTC Market with Innovative Technology and Data Solutions,”を参照。

³²⁹ 新興市場の例として、英国 AIM において銘柄によって異なる売買手法が採用されている点も注目されよう（例えば、井上 2006 を参照）。

4－2．市場区分の明確化

新規公開企業や未公開企業（含む上場廃止銘柄）については、一般的に、事業リスクや情報の非対称性の度合いが大きく異なる。質が異なる企業を同一の市場（区分）に集約すると、投資家が企業の質の違いを識別しづらくなる、あるいは、質を判断するのに必要な情報生産コストが上昇することになる。こうした問題を緩和するうえで、市場区分を明確化することは、一定の効果を持つと期待できるであろう。

4－3．上場廃止銘柄・未公開銘柄の取引の場

上場廃止は既存株主にとって大きな経済的な損失をもたらすものである。また、既存研究によれば、上場廃止銘柄のなかでも、上場廃止事由の深刻度合いに応じて、上場廃止後の株価下落や流動性低下の度合いに差があることが報告されている。このことは、上場廃止後の取引の場として、異なる質の企業を質の程度に応じて受け入れることができるように、複数の市場が整備されていることが望ましいことを示唆している。

第6節．上場廃止制度

1．上場廃止制度の機能

1－1．機能

上場廃止制度は、上場基準や売買制度等の諸制度と同様に、流通市場が望ましい機能を発揮するために必要である。あるいは、他の制度と相互補完関係にあるということもできよう。例えば上場廃止制度の中核である上場廃止基準は、流通市場に期待される諸機能－流動性の提供、公正な価格発見、適切なコーポレート・ガバナンスの発揮、等－が発揮されるために必要な仕組みの一つである。

このほかにも、上場廃止制度にはシグナル効果、あるいは、保証効果としての機能も存在する。即ち、上場廃止制度を通じて企業が排除されることは、取引所が投資家に対して上場企業の質を保証していることを示す。また、上場企業が上場廃止基準に服しているということが、投資家に対して上場企業の質についてシグナルを送っていると考えられることもできる。いずれにせよ、投資家がこうした効果を信頼しているならば、上場廃止制度は逆選択問題を緩和するうえで役立っていることになる。

1－2．存在の前提条件

上場廃止制度の機能をこのように捉えるならば、上場廃止基準の存在意義の背後に市場の失敗－とりわけ情報の非対称性や外部不経済性－が想定されていることがわかる。即ち、完全市場が成立しており、市場参加者が上場銘柄の質を正しく見極めることができるならば、市場価格には各々の上場企業の質が的確に反映されることになる。この状況において例えば、ある銘柄の質の悪化が生じたとすれば、当該銘柄の市場価格の下落や流動性の悪化（ビッドアスク・スプレッドの拡大）等が生じるであろうが、その際に、他の銘柄に対しては何ら影響を及ぼすことはないはずである。各々の銘柄が他の銘柄に影響を与えることが全くないのであれば、上場廃止基準が存在する意味はほとんどないと考えられる。上場廃止基準を設定して上場銘柄数を減ずることは、むしろ、市場の完備化を阻害することになり、社会的に望ましくないという意見が説得力を持つことになろう。

他方、投資家が上場銘柄の質を必ずしも正しく評価できない場合には、投資家が質の悪い企業へ投資することから「不測」の損失を蒙る、あるいは、質の良い企業の価格形成が質の悪い企業が存在することから影響を受けるという状況が顕現化しよう。この場合には、質の悪い企業がもたらす悪影響を緩和するために、上場廃止基準を設定し、外部不経済性を回避することが必要となろう。

1－3．機能低下を巡る議論

更に、上場廃止制度の必要性が低下している可能性にも留意が必要であろう。その理由は第一に、上場廃止制度が持つシグナル効果が、シグナル効果を持つ他の代替手段が増加するにつれて、低下している可能性があるためである。例えば、近年ではIR活動等による企業の自主的な情報開示や格付け情報、更にはインターネット等による情報生産を通じて、投資家は上場企業に関する様々な情報に容易にアクセスできるようになっている。この結果、上場廃止制度を通じたシグナリング効果の必要性は低下している可能性がある。第二は、取引所の株式会社化が進展した結果、投資家の上場廃止制度に対する信頼感が低下している可能性である。株式会社化された取引所のなかには、上場廃止基準に抵触しても上場廃止を実施しない事例がみられる。例えば、Macey et al (2008)は、NYSEの上場廃止数値基準に抵触した企業のなかには、基準に抵触した直後に上場廃止になる銘柄もあれば、数年間近くに亘り上場継続が認められている銘柄もあることを報告し³³⁰、取引所が裁量的に上場廃止を決定する仕組みを改める必要性があると指摘している。こうしたエンフォースメントの低下は、上場廃止制度の上場会社に対する規律付けを弱めている可能性があり、また、このことを投資家が認識している可能性もある。第三に、新興企業ではそれほど広範化していないとはいえ、企業の重複上場が増加するなかで、一部の取引所の上場廃止基準が形骸化している可能性もある。取引所によって上場基準・上場廃止基準は異なっているので、重複上場企業では、一方の取引所の上場廃止基準だけが制約となり、他方の取引所の基準は全く制約になっていない場合も生じ得る。制約になっていない基準を持つ取引所にとってみれば、目的を持って設定した基準が、期待通りの機能を発揮していないことになる。

1－4．主要参加者への影響

上場廃止は市場参加者 ―公開企業、既存株主、潜在的投資家、取引所、等― に対して異なる影響を与える³³¹。まず上場企業への影響を整理する。上場廃止は、資金調達機会の著しい減少、資本コストの上昇、ガバナンスの悪化、企業ブランド（知名度）の悪化等をもたらすであろう。資本コストに関していえば、上場廃止後に他市場へ移行するとしても、多くの場合、流動性の低下は避けられず、資本コストの上昇は不可避である。他方、上場廃止が生じた場合に、上場を継続する他の企業への影響はどのようなものであろうか。外部不経済性がある状況では、質の悪い他社が上場廃止になることを通じて、上場を続ける企業にとっては、投資家の信任が向上することを通じて、株価上昇や流動性が改善する場合もあると予想される。

次に、投資家への影響を整理すれば以下の通りである。株式を保有する既存投資家は、上場廃止が株価下落や流動性低下に繋がれば直接的に損失を蒙る。これに対して、潜在的な投資家にとっては、

³³⁰ 顕著な事例は Fannie Mae である。NYSE の規則では直近の財務諸表が提出されていない企業は上場を継続できないことが定められている。同社は 2004 年、2005 年に財務諸表を提出しなかったにもかかわらず、数年間にわたり上場が維持された。

³³¹ このほかにもマーケット・メーカーやスペシャリスト等へも影響を与える。マーケット・マイクロストラクチャーの標準的なモデルに従えば、上場廃止によって質の悪い企業が淘汰されることは、マーケット・メーカーがマーケットメイキングを行なう際のリスクを減じることになる。例えば、Biais et al(2005), Madhavan(2000), Macey et al(2008)等を参照。

質の悪い企業に投資することから生じる潜在的な損失を回避できるという便益を享受する。但し、同時に、運用対象が減少する、あるいは、当該銘柄と取引関係等の関係を持つ企業や類似の事業リスクを有する企業についての情報量が減少するという面では、不利益を蒙るとみることができる。

最後に取引所は上場廃止によってプラス、マイナス両面の影響を受けることになる。プラス面としては、質の悪い企業を排除することによって、取引所の信頼を保持できる、あるいは、当該銘柄の流動性が低い場合には、上場維持に要するコストを軽減することができる。他方、マイナス面としては、上場維持手数料や売買手数料（場口銭）の減少により収益が悪化する可能性がある。

なお、企業のライフサイクルのどの段階で上場廃止にするかによっても、市場参加者へ与える影響は変化する。ライフサイクルの早い段階から上場廃止にするという考え方は、潜在的な投資家を保護するという効果がある一方、上場企業や既存株主にとっては望ましくないであろう。ライフサイクルの遅い段階に限って上場廃止が実行されるならば、潜在的投資家にとっては、投資先が実は質の悪い企業であったという事態に直面する蓋然性が高まるので、好ましくないとも考えるかもしれない。これに対して、既存株主にとっては、市場での売却可能期間が長くなるので、望ましいと考えるであろう。

2. 上場廃止基準の具体例

2-1. 最適な上場廃止基準

各主体へ与える影響は往々にして対立する場合があるので、上場廃止に係るインセンティブは市場参加者によって異なると考えられる。従って、最適な上場廃止制度を一意に決めることは難しい。どの市場参加者の便益を優先するかによって、最適な基準は変化するからである。では、上場廃止制度をどのように設定すればよいのであろうか、既存の上場廃止基準の是非をどのように評価することができるのであろうか。これらの点について Marcey et al(2008)は、「取引所が収益を生むことができる、あるいは、損失を回避することができ、且つ、既存株主と潜在的投資家を保護できる制度設計が望ましいが、具体的な基準を策定することは極めて難しい」と述べている。

前述の通り、上場廃止制度が必要とされる背景には市場の失敗にあるのであるから、望ましい上場廃止制度は、市場の失敗を緩和できるものとみることができよう。ここでいう市場の失敗とは主に、上場銘柄に関する情報が不足しているために投資家が上場銘柄の質を正しく見抜くことができない状態（逆選択）や、あるいは、質の悪い銘柄が存在することが質の良い銘柄の価格や流動性低下につながる状況（外部不経済性）を指す。従って、上場廃止制度の望ましい姿とは、上場廃止制度が上場銘柄の質に関してシグナルを発信できる、あるいはまた、外部不経済性が発生しないように質の悪い銘柄が適切に排除されるものと考えることができよう。

但し、このような考察を行ってもなお、具体的に上場廃止基準をどのような指標で設定すればよいか、また、上場廃止をどのようなタイミングで実行するのが望ましいかについては、明確な解答を得ることはできず、上場廃止制度を設計することは非常に困難な作業であると言わざるを得ない。

2-2. 上場廃止基準の比較

各国の上場廃止基準の妥当性や厳しさを比較検討することも困難である。どの程度厳しさを正確に比較するには、各国における市場環境や取引実態を調整したうえで検討する必要があるためである。例えば、浮動株式数等の流動性指標に関していえば、市場によってそもそも流動性に違いがあるほか、時期によっても流動性は変化する。このため、流動性の数値基準を取引所間で単純に比較しても、そ

れぞれの数値基準がどの程度厳しいものであるかを判断することはできない³³²。こうした点に留意しつつ、既存研究の議論を参考にすると、諸外国の取引所の上場廃止基準には大雑把に言えば、次のような共通点と相違点を見出すことができよう。第一は、多くの取引所において、上場廃止基準のなかに、時価総額基準等の企業規模に係る数値基準、株主数・浮動株式数等といった流動性に係る数値基準、そして、債務超過の発生等のクレジットイベントを含めている点である。第二は、コーポレート・ガバナンスに関する規範を遵守することを求める取引所が増加しつつあるとの指摘も散見される。他方、各国の特徴的な基準として度々指摘されるのは、米国における 1 ドル基準である（図表 41）。NYSE では、原則として終値が連続して 30 日間以上 1 ドルを下回った場合に上場廃止となる³³³。また、上場基準に抵触した場合に、取引所がどの程度裁量的に上場廃止を決定できるかについても国による違いがあると指摘される。この点は以下で議論する。

図表 41

2-3. 上場廃止の決定プロセス

上場廃止は様々な市場参加者に影響を及ぼすため、上場廃止を誰が、いつ、どのような基準で決定するかによっては、市場参加者間で利害が対立することがあり得る。上場廃止の決定方法は各国で相違しているが、概ね以下 3 つの手法に分類することができる。

第一は、取引所の自主的判断を尊重しつつも、当局の最終的な関与を残すという方法である。米国の現行制度はこの分類に該当するといえるだろう。例えば NYSE についてみると、上場廃止は NYSE が上場廃止基準に照らしつつ自らの判断で SEC に申請し承認を得ることで完結する³³⁴。SEC の承認が制度化されるなかで、NYSE には広範な裁量権が認められている。具体的には、NYSE は上場廃止の数値基準に抵触した場合に限らず、上場維持が妥当か否かを個別に判断することができることになっている³³⁵。SEC が NYSE の裁量的な判断が違法なものであると判断すれば、SEC は上場廃止を認めないことになると思われる。但し、営利企業となった取引所が上場廃止に関して以前よりも強い決定権を持つようになったことを疑問視する見方³³⁶が示されており、今後、上場廃止制度の在り方を巡る議論が進展していく可能性もあり、注目される³³⁷。

第二は、上記の方法と似たもの（程度の差に過ぎないもの）ではあるが、取引所に対して、より大きな裁量を認める方法である。本邦の現行制度がこの考え方に近いと思われる。本邦では 1998 年の証

³³² 強いて比較方法を挙げるとすれば、上場廃止事例を廃止事由毎に算出し、どの基準が制約になっているかを比較検討することになるのではないかと。図表 42 は、このような視点から日米両国を比較している。

³³³ この基準を回避するために株式併合を実施する企業もあるが、多くの場合には、併合後の株価が再び 1 ドルを下回ることが確認されている。例えば、Hwang(1995)は、NASDAQ 市場で株式併合した企業の株価が低下していることを確認している。同様の傾向は NYSE やアメリカン証券取引所でも確認されている。なお、併合後の株価低下の理由は、株式併合が企業価値について悪いシグナルを市場に伝達するためと考えられている。詳細は、同論文の他に、後述の Yang(2006)及びその参考文献を参照。

³³⁴ 上場企業が自主的に取引所に申請し、取引所が SEC から承認を得る場合もある。

³³⁵ NYSE Rule 802.01D。なお、米国における上場廃止に係る制度変遷に関しては梅本(2005)が詳しい。

³³⁶ Macey and O'Hara(2005), Macey et al(2008)を参照。

³³⁷ 米国政府は取引所が自主規制業務を行なうことに伴う利益相反を軽視してきたわけではないと思われる。実際、2004 年に SEC は取引所に対して、自主規制業務が利益相反を招かないようにするために、例えば、自主規制業務を行なう財源を自主規制業務から得られる課金等に限定させる規制を導入する等してきた（この点は、U.S. SEC 2004, “Fair Administration and Governance of Self-Regulatory Organizations, Exchange Act Release No.50,699 Fed. Reg 71,126 を参照）。但し、Macey and O'Hara (2005)等は、こうした対策だけでは取引所の私的利益追求を抑止するうえでは不十分という立場であり、こうした見方が広がれば、上場廃止制度における取引所と当局の役割分担についても議論が進展するかもしれない。

券取引法改正によって、上場廃止は原則として承認事項から届出事項に変更されており³³⁸、実質的に、取引所のみが上場廃止判断を行っている認識されている。

第三は、上場廃止を規制当局が判断するというものである。例えば英国では、上場廃止の決定は英 FSA が担っているほか³³⁹、上場廃止に関して当局は数値基準に拠らずに裁量的に判断することができる仕組みとなっている³⁴⁰。ドイツやスウェーデンでも規制当局が上場廃止を決定する仕組みが採用されている³⁴¹。なお、証券市場の発展段階に差異があるため、その経緯や目的自体に相違があると予想されるが、中国でも規制当局が上場廃止基準を決定している³⁴²。

3. 上場廃止制度の効果

3-1. 上場廃止の状況

前掲図表 1 には 1999 年以降の新規公開件数と上場廃止件数の推移が示されている。多くの取引所において、上場廃止件数が新規公開件数と匹敵するほどの水準であることが確認できよう。図表 42 は上場廃止事由別の上場廃止動向を日米で比較したものである。これをみると次のような特徴を指摘できる。第一に、本邦の上場廃止件数及びその上場企業数に対する比率（以下、上場廃止比率）は、米国に比べて低水準である³⁴³。特に、非自発的上場廃止件数及びその上場廃止比率において、この傾向を確認できる。つまり、本邦では上場廃止基準に抵触した上場廃止が相対的に少ないという特徴がある。第二に、本邦の非自発的上場廃止事例の大部分は、事業活動の停止や倒産であるのに対して、米国では、それらの要因以外に、株価基準、時価総額基準等に抵触した事例も相応の数に上っており、云わば、市場の評価や流動性の低下も上場廃止の主因になっている。こうした日米の上場廃止の特徴をどのように解釈すべきかは議論の余地があろう。事業停止や倒産といった企業のライフサイクルの最終段階での上場廃止件数が米国に比べて少ない点に着目すれば、本邦では上場企業の質がある程度確保されてきていると考えることができるかもしれない。他方、本邦において流動性基準に抵触した上場廃止がほとんど生じていないことは、当該基準が緩すぎることで、あるいは、質の悪い企業が淘汰されずに上場を続けていることを示すものかもしれない。この場合には、本邦の上場廃止基準は厳格化される必要があることになろう。

³³⁸ 金融商品取引法（126 条）は、取引所が上場有価証券の上場廃止を行う際には、内閣総理大臣への届出が必要と定めている。但し、法制度上、当局の牽制効果が全く働かない仕組みになっているわけではない。例えば、取引所が業務規定に反して上場又は上場廃止を行なった場合には当局の排除命令が認められている（127 条）。更に、発行者が法令・取引所規則違反等を行なった場合には、当局は投資家保護の観点から、取引所に対して当該発行者の有価証券の売買停止や上場廃止を命じることができる（129 条）。また、上場基準や上場廃止基準は取引所の業務規定に記載することも求められている（117 条）。但し、実際に当局によるこうした牽制効果が発揮できるかについては、慎重な見方が示されている。例えば大崎(2007b)は、金融証券取引法 127 条に関連して、「この手続きは、承認の拒否よりはるかに重いものであり、よほど明白な問題がない限り発動することは難しいだろう」と述べている。

³³⁹ 英国では、上場廃止の決定を含め IPO に係る規制の運用主体は、2000 年 5 月にロンドン証券取引所から英 FSA（UK Listing Authority）に移管されている（例えば Geddes 2008 の Chapter 7 を参照）。

³⁴⁰ 英国 FSA の上場規則（Listing Rule）の LR5 を参照。

³⁴¹ Macey et al(2008)によれば、ドイツ証券取引所（Deutsch Borse）、ストックホルム証券取引所（現在の NASDAQ OMX Nordic）の上場廃止は各国規制当局が判断している、とされる。

³⁴² Jiang and Wang(2008)によれば、中国では、会社法（the Corporate Law of 1993）が中国証券規制委員会（CSRC）に対して上場廃止基準を決定する権限を与えている。

³⁴³ Angel et al(2004)は、2000 年から 2004 年頃にかけて、NASDAQ 上場企業の約 4,000 社が上場廃止（5 社に 1 社の割合）になり、このうち約半が非自発的上場廃止であった、と報告している。

3－2．上場廃止制度の影響

上場廃止制度の経済的効果を検証した研究は限られているが、以下、主要な研究成果を概観する。まず、上場廃止企業の市場価格等に着目した研究は、上場廃止が既存株主に損害をもたらしていることを確認している。前述の Harris et al(2006)は、企業が NASDAQ から OTCBB やピンクシートに移行する場合に、株価下落や流動性低下が発生しており、株主に膨大な損害を与えていると主張している。同論文は、上場廃止の約 50%が例えば最低ビッド価格基準のような”non-core requirement”によるものに過ぎないとし、上場廃止後に株主が負担するコストの大きさに鑑みると、NASDAQ の上場廃止基準は見直しが必要であると提言している。また、Sanger and Peterson (1990)は NYSE と AMEX から上場廃止になった銘柄では、平均的に 8.5%のマイナスの超過リターンを示したと報告している。

このほか、上場廃止基準に利益基準を採用すると、上場企業の利益調整行動を助長しかねないとし、否定的な見方も提示されている。例えば、中国について分析した Jiang and Wang(2008)は、4 年間連続で会計上の赤字を計上すると上場廃止とする制度が、上場企業に利益調整を行うインセンティブを与えている点を報告している³⁴⁴。この上場廃止制度は投資家保護を目的に導入されたものであるが、企業が利益調整を行う結果、企業の長期的な成長を抑制する（企業価値を損なうような場合すら発生）、あるいはまた、健全な企業を市場から退場させ投資機会を減じる等、むしろ投資家利益に反する結果を招いたと指摘している。また、Yang(2006)は、最低株価基準による上場廃止リスクに直面した企業が、裁量的会計発生高を操作するだけでなく、研究開発投資を抑制する、また、資産売却を行う等して、株価の引き上げを行っている点を報告している。こうした企業行動は、長期的な企業価値を毀損する可能性がある点に注意すべきであろう。また、仮に投資家がこうした企業行動を把握することができない場合には、投資家保護上も問題視すべきであろう。換言すれば、上場廃止基準に対するこれらの企業行動が発生した場合には、上場廃止制度を通じた投資家保護という政策目的と完全に逆行する結果を招く可能性が生じることになる。

他方、上場廃止が取引所に与える影響については、取引所の信頼を高める効果と収益を減少させる効果に分けることができるが、筆者の知る限り、これらの論点に関する実証的な研究はない。前述の Macey and O’Hara(2002)の指摘にあるように、取引所の収益の大部分は上場企業が存在して初めて発生するものである。また、取引所が上場廃止のエンフォースメントを緩めた事例も散見されている。こうした観察結果を踏まえると、これまでのところ取引所は、上場廃止基準を恣意的に緩和させてきた可能性が高い。このような恣意的なエンフォースメントが投資家の信頼を低下させた可能性については、今後の研究で解明されていくと予想される。

4. 制度設計上の留意点

4－1. 客観的な運用

市場参加者は上場株式の価格付けに際して、上場廃止リスクを織り込む。ここで、取引所が上場廃

³⁴⁴ 同論文によれば、中国の上場関連法制では、上場企業が 2 年連続で会計上の損失を計上した場合等には、special treatment status (ST)となり、一旦 ST 銘柄となると、(1) 日次の株価変化率が上下 5%に制限される、(2) 半期財務諸表について会計監査を受ける必要が生じる、(3) 追加公募が出来ない、(4) 3 期連続で損失を計上すると、取引所での取引が原則停止となり、Particular Transfer 銘柄となり、金曜日に制約的な条件の下でのみ売買される、(5) 4 期連続で上場廃止になる、とされる。

止基準を恣意的に運用すると、市場参加者はこの不確実性も考慮して価格付けすることになる。この結果、上場基準が客観的に運用される状況に比べれば、上場株式の市場価格はより大きく割り引かれることになると予想される。

4-2. 上場廃止基準を回避するインセンティブ

既存研究が示すように、上場廃止基準のなかに、企業が操作可能な数値基準（利益、等）を採用すると、企業の利益調整を助長する等の弊害を生み出す可能性がある。更に、こうした企業行動が企業価値を毀損する可能性がある点も考慮すべきである。

4-3. 投資家保護³⁴⁵

上場廃止は既存株主の投下資本回収機会を制限する等の意味において、既存株主の不利益に繋がる可能性が高い。具体的には、上場廃止により、既存株主が不当に安い価格で株式の売却を迫られる、あるいは、非上場となった株式を保有せざるを得ない状況に置かれるといった事態が想定される。こうした既存株主の不利益は、取引所による恣意的な上場廃止制度の運用がなされた場合や上場会社による自発的な上場廃止の場合にとりわけ問題視されるべきであろう。いずれの状況においても、取引所や経営者（支配株主）といった一部の者による恣意的な判断が、一般投資家の利益を害する蓋然性を伴うからである。従って、制度設計に際しては、上場廃止後の取引の場を確保すると合わせて、一般投資家の利益確保を十分に図ることも必要となろう³⁴⁶。

第5章 本邦新興市場のレビューと制度設計への示唆

第1節. 本邦におけるアノマリー

1. アンダープライシング

1-1. アンダープライシングの推移

諸外国と同様に、本邦においても、アンダープライシングは過去ほぼ一貫して発生し、また、時期に応じて変動していることが確認されている。例えば、代表的な研究である忽那（2008）によれば、本邦のアンダープライシングを新興3市場についてみると、ジャスダック市場では1984年から2005

³⁴⁵ ここでの議論は主に梅本(2005)を参考にしてしている。

³⁴⁶ こうした問題意識から、欧米諸国では制度改革の動きが進んでいる模様である。まず、英国では、株式を上場廃止にする場合には株主総会において四分の三以上の承諾を得ることを求める制度変更が検討されてきた経緯がある。他方、米国では、NYSEが2003年に、株主の了承を求めていた規則を削除し取締役会の承認等で上場廃止が可能となるように制度変更を行なっている。またSECは、上場廃止基準自体の変更ではないが、上場廃止手続きの簡素化を進めている。米国の一連の制度変更は、上場廃止基準が厳格であると、上場企業が他市場へ移動する取引コストが上昇し、むしろ株主利益に反する可能性が生まれるほか、市場間競争が抑制されるという考え方があると思われる。英国と米国の事例は一見すると正反対の制度変更のようにも見受けられるが、各国の置かれた状況を踏まえたうえで、株主の権利を如何にして守るかという検討の結果として採用された対応である点では一致している。

年までの平均値で 33.4%、マザーズ市場及びヘラクレス市場では市場創設から 2005 年までの平均値で、それぞれ 110.7%、87.7%と報告されている。また、図表 43 は、ジャスダック市場における個別銘柄のアンダープライシングを公開価格の価格決定方式の違いが判るように時系列で表現したものである。これによれば、アンダープライシングが時間と共に変動していることが明らかであるほか、価格決定方式が異なるとアンダープライシングの平均的な大きさが異なるようにも見受けられる。

図表 43

1－2．利益調整とアンダープライシング

利益調整とアンダープライシングに関する研究として Nagata and Hachiya (2006a, b)、永田(2007)等がある。Nagata and Hachiya(2006a)は 1989 年から 2000 年を分析期間として、新規公開企業の利益調整の度合いが公開価格の水準に与えた影響を検証している。分析の結果、利益調整を積極化した企業の公開価格は必ずしも割引かれているわけではないが、保守的な利益調整に留めた企業の公開価格は総じて高い水準になることを確認している。こうした結果について同論文は、主幹事証券会社は利益調整を積極的に実施した企業の公開価格をディスカウントするように行動しているが、上場前に利益が成長し続けている企業の利益調整までは十分に識別できていないのではないかと指摘している。

他方、Nagata and Hachiya (2006b)はガバナンス仮説と創業者利得仮説に着目した分析を行っている。経営者が創業者利得仮説のメカニズムに従う場合には、積極的な利益調整を行うと予想される一方で、ガバナンス仮説が正しいならば、企業は利益調整を積極的に行うインセンティブはないと考えられる。同論文は、分析の結果、創業者利得仮説が利益調整の主因である可能性を指摘している。

2．中長期アンダーパフォーマンス

2－1．中長期アンダーパフォーマンス

中長期アンダーパフォーマンスの大きさ

本邦においても中長期アンダーパフォーマンスが発生しているとの指摘がある。例えば、忽那(2008)はブックビルディング制度導入後の期間について、新興 3 市場（ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス）に上場した銘柄の上場後 3 年間の長期パフォーマンスをジャスダック指数と比べている。その結果、新興 3 市場の IPO 銘柄は公開後 3 年間にかけてアンダーパフォーマンスしていると報告している。阿部(2005)は、1992 年から 2002 年にかけてジャスダック市場に上場した銘柄について上場後 3 年間の分析対象とし、日経平均や TOPIX を基準にした場合にはオーバーパフォーマンスとなるが、ジャスダック指数を基準にした場合にはアンダーパフォーマンスになることを確認している。また、鈴木(2009)は、1998 年から 2006 年にかけて新興 3 市場に上場した IPO 株の上場後 1 年間のパフォーマンスを、TOPIX を基準に計測し、アンダーパフォーマンスしていることを指摘している。翟(2009a,b)は新興 6 市場の新規公開企業について、初値で買い付けた場合の投資リターンがジャスダック指数に対してアンダーパフォーマンスすることを示している。

中長期アンダーパフォーマンスの計測方法

このように、本邦に関する既存研究のいずれもが中長期のアンダーパフォーマンスを報告しているが、以下の理由から、これらの研究成果を根拠に、本邦でアンダーパフォーマンスが発生していると断定することには慎重であるべきだろう。第一の理由は、分析対象の銘柄と比較対象のベンチマークが異なっている場合が多いことである。忽那（2008）と鈴木（2009）は新興 3 市場の銘柄を対象に、

それぞれジャスダック指数と TOPIX をベンチマークとし、上場先市場と異なるベンチマークを採用している。阿部（2005）はジャスダック上場銘柄に限定し、ベンチマークとしてジャスダック指数、日経平均、TOPIX を用いた分析であり、やはり分析対象銘柄の上場先とベンチマークが異なっている場合が含まれている³⁴⁷。市場によって上場企業のリスク・リターン特性に差があるとすれば、こうした計測手法は適切とはいえない³⁴⁸。二つ目の理由は、これら研究の全てが株価指数をベンチマークとしている点である。株価指数には、上場廃止銘柄がその都度、指数からは除外されていくという意味で、セレクション・バイアスが内在するが、その一方で、分析対象となる上場銘柄にはこうしたバイアスは存在しない³⁴⁹。従って、両者を比較してパフォーマンスを比較した結果は、指数のセレクション・バイアスの影響を受けていると考えられるため、分析結果を解釈するうえでは慎重であるべきと思われる。それ以上に問題なのは、指数インデックスとの比較分析では、上場後に公開企業のリスク・リターン特性が変化している可能性を調整できていない点であろう³⁵⁰。第三は、研究によってアンダーパフォーマンスの計測方法が異なっており、分析結果を比較することが不適切と思われる点である³⁵¹。初値を基準に株式リターンを計測する場合と、初値以降の価格や公開価格を用いる場合で、結果は大きく異なる。忽那(2008)、翟(2009a,b)は初値を基準に、阿部（2005）は公開月の月末終値を基準にした分析である³⁵²。初値を基準としてパフォーマンスを計測すれば、アンダープライシングが発生している局面においては、当然、中長期のパフォーマンスは低く算出される（アンダーパフォーマンスが顕著となる）。また、IPO 銘柄の平均値で評価するのか、中央値で評価するのかによっても、結果は全く異なるものとなる。実際に、忽那(2008)や鈴木(2009)は平均値と中央値では結果が異なることを示しつつも、中央値を用いた結果を根拠にアンダープライシングが確認されたと主張している。他方、阿部(2005)は平均値を用いた結果を報告している。最後に、計測時期が異なっている点である。忽那（2008）や阿部（2005）が指摘するように、公開年によってはベンチマークに対してオーバーパフォーマンスしている年もあり、どの時点の公開企業をサンプルとするかによって、分析結果は異なると考えられる。

従って、中長期アンダーパフォーマンスの存在を確認するためには、規模や産業を揃えた比較対象をベンチマークとした分析や丁寧なデータ加工等、更なる分析結果を待つ必要があると思われる。

2-2. 上場後の業績推移と中長期アンダーパフォーマンス

Kutsuna et al(2002)はジャスダック上場企業を対象に、上場前後の持ち株比率の変化と業績変化の関係を検証している。分析の結果、上場後に営業利益率が低下する等、総じて業績悪化が発生しており、こうした業績悪化は上場前の大株主の持ち分の低下と相関していることを指摘している。また、ベンチャー・キャピタルの上場後の持分比率が業績向上と関係しており、ベンチャー・キャピタルを通じたモニタリングが機能していることを示唆している。

³⁴⁷ 前述の米国市場を対象にした研究では、株価指数をベンチマークとした分析に加えて、規模や産業、スタイルを揃えた企業群との比較も行なっているが、筆者の知る限り、本邦市場を対象にした分析では、こうした手法は採用されていない。

³⁴⁸ Cai and Wei(1997)はベンチマークの選択がもたらす問題点を回避するために8つのベンチマークを用いた検証を行い、ベンチマークに依らず中長期アンダーパフォーマンスが発生していると報告している。但し、同論文の分析は1971年から1992年である。

³⁴⁹ 翟(2009a,b)は、上場廃止企業を除いた比較を行っており、この批判からは免れる。

³⁵⁰ Ibbotson(1975), Eckbo and Norli(2005)。

³⁵¹ アンダーパフォーマンスの計測上の論点として、イベントスタディに関する議論もある。この点は忽那（2008）の第1章及びその参考文献を参照。

³⁵² 鈴木（2009）については、アンダーパフォーマンスの計測方法の詳細は不明である。

松本(2004)はブックビルディング方式の導入初年度である 1997 年度を分析対象とし、新規株式公開時に利益増加型の利益調整を行うことが、上場後の会計利益にマイナスの影響を及ぼし、その結果、中長期アンダーパフォーマンスに繋がっているかを検証している。分析の結果、上場時に利益増加型の利益調整を行った企業ほど、上場後の税引き前当期純利益や営業キャッシュ・フローが低下し、また、株価パフォーマンスが悪くなる傾向があることを確認している。また、営業年数が長い企業ほど株価パフォーマンスが悪化することも報告している。利益調整と中長期アンダーパフォーマンスの負の関係は、投資家が上場時の財務諸表に記載された情報を信じやすいことを示唆するものであると述べている。

阿部(2005)は、1992 年から 2002 年にかけてジャスダック市場に新規上場した企業を対象に、公開前後の業績変化の特徴と、業績変化と中長期アンダーパフォーマンスとの関係を検証している。その結果、公開直前では高い収益性を示すものの、公開後に収益性が低下する傾向があること、及び、中長期アンダーパフォーマンスの一因に、公開後の収益性の低下が関係していることを指摘している。

翟(2009a,b)は、中長期アンダーパフォーマンスを確認すると共に、新規公開企業の上場前から上場後までの財務パフォーマンスの推移を比較対象企業と比べ、新規公開企業の財務パフォーマンスが上場前年を頂点とする逆 V 字型となることを指摘している。こうした逆 V 字型の業績推移と中長期アンダーパフォーマンスが発生する原因として同論文は、本稿で紹介した利益調整仮説、ガバナンス仮説、機会の窓仮説を挙げている。翟(2006c)は、中長期アンダーパフォーマンスへの影響を分析したものではないが、新規株式公開時に、費用項目の繰り延べや利益項目の繰上げ等が広範に行われている可能性があることを指摘している。

2-3. ロックアップ解除後のアンダーパフォーマンス

ロックアップ契約解除後の株価下落は欧米諸国では広く観察されているが、本邦市場については分析者によって異なった結果が報告されている。船岡(2007)は、新興 3 市場の上場株式を対象に、Field and Hank(2001)と同様の分析手法に依拠した分析を行っている。但し、この論文では、ロックアップ解除に加えて、公開前規制の売却制限期間の終了も分析対象にしている。また、ロックアップ契約は、ベンチャー・キャピタルが関与するものに限定されている。分析の結果、売却制限解除日を含む 3 日間においてマイナスの超過リターンが生じていること、及び、解除日を含めその後数日間に亘って超過売買高が発生していることを確認している。これらを踏まえて、同論文は、本邦では「価格圧力仮説」が成立している可能性があり、「需要曲線仮説」が発生しているとみられる米国とは異なる結果が得られた、と報告している³⁵³。これに対して、ジャスダック市場に限定する一方でベンチャー・キャピタル以外の内部者が関与するロックアップ契約も含めた鈴木(2005)によれば、ロックアップ解除時に株価も売買高も有意な変化を示していないと報告している。

3. IPO サイクル

筆者の知る限り、本邦市場に関して IPO サイクルの有無やその原因を詳細に検証したものは存在しない。敢えて例外を挙げるならば、忽那(2008)、阿部(2006)の分析となる。忽那(2008)は新興 3 市場を対象に、(1) 上場件数や初期収益率が周期的に変動している、(2) 上場件数が、初期収益率が大きい時期の後に増加するという傾向は、マザーズ市場でかろうじて確認される、と報告している。他方、阿部(2006)は IPO サイクルをアンダープライシングの系列相関で評価する立場から、1999 年から 2004

³⁵³ 3 章 2 節を参照。

年にかけて IPO サイクルが発生していたことを示唆している。後述の第 4 節で詳細にみるが、本邦新興市場では上場企業の業種が偏っている。従って、IPO サイクルの原因を巡る諸仮説のなかでも、業種別の特性に関連する「製品市場の競合仮説」、「生産性ショック仮説」、「情報スピルオーバー仮説」に着目した考察が興味深いものではあるが、今のところ、こうした視点の研究は進んでいない。

第 2 節. 本邦新興市場・新規株式公開に係わる制度³⁵⁴

1. 価格決定・割当方式

1-1. 制度概要

1-1-1. 入札方式

入札方式は、1989 年 4 月に前年のリクルートコスモス株譲渡疑惑問題を契機に導入され、その主たる導入目的は、公開価格に一般投資家の需給を反映させ、公開価格と初値の乖離を是正し、また、株式割当の公平・公正性を確保することにあつた³⁵⁵。幾度かの制度変更が繰り返されたが、現行の入札方式は競争入札方式の「複数価格方式（コンベンショナル方式）」を基礎とする仕組みであり、概要は次の通りに纏めることができる。

ステップ 1：新規公開企業が新株発行の取締役会決議を行い、有価証券届出書を当局に提出する。届出書には入札に関する価格情報は記載されない。

ステップ 2：主幹事証券会社が類似会社比準方式によって株価（以下、類似会社比準価格）を算出し、類似会社比準価格の 85% の水準を入札下限価格とする。入札下限価格や入札対象株式数等の情報が記載された第 1 回訂正届出書が当局に提出される。

ステップ 3：通常、上場日の 1~2 週間前の時期に、公募・売出し株式総数のうち 50% を超える部分（入札分）を対象とした複数価格方式による競争入札が実施され、落札加重平均価格が算出される³⁵⁶。なお、入札事務は元引受証券会社から取引所へ委任される³⁵⁷。

ステップ 4：主幹事証券会社は落札加重平均価格を基準としつつ、入札状況、期間リスク、需要見通し等を総合的に勘案して公開価格を決定する。公開価格は第 2 回訂正届出書に記載される。

ステップ 5：入札分は複数価格方式で決まった入札価格、入札株数に応じて、各入札者に配分される。他方、入札の対象外の株式（非入札分）については公開価格で募集を行う。

³⁵⁴ 本節では個別の制度の詳細を解説することはせず、既存研究の結果を解釈するうえで特に重要となる諸点を整理することにする。各制度の詳細に関しては、関連証券諸法の該当条文、日本証券業協会や取引所の諸規則等を適宜参照されたい。制度変遷の経緯や現行制度の概要を簡潔に纏めたものとして佐々木(2007)、忽那(2007, 2008)、が参考になる。また、辰巳(2006a,b,c)は日米両国の新規株式公開を巡る様々な論点を解説しており有益である。なお、説明の便宜上、日本証券業協会の自主規制に関しては、『有価証券の引受け等に関する規則』を「引受規則」、『有価証券の引受け等に関する規則』に関する細則を「引受細則」、『協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則』を「プレ・ヒアリング規則」、『株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則』を「配分規則」と、それぞれ略記する。

³⁵⁵ 金子(2006)は、入札制度の詳細を検討しつつ、本邦入札方式には引受証券会社の利益相反の余地が少ない点を確認している。

³⁵⁶ 入札申込上限株式数の規制（上限 5,000 株）のため、実態として入札参加者が個人投資家に限定されていた。

³⁵⁷ 例えば、東京証券取引所有価証券上場規程施行規則第 247 条~252 条を参照。

ステップ6：非入札分は引受証券会社の裁量で配分される。

1-1-2. 入札方式からブックビルディングへ移行した背景³⁵⁸

入札方式の問題点

上記の目的を持って導入された入札方式ではあったが、導入後に次のような問題点が指摘・認識されるようになり、後述のブックビルディング方式の導入が検討されるに至った。即ち、入札方式の下では、

- (1) 公開価格が高くなる傾向がある。
- (2) 上場後の流通市場での売買高が減少する等し、取引に支障を来す場合が少なくない。
- (3) 公開までが迅速でない（公開するまでに要する長い日数を要する）。
- (4) 配分制限ルールがあったこともあり、投資家の需要が正確に反映されず、また、証券会社の価格発見機能や流通市場に配慮した配分機能が損なわれる。
- (5) 私的情報を持つと期待される機関投資家が実質的に排除されている。

ブックビルディングのメリット

これに対して、ブックビルディング方式には次のメリットがあることが期待され、日本証券業協会等での議論を経て、1997年9月にブックビルディング方式が追加的に認められるに至った。

- (6) 価格発見能力が高いと思われる機関投資家等の意見や需要動向を参考にできるため、市場動向を反映させた公開価格が設定される。これによって、入札方式下で観察された一般投資家の投機色を映じた価格形成を回避できる。
- (7) 発行市場だけではなく、上場後の流通市場まで勘案した需要積み上げによって公開価格を決定することが可能となる。これが、流通市場の投資家の株価に対する信頼感を高める、あるいは、機関投資家等の長期投資家を呼び込むことに繋がる。
- (8) 引受証券会社が主体的に公開価格の決定に関与する結果、上場後に引受証券会社がマーケット・メイク機能を積極的に提供することが期待できる。マーケット・メイクを通じて、流動性の向上に繋がることが期待される。
- (9) 入札方式に比べて手続きが簡素化され、公開に要する日程を短縮化することができる。
- (10) 世界的に利用されていることもあり、グローバル・スタンダードに合致した手法を採用することになる。

では、ブックビルディング方式の導入を要請した上記の根拠は、現時点で振り返って妥当なものであったと言えるのであろうか。この点を考察するには、当時の議論の詳細を踏まえる必要があり本稿では深く立ち入ることはできないが、ここでは、以下の点を指摘しておきたい。

第一は、公開価格の妥当性に関する論拠（1, 4, 6, 7）を現時点で評価するならば、説得的とは言えないであろう。ブックビルディング方式を利用したほとんどの事例において、公開価格が仮条件価格の上限に設定されており、需要申告等を通じて得られる投資家の需要動向に関する情報は必ずしも有効に利用されているわけではないほか、後述の通り、事後的にみれば、入札方式の価格設定はかなり正

³⁵⁸ 以下の議論は主に辰巳・桂山(2003)、佐々木(2007)を参考にした。

確（市場均衡価格に近い水準）であった可能性が高いからである（金子 2006）。

第二は、公開までの期間に関する根拠（3, 9）も、事後的にみれば、説得的とはいえない。現時点では、これを理由にブックビルディング方式が推奨されることにはならないだろう。図表 44 はブックビルディング方式と入札方式のそれぞれについて、証券取引所による上場承認が下りてから上場するまでの典型的な事務フローを示しているが、両手法とも、所要日数は約 1 カ月間で変わらない。なお、本文中で幾度か触れたが、現在はインターネット技術を用いた価格決定・割当方式を採用する等すれば、入札方式でも（入札方式ゆえに）公開までの期間を短期化することが可能と思われる。この点に関しては後述する。

図表 44

第三は、ブックビルディング方式がグローバル・スタンダードであるという理屈は評価が難しいが、少なくとも、ブックビルディング方式を採用したことによって、海外投資家の関心を高めることに繋がった等の具体的なメリットが顕現化したとの報告は見られない。

第四は、ブックビルディング方式であれば引受証券会社がマーケット・メイク機能を積極的に提供できるというメリットに関してである。この点に関する実証分析は今のところ報告されていないため、このメリットが発生した可能性を否定する理由は見つからない。但し、仮に発生していたとしても、当時、本邦新興市場でマーケット・メーカー制度を採用していたのはジャスダック市場だけであるから、その他の新興市場には、この議論は当てはまらない。更に、ジャスダック市場も、2008 年 4 月にはリクイディ・プロバイダー制度に移行しているため、このメリットをブックビルディング方式の優位性の根拠として説明することは、最早出来ないであろう。

このように事後的にみると、ブックビルディング方式に当初期待されていたメリットのほとんどは実現していないか、実現していたとしても、それほど顕著なものではないのではないかと推察されるのである。

1-1-3. ブックビルディング方式³⁵⁹

現行ブックビルディング方式の概要

現行ブックビルディング方式の手続きを簡潔に整理すると、次の通りである。

ステップ 1：主幹事証券会社が新規公開企業の企業価値を算出し、一株当たりの理論価格（ファンダメンタルズ価値）を算出する。主幹事証券会社がどのようにしてファンダメンタルズ価値を算出しているかは外部からは一般に観察できないが、佐々木(2007)によれば、類似会社比準方式や収益還元方式等に依拠しているとみられる³⁶⁰。

ステップ 2：主幹事証券会社は、このファンダメンタルズ価値を基に、新規公開企業と協議のうえ、想定発行価格を決定する。想定発行価格は、上場後の流動性の水準等を勘案し、通常は、

³⁵⁹ ブックビルディングの範囲については、日本証券業協会の規則では、仮条件の決定、需要の調査（及び、調査に係る記録の保存）を指すものとして定義している（引受規則第 25 条、引受細則第 14 条）。従って、ファンダメンタルズ価値の算出、想定発行価格の決定、プレ・ヒアリングはブックビルディングに含まれないと解される。なお、プレ・ヒアリングは、プレ・ヒアリング規則第 2 条に規定されている。本章では、説明の便宜上、特に断りのない限り、ファンダメンタルズ価値の算出以降の一連の手続きを総称するものとしてブックビルディングという用語を用いる。

³⁶⁰ 実務家へのヒアリングによれば、各種のマルチプル（PER、部門別 PER の加重平均、等）を利用するのが一般的と聞かれた。

ファンダメンタルズ価値よりも低い水準に設定されている。想定発行価格が決定された後に新規公開企業は新株発行に関する取締役会決議を行い、想定発行価格が記載された有価証券届出書を当局に提出する。なお、ファンダメンタルズ価値や想定発行価格が、「真」の企業価値をどの程度正確に捉えているかについては、証券会社の能力に依存すると考えることもできる。

ステップ3：次に主幹事証券会社は機関投資家等を対象にプレ・ヒアリングを行い、新規公開企業の企業価値や投資家の需要見込みに関する情報を収集する。ファンダメンタルズ価値の算出と同様に、主幹事証券会社が具体的にどのような情報を投資家に聞いているかを確認する資料はない。また、日本証券業協会の規則等において、ヒアリングポイントが定められているわけでもない。換言すれば、投資家からどのような情報を入手するか、入手した情報が価格算定にどの程度有益なものとなるかは、主幹事証券会社の能力に依存するということもできる。なお、実務家へのヒアリングによれば、例えば、「新規公開企業の投資対象としての魅力」、「比較対象となる類似会社」、「予想株価」、「購入希望株価」、「企業価値算定手法（バリュエーション手法）」等に関してアンケート調査を行う等している模様である（図表 45）。

図表 45

ステップ4：プレ・ヒアリングで得た情報を利用して、主幹事証券会社は仮条件価格を新規公開企業と協議のうえ、設定する。仮条件価格は多くの場合、上限価格と下限価格の価格幅として決定される。仮条件価格及び仮条件価格の水準に関する理由が記載された第1回訂正届出書が発行される。

ステップ5：主幹事証券会社は需要の調査（狭義のブックビルディング）を行う。需要の調査の結果を踏まえて、公開価格が、新規公開企業と主幹事証券会社の協議を経て、決定される。公開価格は仮条件価格の範囲内で決定される³⁶¹。公開価格が記載された第2回訂正届出書が当局に提出される。

ステップ6：公開価格で募集が実施される。主幹事証券会社（及びその他の引受証券会社）の社内配分ルールに従って、証券会社の裁量の下、割当先が決定される。

ブックビルディング方式の割当方式（各社の方針一覧）

本邦でも、ブックビルディング方式の割当方法は、原則として証券会社の自主的な取組みに委ねられている。各社の配分方式を見比べると、抽選方式による株式数の比率等で違いが見られる（図表 46）。なお、ブックビルディング方式による割当先を個人投資家と機関投資家に分けてみると、諸外国では平均的に前者に3割強（後者に7割弱）配分されている³⁶²のに対して、本邦では8割近くが個人投資家に割り当てられている。

図表 46

なお、3章1節で議論したが、アンダープライシングを巡っては投資家間の不公平感の観点から議論があった。この不公平感は、本邦でも入札方式の導入を議論していた1988年当時から問題視されており、この不公平感を解消するために、敢えて割当方法の見直しではなく、公開価格と初値の乖離を

³⁶¹ 公開価格が仮条件価格の範囲内に決定される理由は必ずしも明らかではない。Kaneko and Pettway(2003)は大蔵省のガイドラインによって、公開価格が仮条件の範囲になることが要請されていると指摘しているが、筆者の知る限り、そのようなガイドラインは存在しない。そのほか、佐々木(2007)、忽那(2007)等には、根拠は明記されていないが、「公開価格が仮条件の範囲内で決定される」という文言が散見される。

³⁶² Wilhelm(2005)。

縮小させる方策が模索され、その手段として入札方式が採用されるに至った³⁶³。しかし、不公平感を価格の適正さを通じて是正するはずの入札方式が実質的に廃れ、少なくとも事後的に見れば価格の適正さが入札方式よりも劣るブックビルディング方式が利用されるようになった現在においても未だに投資家間の公平性が議論されている。そして、不公平感の是正の対処策として、現在は、価格の適正さを通じてではなく、割当方式の透明性や数量配分を通じて達成することが企図されている。

1－2．既存研究

1－2－1．価格決定・割当方式とアンダープライシングの関係

価格決定・割当方式とアンダープライシングの関係を巡る既存研究を概観しておこう。阿部(2006)は、1999 年から 2004 年にかけてジャスダック市場に上場した企業を対象にアンダープライシングの発生原因を考察し、勝者の災い仮説が成立している、また、主幹事証券会社やベンチャー・キャピタルによる保証機能は確認できないと報告している。Kaneko and Pettway(2003)は、ブックビルディング方式が導入される前後の時期を含む 1993 年から 2001 年までを対象に、企業属性や市場環境等を調整したうえで両方式を比較している。分析の結果、1997 年以前の入札方式ではアンダープライシングが 11.4%であったのに対して、1997 年以降のブックビルディング方式では 47.6%にまで拡大していると報告している。

これに対して Kutsuna and Smith(2004)はやや異なった主張をしている。1995 年から 1999 年までのジャスダック市場に新規上場した企業を対象に両方式を比較した研究である。同論文の特徴は、ブックビルディング方式（入札方式）を利用した企業については入札方式（ブックビルディング方式）を利用した場合に発生したであろう上場総費用（直接的コストとアンダープライシングの合計）を推定し、企業属性によって有利な価格決定・割当方式が異なっているかを考察している点である。分析の結果、次の諸点を報告している；(1) アンダープライシングの大きさを比較すると、ブックビルディング方式の方が大きい、(2) しかし、（発行規模で加重すると）両方式の上場総費用は大差ない、(3) ブックビルディング方式は企業規模が大きく業歴の長い企業で、入札方式は小規模で業歴が短い企業で、それぞれコスト面で有利になる傾向がある、(4) 入札方式では、小規模な企業が新規公開することを阻害していた可能性がある、等を指摘している。特に最後の点に関しては、入札方式では、質の高い企業がシグナルを送ることができなくなるため、逆選択問題が発生する可能性があるとの見解を示している。

1－2－2．価格に反映されている情報

入札方式

入札方式が採用されていた時期を対象とした研究に金子(2006)がある。同論文は、1993 年 1 月以降の入札方式において、主幹事証券会社が落札加重平均価格を割り引いて公開価格を設定できるようになった点に着目し、主幹事証券会社が公開価格を需給均衡価格（初値）から乖離させて設定している

³⁶³ 例えば佐々木(2007)は 1988 年証券取引審議会不公正取引特別部会の議論を紹介するなかで、同部会の議論を次のように紹介している；「(中略) 公開価格と初値との乖離及び公開株の配分の実態は、一般投資家の不公平感を招く原因となっている。このような不公平感を是正するためには、配分方法を改善するという考え方もあるが、価格の乖離を縮めない以上根本的な改善策とはなり得ず、徒に事務負担が嵩むことになるので適当とは考えられない。むしろ、改善策としては、公開価格と初値の乖離を縮めることを中心に検討を行うべきである。(中略) 公開価格の算定方式としては、一般投資家の需給を反映した形で価格決定することが適当である。(中略) 公開株の一部を入札に付する方法が考えられる」。このように、当時の議論は、アンダープライシングに伴う不公平感の是正には、割当方法の改善では不十分であることを理由に、公開価格を適正に値付けすることが選択されたのである。

のか、あるいは、需給均衡価格と等しくなるように設定しているかを解明した。分析の結果、入札方式下において主幹事証券会社はアンダープライシングを発生させているのではなく、公開価格を適正に値付けしていることを確認している。後述するように、本邦でブックビルディング方式が導入された一つの理由として、入札方式では公開価格が高くなり過ぎる傾向（オーバープライシング）が挙げられていた経緯があるが、同論文の結論は、こうした議論に疑問を呈するものといえるだろう。

ブックビルディング方式

ブックビルディング方式を利用した場合に価格にどのような情報が含まれているかという論点は、ブックビルディング方式が有効に情報を生産できる仕組みといえるのか、という懸念から論じられてきた。こうした懸念は例えば、金融庁懇談会（2006）の次の指摘－「仮条件の設定において明確な基準がなく、その結果、公開価格が需要動向を的確に反映したものであるとは必ずしもいえない」－に顕著に表れている。

この論点に関する既存研究は、ブックビルディング方式の情報生産が必ずしも期待通りではないという見解で一致しつつあるように見受けられる。鈴木(2004)³⁶⁴は1999年から2003年までのジャスダック市場への新規公開企業を対象に、情報顕示仮説を検証している。具体的には、仮条件仲値から公開価格までの価格調整幅を情報顕示仮説において主張されている機関投資家への報酬の代理変数として、この変数と初期収益率の関係を検証している。情報顕示仮説が成立しているならば、代理変数が大きいほど、初期収益率が大きくなる関係が確認されるはずである。検証の結果、代理変数に係わるパラメータが有意ではないことを確認し、情報顕示仮説が成立しているとは考えられないと報告している。同論文では、情報顕示仮説が成立していない一因として、本邦においては、公開価格が仮条件価格の範囲内で設定されていることを指摘している。需要申告を通じて機関投資家から有益な私的情報を収集したとしても、公開価格を仮条件価格の範囲内で決めている限り、公開価格にはそうした私的情報が完全には反映されないことになる。そのほかにも、同論文は、名声の高い証券会社として大手証券会社を想定し、これら証券会社が主幹事証券となるだけでは保証効果は発生しないが、名声の高い証券会社の引受割合を通じた保証効果が確認されると報告している。この理由として、本邦引受業務が寡占的になっており、大手証券会社が主幹事となったかどうかは投資家にとって特段の情報を生み出すことにならず、証券会社がどの程度その企業のリスクを引き受けるかについての引受割合が投資家にとって追加的な情報源になっている可能性を指摘している。また、Kutsuna et al(2009)もブックビルディング方式の新規株式公開を対象とした分析のなかで、想定発行価格から仮条件への変更幅が小さく、公開価格が仮条件の条件に張り付くケースが多いことを確認し、ブックビルディング方式において需要動向が全て反映しきれていない可能性を指摘している。無論、同論文の主張は、機関投資家の私的情報がどれだけ生産されているかを検証したものというよりも、そうした私的情報が、制度的制約のために、公開価格に反映しきれていない点に主眼が置かれている。

これに対して、船岡（2008）は、機関投資家が情報生産に関与する可能性があるプレ・ヒアリングと需要申告の2つの期間に着目した分析を行っている。具体的には、想定発行価格から仮条件（仲値）までの変化幅と、仮条件（仲値）から公開価格までの変化幅のそれぞれが機関投資家への割当比率と相関しているかを計測し、前者の変化幅と機関投資家向け割当比率に有意な正相関があることを確認している。同論文は、この結果から、機関投資家の私的情報が反映されている可能性があると主張すると共に、仮条件価格の設定以降の一連のプロセスのなかで、機関投資家が現行以上に深く関与することが必要ではないかと提言している。

³⁶⁴ 同論文には幾つかの誤植があるように思われる。本稿執筆に際しては、例えば、p677「(略) ブックビルディング前の想定価格から、ブックビルディング後 (略)」の下線部は「仮条件」に、p679「(略) Herfindahl index の符合は正で有意 (略)」の下線部は「負」に、それぞれ読み替えている。なお、同論文に言う「情報生産仮説」をここでは「情報顕示仮説」と読み替えている。

1－2－3．引受業務の競合度

前述の鈴木（2004）は、日米の引受業務の競争環境に関して、次の点を指摘している；(1) 米国では年間 70 社近い投資銀行が主幹事を獲得しているのに対して、本邦では 3 大証券会社が 7 割を占めている、(2) 主幹事証券会社の割当株式に示す割合（分売割合）が、米国の約 40%に対して、本邦は約 60%と高い、(3) 米国では引受シンジケート団に副幹事証券会社が存在するが、本邦にはこうした役割を果たすシンジケートメンバーは存在しない。こうした特徴を持つ本邦市場に関して、同論文は、主幹事証券が多くの影響力を持っている可能性に言及している。同様の議論は金井・角田（2002）にもみられる³⁶⁵。彼等は、米国との比較も交え、本邦引受業務が 10 社の主幹事証券会社に依存している点を「きわめて寡占的な市場」と指摘し、新規株式公開の活性化には、新興市場の整備だけではなく、引受業者の多様化が必要であり、そのためには引受業務の参入規制を引き下げる必要性があることも指摘している。また、金子（2002）は、入札方式が利用可能であるにもかかわらず、全ての新規公開企業がブックビルディング方式を採用している理由について、新規公開企業に対する証券会社の交渉力が強いなかで、証券会社が割当に関して自らの裁量が認められているブックビルディング方式を採用させていることにあると指摘している。これに対して、佐野(2007)は、1997 年、2001 年、2006 年の主幹事会社の引受件数のシェアを観察し、大手証券会社以外の証券会社による市場シェアが徐々に上昇していることを報告している。

2．上場基準・上場手数料

2－1．制度概要

本邦の上場基準は、形式基準と実質基準から成る。形式基準を満たした企業が上場申請を受理され、実質基準による審査を受ける。実質基準では、事業内容や経営体制等も含む多岐にわたる視点から審査が行われる。

形式基準

形式基準には、最低限満たさなくてはならない受付基準³⁶⁶と、申請前の一定期間において行っていない事項を定めた不受理事項がある。不受理事項には、後述の公開前規制のほか、合併や株式交換等に関する事項が含まれる。

実質基準

実質基準は、上場申請会社が、上場会社として相応しい実質的な経営・事業内容を有し、上場後に、公正な株価形成や適正な流動性が確保されるか等を審査するものである。審査項目は一般的に、(1) 企業の継続性及び収益性、(2) 企業経営の健全性、(3) コーポレート・ガバナンスや内部管理体制の有効性、(4) 企業内容等の開示の適正性、(5) その他公益又は投資者保護の観点から取引所が必要と認める事項、から成る。なお、実質基準は、形式基準と異なり、業種、規模等を考慮のうえ、実態把握をするものとされ、画一的な要求を求めるものではない、とされる³⁶⁷。

³⁶⁵ 主に同書の第 5 章。

³⁶⁶ 受付基準の詳細は各取引所のウェブサイト等を参照。

³⁶⁷ あずさ監査法人(2009)。

2-2. 既存研究

新興市場あるいは新規株式公開について、上場基準の観点から行った実証研究は極めて限られている。以下では、数は少ないが、本稿の論点と関連のある研究を概観する。

2-2-1. 上場基準と上場企業の質

翟(2009b)は、東証・大証、ジャスダック市場、「その他新興市場」に分けて、上場前後の業績変化を確認し、次の点を報告している。即ち、その他新興市場に上場する企業では、(1) 総資産や調達規模が相対的に小さい、(2) 総資本営業利益率が顕著な逆 V 字型となる、(3) 中長期アンダーパフォーマンスが顕著である、(4) 上場前の売上成長率が高いが、上場後には売上成長率は急速に悪化する。こうした結果に関して同論文は、質が良い企業は東証・大証、ジャスダック市場に上場し、規模が小さく質の悪い企業が、その他の新興市場に上場するという意味で、新規公開企業が棲み分けていることを指摘したうえで、「上場基準の緩い新興市場がレモン市場化している」と主張している。

2-2-2. 上場基準と利益調整

上記翟(2009a,b)も上場に向けた企業の利益調整を指摘したものであるが、このほかにも幾つかの研究が、利益調整が広範に発生していることを報告している。永田・蜂谷(2004)は上場基準と利益調整の関係を直接的に関連付けしているわけではないが、上場基準（形式、実質）が企業の利益調整行動に影響を与えていることを示唆するものといえよう。即ち同論文は、本邦新規公開企業は、上場時の調整前利益が、前期利益あるいは上場後翌期の予想調整前利益を大きく下回って（上回って）いるほど増加型（減少型）の利益調整を行うことを確認している。換言すれば、新規公開企業は事業が着実に拡大し、業績が順調に推移しているように見せかけるために（「成長を演出する」ために）、利益調整を行っている」と指摘している³⁶⁸。同論文は、この結果を「公開後における株価水準の維持、それによって可能になる株式流動性の確保ならびに成長資金の獲得を意図している可能性がある」と解釈している。

3. 新規株式公開時の情報開示

3-1. 制度概要

3-1-1. 情報開示制度の概要

現行の開示制度を鳥瞰すれば、概ね図表 47 の通りである。以下では、業績予想情報と価格決定根拠（ファンダメンタル価値）に注目して、本邦の現行制度と実務実態を概観する。

図表 47

業績予想情報の開示

既上場企業の業績予想情報は法定開示の対象ではないが、取引所の自主規制の対象とされ³⁶⁹、決算

³⁶⁸ 同論文によれば、新規株式公開前に 3 期連続で増益を達成した企業数は、利益調整の調整前利益の段階では 555 社のうち 22 社（4.0%）に過ぎないのに対して、報告利益の段階では 193 社（34.8%）へと増加している、と報告している。

³⁶⁹ 東京証券取引所における既上場企業の業績予想情報の開示制度を振り返ると、業績予想情報は「要請」による

短信（定期公表）や適時開示（修正公表）によって公表されている³⁷⁰。既存研究によれば、本邦では、ほぼ全ての企業がこれらの方法によって業績予想情報を発表しており、他国に比べて、情報量が多いと考えられている³⁷¹。しかしながら、新規公開企業の業績予想情報は、既上場企業とは少々異なる取り扱われがなされている。即ち、本邦新興市場への新規公開企業（除くジャスダック NEO）は、取引所の要請を受けて、上場承認日（上場の約 1 カ月前）に業績予想値を公表している。この公表は、上場規則や上場審査基準等に明文化されているものではなく、飽くまでも取引所からの要請であり、新規公開企業の自主的な判断に任されているものと考えられる³⁷²。実際に公表されている業績予想情報を確認すると、例えば東証マザーズでは、ほぼ全ての企業において、上場日を含む決算期の決算末日時点の売上高、営業利益、経常利益、当期利益、一株当たり利益、一株当たり配当金に限定した情報を公表している。他方、ジャスダックの NEO では、マイルストーン開示が導入されており、上場承認日に、一定の将来期間に亘る事業計画、収益計画を開示することになっている。

予想情報の利用実態

このように、一般に公表されている業績予想情報の範囲は限られているが、新規株式公開に関与する市場参加者の中には、より詳細な業績予想情報を入手できる立場の者がいる。まず、取引所は通常、上場審査の際に、上場後 2～3 年程度の業績予想値を提出することを求めている。また、主幹事証券会社も、引受審査や想定発行価格を算出する際等に、新規公開企業から詳細な事業計画を徴求している。更に、プレ・ヒアリングに参加する機関投資家も、プレ・ヒアリングの場において、新規公開企業あるいは主幹事証券会社から、当該情報を一部入手していると予想される。

価格決定の根拠等

他方、本邦では、法定開示において、想定発行（売出）価格、発行（売出）価格、仮条件（上限、下限、平均）、引受価額が記載されているが、これらの算定根拠については、仮条件や公開価格の決定の際に考慮した点等に関する定性的な記述が見られる程度で、具体的な算出手法や参照指標等は記載されていない。また、仮条件や公開価格自体に関する記述も、画一的な文言が利用されているのが実態であり、投資家の投資判断に役立つものではないと思われる³⁷³。特に本邦の場合には、想定発行価

公表から「自主規制」による公表へと変遷してきたとされる（太田 2008）。即ち、嘗ては取引所の要請に企業が自主的に応じるという体制であったものが、1999 年 9 月に「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（適時開示規則）」の施行に伴って正式に制度化され、2007 年 11 月には「有価証券上場規程」に反映され、現在に至っている。

³⁷⁰ 定期公表は長らく本決算と中間決算の年 2 回であったが、2008 年 4 月以降には、四半期決算の導入に伴い年 4 回となっている。他方、修正公表の基準は概ね次の通りである；（1）売上高の予想値が 10%以上変動した場合、（2）経常利益の予想値が 30%以上変動しており、且つ、その変動額が純資産額の 5%以上の場合、（3）当期純利益の予想値が 30%以上変動しており、且つ、その変動額が純資産額の 2.5%以上の場合、（4）配当の予想値が 20%以上変動した場合。なお、これらの基準はインサイダー規制の一環として導入されたものであるため、修正公表は金融証券取引法に基づくものである。

³⁷¹ 例えば太田(2006)は「わが国では、他国に先駆けて経営者予想開示制度が古くから確立されており、企業が公表する予測情報に関しては、その頻度や量において、米国のみならず他の諸外国を圧倒している。」と、太田(2008)は「(中略) 経営者利益予想とは、企業の内部者である経営者自らが公表する利益予想のことであり、わが国ではその開示を上場企業に事実上義務付けている。(中略) この経営者予想の開示を制度化しているのが、わが国の財務開示の最大の特徴である」と述べており、一般的に言えば、本邦の業績予想情報は諸外国に比して充実しているようである。

³⁷² 実務家へのヒアリングによる。なお本稿では、業績予想情報が取引所の「要請」によるものなのか、「自主規制」によるものなのかを厳密には確認できていない。

³⁷³ 例えば、仮条件の算定に関しては、プレ・ヒアリングで機関投資家から寄せられた評価について記述がなされた後に、「当該仮条件は、当社の事業内容、経営成績及び財政状態、当社と事業内容等の類似性が高い上場企業との比較、価格算定能力が高いと推定される機関投資家等の意見及び需要見通し、現在の株式市場の状況、足許の新規上場株の株式市場における評価並びに上場日までの期間における価格変動リスク等を総合的に検討して決定

格が事実上、仮条件価格や公開価格の水準決定の際の一つの基準になっているにもかかわらず、想定発行価格の算定根拠について何らの情報開示もなされていないことになる。

3-1-2. 情報開示間隔

4章3節において、情報開示の時間間隔が投資家や主幹事証券会社の行動に与える可能性に言及した。その議論を念頭に置きながら、本邦の情報開示間隔の特徴を確認しておこう（図表48）。第一に、有価証券届出書が公表されてから上場日（あるいは募集期間開始日）までは、概ね1カ月強を要する。発行市場の投資家は、この時間を利用して、新規公開企業の事業内容等を理解し評価することができることになる。第二は、公開価格の決定から上場までの期間が概ね10日程度であり、例えば、米国が公開価格決定の翌日上場することと比較すると、相対的に長い。従って、公開価格と上場日の市場価格が相違する可能性が高い仕組みとなっている（期間リスクが大きくなる制度設計）³⁷⁴。第三に、公開価格が決定されてから約2日後に募集期間が開始される。なお、公開価格が一般に公表されるのは、公開価格決定日の翌日である。これは、実務上、公開価格を記載した（第二回）訂正有価証券届出書を印刷するのに1日程度の時間を要するためと推察される。従って、発行市場の投資家は、公開価格の水準を把握した翌日には、募集に応募するか否かを決定していなくてはならない。換言すれば、1日の間に、公開価格の妥当性を判断しなくてはならないことを意味する。

図表 48

3-2. 既存研究

筆者の知る限り、新規株式公開時における本邦企業の情報開示行動や開示情報の効果を検証した実証研究は限られており、また、新興市場が低迷し始めたと称される2006年以降を対象にしたものはほとんど存在しない。以下では、古い時期を対象にした研究も含め、新規株式公開時における情報開示を巡る議論を概観する。

新規株式公開時の業績予想情報

既上場企業の業績予想情報に注目した研究は多くの研究が蓄積されており、概ね、本邦上場企業の業績予想情報には次のような特徴があるとされている³⁷⁵；(1) 経営者予測は全体的に楽観的であるが、景気拡大期にはその度合いが弱まり、景気後退期には強まる、(2) 小規模企業の方が、予測精度が低く、また、楽観的な予想をする傾向がある、(3) 店頭市場や新興市場の業績予想は、一部・二部上場企業に比べて、楽観的である、(4) 成長企業の予想は悲観的となる傾向がある、等。

した」等と記載されることが多い。他方、公開価格の算定に関しては、「ブックビルディングの状況については、(1) 申告された総需要株式数は公開株式数を十分に上回る状況であったこと、(2) 申告された需要件数が多かったこと、(3) 申告された需要の価格毎の分布状況は、仮条件の上限価格に集中していたこと、といった特徴があり、上記ブックビルディングの結果、公開株式数以上の需要が見込まれる価格であり、現在のマーケット環境等の状況や最近の新規上場株に対する市場の評価、上場日までの期間における価格変動リスク等を総合的に勘案して決定した」等という記述が一般的である。

³⁷⁴ 同様の議論は古くから存在する。例えば弥永(1986)は、新株発行に要する期間（取締役会決議から払込期日まで）が発行価額の公告方法を確定金額表示から算定表示に変更することで縮小したことを指摘し、また、算定表示の変更に伴ってディスカウント率（公正な発行価格に対する実際の発行価額の割引率の意）が縮小する傾向が生まれたことを報告している。同論文は、両者の正の相関関係について、新株発行に要する期間が短縮すると、引受証券会社が追うリスク負担が低下するためであるとの推論を提示している。

³⁷⁵ 既存研究としては、太田(2006, 2007, 2008)、円谷(2008)、大鹿(2008)、須田他(2007)、須田・首藤(2001)等が参考となる。

既上場企業の分析が進む一方で、新規株式公開時の業績予想情報に注目した分析は、筆者の知る限り、音川(2001)のみである³⁷⁶。同論文は店頭市場への新規公開企業を対象に、次の興味深い事実を報告している；(1) 新規公開企業の業績予想情報は、売上高については楽観的であるが、経常利益や当期純利益等の会計利益については悲観的な傾向がある、(2) 海外の新規公開企業や本邦の既上場企業の予想情報と比べた場合に、新規公開企業の予想が不正確であるということはない、(3) 過去の会計情報を基にした時系列モデルによる予測値と比べると、経営者による業績予想情報の方が予測精度が高い。但し、同論文は 1991 年から 1999 年を対象にしているため、例えば、IT バブル以降に上場件数が増加した IT 系ベンチャー企業の業績予想情報の特徴や、ライブドア等の虚偽記載の前後における業績予想情報の特徴や市場の反応等、現下の新興市場を考察するうえで必要となる諸点を分析できていないという限界がある。

第三者の保証効果

第三者による保証効果についてはまず、主幹事証券会社の保証効果に関しては、前述の鈴木(2004)が肯定的な結果を報告している。即ち、同論文は、大手証券会社の引受割合が上昇するほど、アンダープライシングが小さくなる傾向が観察されると報告している。他方、翟(2009b)は引受証券会社の保証効果を直接検証したものではないが、引受証券会社が上場審査等を通じて未公開企業の質をどの程度識別できているかを考察し、大手証券会社の選別能力は取引所の上場基準による質の区分に比べると高くなく、また、中堅以下の証券会社の選別能力とも大差ないと主張している。即ち、主幹事証券会社間による選別能力の差は、主幹事証券会社間の機能の差というよりも、それぞれ棲み分けしている市場間の差に過ぎず、大手証券会社の上場審査の質が高いことを意味しないと指摘している。そのうえで、証券会社の引受審査が横並び的で形式的なものに止まっている可能性に警鐘を鳴らしている。

4. 需給調整制度等³⁷⁷

4-1. 制度概要

需給調整制度・ロックアップ契約

本邦の需給調整制度（OAO、GSO、シンジケートカバー取引）及びロックアップ契約の仕組みは基本的には欧米諸国と類似していると思われるが、幾つかの特徴を整理すれば、次の通りである³⁷⁸；取引所規則等によって、(1) OAO の合計数量は募集・売出し予定数量の 15% までとされる、(2) OAO のショートポジションの解消方法として、GSO、シンジケートカバー取引、発行会社からの第三者割当増資の 3 つ方法がある、(3) GSO の数量は OAO の数量と同数とされる、(4) GSO の権利行使期間及びシンジケートカバー取引の実施期間は、募集・売出しの申込期間の終了する日の翌日から最長 30 日間までとなる、(5) (米国でみられる) ネイキッド・ショートポジションは本邦では利用されていない、(6) ロックアップ契約の期間は 6 カ月間が一般的である、(7) ロックアップ契約が締結された場合には、有価証券届出書等にリスク情報として開示する。

公開前規制

³⁷⁶ 実証的な分析ではないが、瀧田(2002)は、楽観的な業績予想を公表した事例として 2001 年にナスダック・ジャパンに上場したサンテック社を、上場時に示された資金使途とは異なる目的で資金が利用された事例として 2000 年にマザーズ市場に上場したメッツ社を挙げている。

³⁷⁷ 詳細は、日証協の各種規則や本邦市場に関する代表的な研究である Kutsuna et al(2009)、船岡(2007)、鈴木(2005)等を参照。

³⁷⁸ 引受規則 29 条を参照。

ロックアップ契約と経済的な機能が似た制度に公開前規制（上場前の公募または売出し等に関する規制）がある。公開前規制の狙いは、上場前の第三者割当増資や上場直前の株式移動等によって特定の者が利益を得ることを防止する点にあるとされ、云わば、株式上場制度の公平性や信頼性の確保が、その制度趣旨である。公開前規制は、元々は東京証券取引所において運用として行われていたものが、リクルート事件を契機に規則化され、他の取引所及び店頭市場にも適用されるようになってきたものである。従来は第三者割当増資を禁止する等、かなり厳格な内容であってが、累次に亘り、規制内容の緩和・柔軟化が進められてきた（図表 49）。現行制度の概要は次の通りである；（1）割当株式を一定期間継続所有し、且つ、上場申請会社と株式取得者の間で継続所有について確認書を締結すること、（2）当該取引内容を有価証券届出書等に法定開示すること、が必要とされる。こうした条件を満たす場合には、上場前の第三者割当増資や株式移動を行うことは認められる³⁷⁹。なお、ロックアップ契約があくまで任意の私的契約であるのに対して、この公開前規制は取引所の上場規則の一部となっており、当該規制に違反した場合には、上場申請が受理されない（不受理事項）ため、実質的には公規制に近い性格といえる。

図表 49

4－2．既存研究

OA O の利用実態

本邦新興市場における OA O の利用実態を詳細に検討した船岡(2007)は次の特徴を報告している；（1）OA O は規模の大きな企業を中心に利用されている。このことは追加売出しを行える可能性が高いリスクの低い企業が OA O を利用していることを示唆している、（2）3 大証券会社が主幹事証券を務めている案件の方が、そうでない案件に比べて、OA O の採用比率が高い。これは、名声のない証券会社が OA O を用いて顧客との関係強化を図るという米国にみられる仮説に反する結果である。また、Kutsuna et al(2009)は、OA O と価格決定に関して、次の特徴があることを確認している；（1）OA O が利用されるかどうかは、主幹事証券会社の市場シェアや発行規模等から影響を受けている、（2）OA O を利用した場合には、仮条件の価格幅が縮小する傾向があり、また（3）アンダープライシングも小さくなる傾向がある。

既存の実証結果が少ないこともあり、本邦において OA O がどのように利用されているかについて断定的なことは言えないが、本邦では、OA O が利用されるか否かは、OA O に対する新規公開企業のニーズというよりも、主幹事証券会社の属性によって規定されている可能性があるように思われる。換言すれば、OA O を通じて新規公開企業が十分な便益を得ているかどうか、少々疑わしいのではないかと思われる。今後、OA O が新規公開企業にとってどのような便益をもたらしているかに関しても実証的な検証が進めば、本邦における OA O の利用実態と今後の課題も把握できるようになるであろう。

価格安定化効果

上記船岡(2007)は、新規公開案件の需要の強弱を、仮条件仲値から公開価格への修正率を代理変数として利用し、（1）需要の強弱と OA O の設定数量の間には統計的に有意な関係はないこと、（2）需要の弱い案件の場合にはショートカバーが相対的に積極的に実施されていることを報告している。前者の結果は米国における実証報告と異なるが、後者は同様であると指摘している。更に、（3）ショートカバーが実施された企業は、実施されていない比較対象企業と比べると、上場後 3 日後辺りから、株価リターンが相対的に高い、（4）主幹事証券会社は上場後 2 日目に最も頻繁にショートカバーを行

³⁷⁹ 公開前規制の導入経緯等に関しては、久保(2005)の他にも、船岡(2007)、金融庁(2002)、あずさ監査法人(2009)を参照。

う（ショートカバーは最大で上場後 19 日目まで観察された）、また、(5) 大部分のショートカバーは、市場価格が引受価格の 90%以上の水準で実施されている、(6) 市場価格が引受価額を上回る株価水準では、ショートカバーは発生していない、等を確認している。これらの結果を踏まえ、同論文は、主幹事証券会社は自己の利益獲得のためにシンジケートカバー取引を行っているわけではなく、シンジケートカバー取引を通じて価格安定化を図ることによって、情報劣位の投資家が新規公開株式に投資し易い状況を作り出しているのではないか、という解釈を示している。

しかしながら、この解釈には次のような反論が可能ではないだろうか。即ち、(5) と (6) の結果からすると、主幹事証券会社は、市場価格が公開価格よりも低い引受価額よりも高い水準では、シンジケートカバー取引を行っていないことになる。4 章 4 節で用いた図表 39 に従えば、主幹事証券会社はケース 2 ではショートカバーを行わず、あくまでもケース 3 にならないとショートカバーをしないことを意味する。主幹事証券会社がショートカバーから得られる利益はケース 2 よりもケース 3 の方が大きかったことを思い起こすと、船岡(2007)の分析結果はむしろ、主幹事証券会社が自らの利益を重視して行動していることを示唆すると捉えるべきであろう³⁸⁰。

ロックアップ契約の利用目的とロックアップ解除後のアンダーパフォーマンス

鈴木(2005)は、本邦においてロックアップ契約が利用されている理由が米国と異なると指摘している。即ち、米国ではロックアップ契約が企業内部者のモラルハザードを防止するために利用されているとの報告があるのに対して、同論文の分析結果によれば、本邦では質の高い企業が自らの質の高さを市場に伝えるために利用している（シグナル効果）可能性が高いことを報告している。また、ロックアップ満期以降の株価下落は発生していないことも指摘し、その理由として、本邦の場合には、企業内部者が新規株式公開時に売り出すことが多く、ロックアップ満了時には企業内部者による放出株が少ないことを挙げている。

他方、船岡(2007)は、本邦のロックアップ契約の利用状況について、ロックアップ契約を利用した新規公開案件が同じ年の全新規公開案件に占める比率を計測し、この比率が 2000 年以降毎年上昇しており、2006 年には約 4 割に達していることを報告している。このように上昇傾向を辿っているものの、本邦ではロックアップ契約に同意しない株主が多いという特徴があることも指摘している。更に、公開前規制の対象株式数とロックアップ契約の対象株式数を比較し、前者の方が高水準であることを確認している。こうした基礎的な調査結果を踏まえて、同論文はロックアップ契約が情報の非対称性の緩和に役立っているかを、2000 年から 2002 年の新興 3 市場を対象に分析し、次の結果を報告している。第一に、特に経営陣がロックアップ契約に合意した場合には、公開価格は仮条件仲値から上方

³⁸⁰ シンジケートカバー取引がケース 3 の状況でのみ発生していることの背景には、主幹事証券会社の利益追求ではなく、取引所制度が関係している可能性もある。例えば、東証の「シンジケートカバー取引に関するガイドライン（平成 20 年 6 月 20 日）」は、シンジケートカバー取引を行う際の留意点として、次の 3 点を列挙している；

(1) グリーンシュール・オプションを行使することによって権利行使価格で追加売出し分を取得できるにもかかわらず、シンジケートカバー取引により権利行使価格を超えて相場を形成するなど、経済合理性に欠けるとの疑いが強く持たれる買付けを行うこと、(2) 相場が下落傾向にあって、より低い価格で買戻しを行い得ると期待される状況であるにもかかわらず、直前の約定価格の水準を買い支えるような価格・注文数量による買付けを反復継続して行うこと、(3) より低い価格で買戻しを行うために、直前の約定価格の水準を下回る価格で自己の売付けを行ったうえでシンジケートカバー取引を行うこと。このうち (1) の指摘は、市場価格が公開価格と引受価格の間にある状況においては、主幹事証券会社がシンジケートカバー取引ではなく、GSO を行使することによってショートカバーすることが「望ましい」という含意を持っている。証券会社が、この含意を踏まえて、ケース 2 の局面では、シンジケートカバー取引を自粛している可能性はあろう。ケース 2 の局面において GSO ではなくシンジケートカバー取引を望む新規公開企業が存在するとすれば、上記ガイドラインは当該新規公開企業にとっては都合の悪いものといえるだろう。また、上記ガイドラインの (2) は、価格下落を助長する可能性があり、新規公開企業にとっては好ましくない側面があるように窺われる。このようにみると、取引所のシンジケートカバー取引に関連する諸制度を、相場操縦規制等との関連だけではなく、主幹事証券会社の行動や新規公開企業の便益に与える影響も含めて、再検討する余地があるかもしれない。

修正された水準で設定される傾向がある。この点について同論文は、ロックアップ契約が企業の質の高さを示すシグナルとして機能しており、この意味で、情報の非対称性を緩和する効果を有していると指摘している。第二に、ベンチャー・キャピタルのロックアップ契約はシグナルとして機能しているとはいえず、情報の非対称性を緩和しているとは言えないとしている。

5. 売買制度

5－1. 制度概要

本邦新興市場の売買制度は、ジャスダック市場がマーケット・メーカー制度とオーダードリブン制度の選択制を採用していた³⁸¹ことを除き、基本的にはオーダードリブン制度が利用されている。欧米市場で近年採用されているハイブリッド型の売買制度は利用されていない。また、本邦新興市場に関する特徴として、空売りを行うことが相対的に難しい可能性も指摘できる。東証一部上場銘柄のうち約 8 割の銘柄が貸借銘柄に指定されているのに対して、ジャスダック市場とマザーズ市場における貸借銘柄は 2 割以下に留まっている（図表 50）。この背景には、貸借銘柄に指定される条件が市場区分を問わず同一であるために、流動性や株主数が少ない新興市場銘柄がこの基準を満たすことが難しいことがある。

図表 50

他方、取引所における上場廃止に係る制度としては、上場廃止基準に抵触するおそれがある上場有価証券については監理銘柄制度が、上場廃止が決定された銘柄については、決定後 1 カ月間の整理売買のための整理銘柄制度がある³⁸²。このほか、取引所市場を上場廃止になった銘柄のうち、一定の要件を満たす場合には、フェニックス銘柄制度へ移行することが可能となっている。こうした一連の制度的手当てによって、投資家は上場廃止リスクが高まった状況以降において、一定の換金の方が用意されている。

5－2. 既存研究

売買制度の効果

リクイディティ・プロバイダー制が導入される以前を分析した宇野他（2002）は、マーケット・メーカー採用銘柄はオーダードリブン方式銘柄に比べて、取引可能な時間が長いこと、ボラティリティやスプレッドが安定的であることを確認し、マーケット・メーカー方式がオーダードリブン方式を補強または代替する売買手法として定着することが、投資家の取引手法に関する選択肢の拡大等の点から望ましい、と主張している。また、脇屋（2009）は、新規公開企業の上場後の流動性を約定未成立日数を用いて評価し、新興市場に上場した企業の流動性が、東証（一部、二部）上場企業に比べて、相対的に低いこと等を報告している（図表 51）。

図表 51

グリーンシート市場の価格情報

³⁸¹ 2008 年 4 月以降は、リクイディティ・プロバイダー制へ移行している。但し、大証ヘラクレスとの統合に向けて、リクイディティ・プロバイダー制は見直される計画にある。

³⁸² 類似の制度としてはトロント証券取引所の NEX 銘柄制度がある。同制度は、TSX Venture Exchange の上場維持基準に抵触した企業を取引するために 2003 年に開始されている。

本邦にはグレイ市場に相当するような上場前の店頭取引市場は存在しないが、グリーンシート市場から新興市場に上場する事例は幾つか散見される³⁸³。従って、上場前に上場予定株式の情報生産を行なう場として、グリーンシート市場が一定の機能を果たしてきた可能性はある。そこで、グリーンシート市場における取引価格が、公開価格や初値形成とどのような関係にあるか、換言すれば、グリーンシート市場の価格情報が上場時に有益な情報を提供し得るかについて簡単に確認してみる。図表 52 はグリーンシート市場から新興市場に上場した銘柄の一覧である。これをみると次の点が確認されよう。第一に、全ての事例において、グリーンシート最終取引価格が想定発行価格・仮条件・公開価格よりも高い。これは、想定発行価格から公開価格に至るまでの価格設定プロセスにおいて、主幹事証券会社が、グリーンシート市場の取引価格を参考にしていないこと、あるいは、グリーンシート市場の価格から取って低い価格に設定していることを窺わせる。第二に、グリーンシート市場の取引価格と初値を比べると、明確な関係が確認できないこともわかる。欧州グレイ市場については、グレイ市場の取引価格が初値の不偏推定量となっているとの議論があったが、本邦グリーンシート市場の取引情報が初値を正確に予測しているとはいえない。この一因には、グリーンシート市場の最終価格と初値の間に約 1 ヶ月間の時間が経過していることも影響していよう³⁸⁴。厳密な分析が必要であることは言うまでもないが、少なくとも本邦については、ブックビルディングを通じた情報生産機能を代替できるほどの上場前の取引市場が存在しているとはいえないように思われる³⁸⁵。

図表 52

6. 上場廃止制度

6-1. 制度概要

4 章 6 節で述べたように、本邦の上場廃止制度は取引所による自主的な判断に委ねる体制が取られているといえよう。例えば、東京証券取引所における上場廃止の手続きは次の通りとされる。まず、自主規制法人が上場廃止に係る審査を行い、処分その他の措置が適当であると判断した場合には、その判断を受けて、東京証券取引所（上場部）が上場廃止や処分その他の措置を実施する。

欧米の議論や経験を踏まえると³⁸⁶、取引所の自主的な判断が尊重される環境において取引所のエンフォースメントが上手く機能するかが、気になるところである。この点については、後述の鈴木(2005)論文を除くと、実証的な検証は全く進んでいないと思われるが、次のような状況証拠からすると、現時点ではそれほど懸念する必要はないと判断されよう。第一は、本邦の上場廃止基準が基本的には厳格化の方向で鋭意見直しが進められてきた点である。例えば、IT バブル崩壊後に上場廃止基準の厳格化が進められた経緯がある³⁸⁷ほか、最近でも厳格化を求める声が聞かれている³⁸⁸。第二は、取引所が

³⁸³ 欧州グレイ市場ではブックビルディングと同時並行で取引が発生するが、本邦グリーンシート市場における取引は（実態として）新規株式公開手続きが開始される前に終了する。欧州グレイ市場のような取引を本邦でも実現できるかどうかについては、法制度や上場実務の制約、更には投資家の需要（ニーズ）等を踏まえて考察する価値がある。但し、本稿ではこの点には立ち入らず、今後の課題としたい。

³⁸⁴ グレイ市場の最終取引日は上場日の前日であった点を想起して頂きたい。

³⁸⁵ 但し、グリーンシート市場における上場直近 25 日間の取引価格の初値との乖離率は、アンダーブラシングよりも小さくなる傾向はある（図表 52 参照）。

³⁸⁶ 例えば NYSE や香港市場に関しては、取引所間競争のために、上場基準や上場廃止基準を緩和させようとする動きがあったとされる。Macey and O'Hara (2005)によれば、香港では、取引所が収益獲得のために取引審査等のエンフォースメントに注力せずに、上場会社を増加させることを重視し過ぎる点が懸念され、上場権限を取引所から規制当局に移管した経緯がある。

³⁸⁷ 例えば、2002 年の「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」では「金融庁は、平成 14 年度、取引所

私的利益を優先させるために、上場廃止すべき企業を上場廃止とせずにくたとして問題視された事例はおそらくない³⁸⁹。また、前述の通り、取引所の利益相反的な行為を抑制するべく、法的な手当ても整っている。このようにみると、本邦では、上場廃止決定が恣意的に運用されるというリスクが市場の価格形成や投資家行動に影響を与えている可能性は低いように思われる。

その反面、既存株主保護の観点から、上場廃止制度に関して問題提起する立場はあるように窺える。例えば、梅本(2005)は、自主的上場廃止に伴う既存株主保護に関する制度が十分に整備されているとは言い難く、また、制度のあり方について議論が深まっているわけでもない、と主張している。また、本邦に上場する外国企業が上場廃止する際に、本邦投資家を害する危険性があるとも指摘されている。確かに、国内の取引所間競争がさほど強くなく、取引所売買を代替する場もそれほど発達しているわけではないと称される本邦では、例えば東証上場企業の場合であれば、東証から上場廃止になると、流動性が一気に低下することことが容易に予想される。こうした状況のなかでは、既存株主の利益が毀損されるような法制度が存在するかを確認することは必要かもしれない³⁹⁰。

6－2．既存研究

上場基準や上場廃止基準の経済的機能に着目した研究に鈴木(2005)がある。同論文は、新興市場の上場基準・上場廃止基準の相対的な厳格さが、投資家や主幹事証券会社に対して企業の質に関する保証効果（シグナル効果）を持つ可能性に着目している。具体的には、これら基準の厳しさが引受手数料やアンダープライシングに如何なる影響を与えているかを検証している。分析の結果、基準が厳しい市場で公開した企業ほど、引受手数料やアンダープライシングが小さくなる傾向があることを確認し、保証効果を支持している。この分析結果は、主幹事証券会社の上場審査は機能しておらず、上場基準が新規公開企業の質を見極めていると主張した翟(2009b)の議論に通じるものといえよう。また、宇野他（2004）は、上場廃止に着目したものではないが、上場先市場の変更が株価等に与える影響を考察している。1999年から2002年の間にジャスダック市場から東証に上場先市場を変更した企業について、上場先市場変更前後の累積超過収益率を計測し、東証1部への上場変更は、取引の活発化等を通じて、株価にプラスの影響を与えることを報告している。

第3節．未解決の論点

本章前節までにおいて、本邦市場に関する既存研究を概観した。本邦市場に関する実証研究は近年増加してきたとはいえ、未だに未検証の論点が多数残っている。本節では、未解決の論点のうち、新興市場や新規株式公開に係わる制度設計を今後進めていくうえでとりわけ注目されるものを整理する。

本邦（新興）市場の「国際競争力」の評価

等を通じ証券市場の退出基準を厳格化する」とされ、その後、各証券取引所において基準の厳格化（債務超過基準の年数短縮、時価総額基準の新設、等）が実施された。

³⁸⁸ 例えば、日本証券業協会・新興市場のあり方を考える委員会(2009)は、上場廃止基準の見直しや厳格化を提言している。

³⁸⁹ 例えば、東京証券取引所の規定では、時価総額基準に関して、市況が急激に悪化した場合には、取引所がその都度決める基準に従って上場廃止を決定する旨が記載されている（有価証券上場規程 601 条、603 条）。こうした規定を云わば都合良く運用してきたとの批判は、筆者の知る限り、聞かれていない。

³⁹⁰ 本邦の現行制度上は、自主的上場廃止を決定する際に、株主の承認を経る必要性はないため、株主利益が軽視されているとの意見にも説得力があるといえるかもしれない。

2 章 1 節で概観したように、新興市場や新規株式公開の動向は、資本市場の国際競争力の観点からも注目されている。しかし、そもそも市場の「国際競争力」をどのように測るかについては、必ずしも定まった考え方はない。既存研究の評価基準は大きく二つに分かれており、一つは、上場件数・金額等の増勢や世界シェアに着目するものであり、他方は、重複上場企業の市場価格から上場先市場の信頼感（プレミアム）等を計測するものである。既存研究を見る限り、評価手法によって得られる結論にはやや開きがあるようである。従って、本邦（新興）市場の国際競争力を幾つかの評価基準で計測・評価し、今後の市場間競争を勝ち残るための戦略を考察することも肝要と思われる。

多くの中小・ベンチャー企業が新規株式公開を目指さない理由

伝統的なコーポレート・ファイナンスの議論のなかには、中小・ベンチャー企業の最適資本構成は、大企業に比べて、相対的に高い自己資本比率となることを主張する考え方がある。これは、中小・ベンチャー企業のキャッシュ・フローの変動が大きいために、倒産リスクを引き下げるためには自己資本比率が高いことが必要となるから等の理由による³⁹¹。

こうした見解とは異なり現実には、中小・ベンチャー企業のエクイティ・ファイナンスへのニーズは大きくないように見受けられる。図表 53 は中小企業のエクイティ・ファイナンスへの関心度を示しているが、従業員規模が大きいほど新規株式公開への関心が高まる傾向こそあるものの、新規株式公開も含めたエクイティ・ファイナンスへの関心は総じて低い。この背景について中小企業庁（2008）は、中小企業の多くが創業者やその一族が株式の大半を占め、経営の自由度を重視する傾向にあること、金融機関からの借り入れで十分な資金調達が可能であること等を指摘している。前者の点においてエクイティ・ファイナンスが負債調達に比べて劣後するのは避け難いことであるが、後者については、新規株式公開における株式資本コストが競争的な水準に達していないことを示唆するものといえる。また、Honjo and Kutsuna(2005)は、独自のアンケート調査データ等を利用して、ベンチャー企業の上場意欲に影響を与える要因を考察している。分析の結果、研究開発投資意欲の強い企業や若い経営者が起業した企業等において上場意欲が強い反面、家族経営を行っている企業等では上場意欲が低い等と報告している。

いずれにせよ、中小・ベンチャー企業の上場意欲に関する実証結果は、世界的にも進んでいない分野である。今後は、未公開企業の上場意思決定に関する厳格な実証分析を進め、どのような要因が新規株式公開の障害になっているかを把握する必要がある。

図表 53

新規公開企業への需要・供給の動向

IPO サイクルの議論に典型的にみられるように、新規株式公開の動向は時間と共に大きく変動している。我が国でもこれは同様であるが、その原因については必ずしも明らかではない。

図表 54 は、Fama and French(2004)に従って、新規株式市場の需要曲線と供給曲線の動きによって、新規公開企業数と期待リターン（株主資本コスト）がどのように変化するかを示したものである。この分析枠組みを用いて、2000 年以降の動きを示したグラフも記載してある。これらをみると、近年の新規株式公開の背後には次のようなメカニズムが働いていたことが推察される。第一は、IT バブル崩壊直後に概ね該当する 2000 年から 2003 年にかけては、供給曲線が左へシフトした可能性がある。第二は、2003 年から 2005 年頃にかけての景気持ち直し期であるが、この時期には、供給曲線が右にシフトしたことを窺わせる。最後に、ライブドアショック以降の時期にあたる 2006 年から 2008 年にかけては、以前にも増して、供給曲線が左にシフトした可能性がある。

³⁹¹ 例えば、若杉(1988)を参照。

無論、簡易な分析故に、断定的なことは言えないが、2006年以降の新規公開企業数の激減と株主資本コストの上昇が、ライブドアショック等も含めて、新興市場に対する「不信感」が高まったとされる時期と符合する点には注視が必要である。仮に、この図が示唆する通り、ライブドア等の一部の新興企業の問題が、市場全体の供給曲線を左にシフトさせたとするならば、これこそが外部不経済性とも呼ぶべき現象のように思われるからである。このような外部不経済性が本当に生じていたとすれば、制度設計上は、「市場の信頼感」の回復を最大の目的に掲げて、対策を取る必要があるといえる³⁹²。

図表 54

ブックビルディング方式における価格設定・情報生産の実態

本邦ブックビルディング方式を用いた新規株式公開では、想定発行価格、仮条件価格、公開価格、そして市場価格（初値）まで、大きく分けると4つの価格が決定される。これら4つの価格の相対的な大小関係は、平均的には図表15のような関係にある。ここで特に注目されるのは、想定発行価格が仮条件価格や公開価格の水準をほぼ決定している可能性がある点である。換言すれば、プレ・ヒアリングや需要の申告を通じて機関投資家等から私的情報を得た後に決定される仮条件価格や公開価格が、実は、想定発行価格とそれほど異ならない水準に決定されているのである。これは、主幹事証券会社が想定発行価格を決定する際に、実質的には、その後決定されることになる仮条件価格と公開価格の水準を決めていることを示唆する³⁹³。仮に現実の価格設定行動がこのようなメカニズムで決定されているとすれば、プレ・ヒアリングや需要の申告を行うことの意義は低下するといえるだろう。このように考えると、主幹事証券会社が、どのようにして想定発行価格を決めているのか、また、プレ・ヒアリングや需要の申告を通じた情報収集が実態として、どれだけの意味を持っているのか、実態把握を行う必要があると思われる。

上場後のバランスシート調整と中長期アンダーパフォーマンスの関係

中長期アンダーパフォーマンスを巡る各種の仮説のうち、利益調整仮説やガバナンス変化仮説の視点から、上場前後のキャッシュ・フローや利益率の変化を検証する試みは鋭意進められてきた。しかしながら、上場を契機に、新規公開企業のバランスシートがどのように変化し、また、それが中長期アンダーパフォーマンス等のアノマリー現象と関係しているかについては、研究が進んでいない。

図表55, 56はそれぞれ、2000年以降の新規公開企業について、資金使途と上場前後のレバレッジ比率を示している。ここで注目されるのは、資金使途を問わず、上場前後で、レバレッジ比率の水準が大きく変化している点である。この図をみる限り、上場前に高水準となったレバレッジ比率を引き下げたため、あるいは、負債調達が困難になってきたこと等が、新規株式公開の動機になっているようにも推察される。また、これだけ顕著な財務構造の変化を踏まえると、財務構造の変化が株価に何等かの影響を与えた可能性もあると思われる。仮に、上場前後における財務構造の変化が中長期アンダーパフォーマンスと関係しているのであれば、投資家が十分な情報を基に投資判断を下せるようにするためには、上場前の財務情報の開示に加えて、上場後の財務構造に関する何等かの予測情報を開示することも検討に値するのではないかと。

図表 55

図表 56

投資家行動と価格形成の関係

³⁹² Guiso et al(2008)は、投資家の株式市場に対する不信感の増大が、投資家の株式市場への参加の低下と、参加した場合の株式投資額の低下に繋がることを指摘している。

³⁹³ 実務家へのヒアリングによれば、主幹事証券会社が一連の価格決定作業のなかで最も時間と注意を払うのは想定発行価格である、との声が聞かれた。これは、この仮説を支持する見解であろう。

アンダープライシングや中長期アンダーパフォーマンスを投資家行動の観点から考察する必要がある。その際には、発行段階における投資家層と流通市場の投資家層の違いを考慮することが不可欠である。更に言えば、新規株式公開の一連のプロセスにおいて、様々な市場参加者が多様なインセンティブを有して取引に参加することを十分に考慮したうえで、投資家行動と価格形成の関係を考察することが必要である。

質の低下と逆選択・外部不経済性の因果関係

新興市場にどの程度の質の企業が上場されるべきかについては、相対立す見解がある。一つの立場は、そもそも新興市場がリスクの高い企業へ資金を提供する場である点を重視し、質の悪い企業が上場することを完全に排除すべきではないという考え方である。もう一つの立場は、質の低い企業の上場が、投資家の新興市場への不信感を熟成させていると判断し、例えば、上場（廃止）基準の厳格化や、市場統合の必要性を主張する考え方である。

これに対して本稿では、質の悪い企業が排除されるべき条件として、逆選択問題や外部不経済性が一つの判断基準になることを指摘した。但し、本稿もまた既存研究もそうであるが、質の悪い企業の増加が逆選択問題や外部不経済性をどの程度引き起こしたかについては全く検証されていない。この点を厳密に計測・評価することは、今後の制度設計の基礎的判断材料になるものと思われる。

業績予想情報のバイアス

新規公開企業の業績予想情報が、どのようなバイアスを持つのか、また、投資家がどのような情報を重視しているか等については、研究が余り進んでいない。特に、IT バブル前後に何らかの変化が発生していたかについては、全く知られていない。更に、2000 年代以降に利用が開始されたロックアップと業績予想情報の関係性についても、研究成果は今のところない。諸外国の研究成果は、業績予想情報やロックアップ契約が新規株式公開時の情報の非対称性を緩和させていると報告している。本邦において、これらの制度を上手く活用していくためにも、業績予想情報のバイアス等に関する実証的検証が必要と思われる。

法定開示の民事責任の影響

本稿では、法定開示や課徴金の導入等による法的リスクの存在が、新規公開企業、引受証券会社、監査法人等に与える影響を取り扱うことはしなかった。法定開示制度も課徴金制度も近年、大幅に変更されてきた分野であるだけに、これら既往の制度変更が、新規株式公開の一連のプロセスと各市場参加者に与えた影響を考察する必要がある。

シグナル・保証機能の比較

翟(2009b)の指摘は、主幹事証券会社の上場審査は機能しておらず、上場基準が新規公開企業の質を見極めているというものである。この指摘は見方を変えると、引受証券会社の保証効果よりも上場基準の保証効果が機能していることを示唆するものである。このほかにも、新規株式公開時には、様々なシグナルや保証機能が発揮されているとする立場もあった。例えば、新規株式公開の一連のプロセスにおいて、質の高い企業は様々なシグナルを発信できるという議論があった。具体的には、(1) 大きなアンダープライシング、(2) 名声の高い引受証券会社や監査法人の利用、(3) 自発的情報開示、(4) ロックアップ契約の利用、等である。しかしながら、こうしたシグナルのどれが最も有効であるのか、企業はどの手法を重視しているのか、それぞれの手法は互いにどのような関係にあるのか等については、十分な説明が進んでいない。このため、シグナル機能を強化するために、法制度や実務慣行等をどのように修正することが効果的であるかについても、よく判っていない状況にある。こうした論点を明らかにすることができれば、不要な機能を排除して、新規株式公開の各種取引コスト（手数料等）を削減することに寄与するかもしれない。

第4節．制度設計への示唆

証券発行に関する最近のレビュー論文である Eckbo et al(2007)は、新規株式公開を含め証券発行に関する理論・実証研究は未だに多くの論点に対して明確な答えを用意出来ていないと指摘している。また、本稿で紹介した新規株式公開に係わるアノマリー（アンダープライシング、中長期アンダーパフォーマンス、IPO サイクル）を巡る理論・実証分析も未だに全てのアノマリーを統一的に説明できているわけではない。更に、アノマリー現象だけではなく、本稿で注目した各種制度が果たしている機能についても、制度間の相互依存関係を考慮した分析はそれほど蓄積されているわけでもない。特に、アノマリー現象を抑制するうえで、どのような制度設計が求められているかについては、ほとんど分析は進んでいない。更に言えば、市場参加者の実際の行動すら解明されているわけではない。とりわけ、主幹事証券会社が仮条件価格や公開価格をどのように設定しているのか、また、機関投資家がブックビルディング方式においてどの程度の私的情報を生産しているか等、新規株式公開の本質的な論点が解明されていない。こうした現状を踏まえると、新興市場や新規株式公開について包括的な理解を深めるには、更なる研究の蓄積が必要であることは論をまたない。

このように著しく情報が不足するなかで、新規株式公開や新興市場に関する制度設計を考察することは、極めて難しい作業である。以下では、新興市場や新規株式公開の望ましい姿として2章で提示した考え方に沿って、本稿の議論で明らかになったことを拠り所にしつつ、今後の制度設計のあり方を考えてみたい。

1．資金制約の緩和

1－1．資金調達手段間の競争

前述の通り、本邦では中小・ベンチャー企業の新規株式公開への関心は総じて高くなく、その一因に、株式資本コストが魅力的な水準に達していないことが示唆されていた。新規株式公開時の株式資本コストが競争的な水準よりも高くなっている理由として、取引効率性が満たされていないこと等が考えられる。図表57は新規株式公開時の株式資本コストの構成要素を示している。制度設計に際しては、資本コストを構成する各要素のうち、どの部分が資本コストを大きく引き上げているかを実証的に確認したうえで、資本コストを極力抑制するための方策を検討していくことが必要となろう。

図表 57

1－2．多様な企業の上場促進

上場基準における「成長性」の捉え方

エクイティ・ファイナンスへの関心を示す中小・ベンチャー企業の比率が低いとはいえ、中小企業の絶対数に鑑みれば、新規株式公開を予定・希望している企業数も相当数に上るはずである。図表58は中小企業全体と、新興市場の既上場企業、及び、上場を予定・希望している企業について、業種別の分布を示している。上場予定・希望企業の計数はアンケート調査によるものであるため、実態比過小評価されている。この図表から、次の点を読み取ることができる；(1) 過小評価されている数字で

あっても上場予定・希望数は 860 社に上っており、これは新興 6 市場の既上場企業³⁹⁴の約 65%に匹敵する、(2) 既上場企業の業種分布は中小企業全体や上場予定・希望企業の分布と異なっており、既上場企業は相対的にサービス業、情報・通信業に偏っており、建設業や製造業が少ない、(4) 上場予定・希望企業の分布も中小企業全体とは異なっており、製造業が相対的に多い。

図表 58

これらの特徴は、上場予定・希望企業の全てが上場できているわけではなく、何等かの理由から実際に上場まで辿り着ける企業が一部の業種に偏っていることを示唆するものである。つまり、上場しやすい業種（例えば、情報・通信業）と上場しにくい業種（例えば、製造業）が生じている可能性があるのではないかと推測される。業種によって「上場のし易さ」が何故異なっているかについては、詳細な実態把握が必要ではあるが、直観的には、現行の上場基準が業種特性を勘案することなく、画一的に設定されていることが、その一因であると推測される³⁹⁵。具体的には第一に、上場基準のうち形式基準の多くが業種特性を反映して設定されているわけではない点である。この結果、業種によっては、その業種特性のために、形式基準を満たし難い状況にあるのではないかと推測される。第二は、実質基準の際に勘案される「成長性」の解釈のされ方である。即ち、上場希望企業が成長性という視点から判断された場合に、特定の業種が上場し易くなり、別の業種では上場が非常に困難になっている可能性があるように窺われる。特に IT バブル期においては、情報・通信業は、建設業や製造業等といった他業態に比べて、高い「成長期待」が認められ、比較的容易に上場できた可能性があろう。いずれにせよ、今後は、業種別の属性を考慮した上場基準や市場区分をより積極的に利用していくことも検討されて良からう。

他方、上場廃止基準においても、業種特性をある程度考慮することが必要となるかもしれない。業種によっては、その業種特性（収益特性、等）から、上場廃止基準に抵触し易いことも想像される。業種に関係なく一律に設定された数値基準が利用される場合には、業種特性のために当該基準に抵触した企業が仮に、企業の質という面で問題がなかったとしたら（例えば、逆選択・外部不経済性を引き起こしていない、等）、当該企業を上場廃止にすることは、社会的な費用を生み出す可能性があるようにも思われる。

実質基準の客観的な運用

実質上場基準の運用が変更された結果、一部の業種の上場を一層厳しいものになっているとの意見が聞かれる³⁹⁶。仮に、取引所の実質上場基準がその時々に応じて変化しているのが実態であるとすれば、こうした行動は新規株式公開を検討している企業の立場からみれば、上場可能性の不確実性が増大することを意味する。最悪の場合には、上場へのインセンティブを失わせる効果を持つことになろう。こうした点を念頭に置くと、今後の制度設計・制度運用に際しては、業種別の特性を十分に考慮し、また、客観的で予見可能性の高い上場審査を進める必要があろう。具体的には、業種別の投資資金やキャッシュ・フローの特性等を反映した上場基準を策定するほか、実質上場基準の運用に際しては業種特性を十分考慮に入れることに加えて、極力客観的な運用、及び、実質上場基準に何らかの数値基準がある場合には、それを開示する等の対応に努めるべきであろう。

³⁹⁴ 2009 年 3 月末で 1,313 社である（日本証券業協会・新興市場のあり方を考える委員会 2009）。

³⁹⁵ そのほかにも、IT バブル期を中心に、情報・通信業に属するベンチャー企業が積極的に新規株式公開を目指したこと、投資家もこれら企業に高い価値を見出したこと等も考えられる。

³⁹⁶ 実務家からのヒアリングによれば、一部の新興市場において、バイオベンチャー企業の実質上場基準（新薬開発段階に関する基準）が厳格化され、従前の基準であれば上場が認められていたはずの企業が上場許可を得られなかった事例が発生した模様である。

1－3．様々な上場ニーズの実現

企業が新規株式公開を目指す目的は資金調達に限らず、知名度の向上やコーポレート・ガバナンスの改善等、様々である。この点は、2章で新規株式公開の便益に関して詳述した通りである。実際に、前述の帝国データバンク（2009）のアンケート調査結果によれば、上場を目指す理由の上位から順にみると、「知名度や信用度の向上」、「資金調達力の向上」、「人材の確保」等となっている（図表 59 参照）。

図表 59

ここで注目すべきは、知名度の向上を主目的に上場する企業と資金調達力の向上を主目的に上場する企業では、望ましい価格決定・割当方式が異なる可能性がある点である。例えば、知名度の向上を目的としている企業は、上場時の株式資本コストが仮に最小化されなくても、知名度の向上がより効果的に達成できる方法を望む可能性がある。知名度が向上し、それが上場後の好業績（顧客基盤拡大、売上増加、等）に繋がれば、長期的にみた場合には、利益最大化に資するからである。実際に、米国企業の上場行動について、短期的な資本コストの上昇に繋がるものの、知名度向上のために価格決定・割当方式に工夫を施す動きがあると指摘されている³⁹⁷。

このように様々な上場ニーズを持つ企業が存在することを前提にすると、現行のように価格決定・割当方式がブックビルディング方式に限定されている状況は好ましくない。企業が自らの上場ニーズと経営戦略に照らして最適な手法を選択できるように、価格決定・割当方式の自由度を高める必要があるだろう³⁹⁸。そのためには、例えば、次の諸点を検討してみる価値があるのではないかと考える。

- (1) ブックビルディング方式と入札方式が利用可能であることを市場参加者（特に新規公開企業）に幅広く周知する。そのために、主幹事証券会社が各方式を新規公開企業に説明する義務を行政上あるいは自主規制上、明確化する、また、取引所自らも各方式の予想されるメリット・デメリットを関係者に周知する。なお、取引所が、新規公開企業から両方式を検討したことの確認書を受領するということが有効と思われる。
- (2) 上記 2 方式以外にも、各種のハイブリッド方式、インターネットを利用した方式、欧州の Competitive IPO に類似の方式等、多様な方式を利用できる環境整備を進める。例えば、証券会社が新たな手法を事前に当局や取引所等へ申請し、関連諸法・規定等に照らして問題がない場合には、当該手法が利用可能であることを関連規則・規定に明記する。

2．情報効率性の向上・情報の非対称性の緩和

本稿を通じて度々強調してきたように、新規株式公開時には、市場参加者間の情報格差が様々な形で出現し、また、情報格差の度合いも大きい。従って、新規株式公開時の情報開示は既上場企業より

³⁹⁷ 前述の Fleischer(2005)は幾つかの事例を報告している。例えば、2004 年のグーグル社の新規株式公開では、企業ブランドや顧客層の拡大を図るためにインターネットを用いた入札方式を利用し、また、創業者の経営権を確保するために議決権が 10 倍異なるクラス A とクラス B の 2 種類の株式を発行した、とされる。なお、米国におけるインターネット IPO については、1996 年のスプリングストリート社が最初の事例とされる。詳細は梅本(2005)、Fleischer(2005)を参照。

³⁹⁸ 佐々木(2007)の解説によれば、1997 年 6 月の証券取引審議会においても、「(中略) ブックビルディング方式を導入した場合においても、現行方式（筆者注：入札方式）も存続させ、いずれの方式を採用かについては、発行者と引受証券会社がそれぞれのニーズに応じて判断できるようにすることが望ましい。その結果、関係者の選択の自由が認められることを通じて競争が促進され、この面からも証券市場の効率化に資することが期待される」と議論された模様である。

も充実している必要があると考えることもできるだろう。4 章 3 節で指摘したように諸外国では、新規株式公開時における情報格差の緩和のために、業績予想情報、ファンダメンタルズ価値の開示を促す制度手当があつたほか、企業が自主的な対応として、ロックアップ契約を利用していた。ファンダメンタルズ価値を公表させると、主幹事証券会社の価格算定能力に対する市場規律を発揮させる効果も発生する可能性があることも指摘した。以下では、こうした議論に注目しつつ、情報効率性の向上・情報の非対称性の緩和の観点から、制度設計上の示唆を整理する。

2－1．開示情報の見直し

自発的開示の促進

情報効率性を向上させる、あるいは、新規公開企業とその他の市場参加者間における情報の非対称性を緩和するために、新規公開企業が自発的に情報開示を行う環境が整っている必要がある。自発的に情報を開示する行為自体、あるいは、自発的に開示された情報はシグナルとして機能する可能性があつた。つまり、企業は自らの質に関する情報（シグナル）を自発的に開示することを通じて市場参加者に伝達することができる。このシグナル機能が発揮されるには、当然、自発的開示を可能とする法制度、実務環境が必要となる。

自発的情報開示は「自発的」なものであるから、基本的には、開示をするか否かは企業の自由意思に委ねられているはずだが、本邦の実務慣行等を勘案すると、自発的情報開示が阻害されている可能性があるように窺われる。従って、新規公開企業が自発的に情報開示を行い、それによって自らの質を市場参加者に適時に伝達できるようにするために、次の点を確認・検討する必要がある；(1) 新規公開企業が自発的に開示している業績予想情報がほぼ同一範囲に限定されている理由が、仮に、取引所が開示範囲を実態として規定していることに求められる場合には、当該実務対応を見直すことを検討する、(2) 他方、画一的な情報開示に止まっている理由が、自発的情報開示を行うことに伴い将来的に発生する法的リスク（損害賠償責任、等）にある場合には、取引所制度等において、当該法的リスクを減ずる方策があるかどうかを検討する、(3) 上記の背景が如何なるものであるにせよ、新規公開企業が自発的に情報開示を行うことは、基本的には推奨されるべきことであり、新興市場の運営者は自発的情報開示を効率的に行うような制度手当でも検討する、(4) 他方、経営者等による恣意的・作為的な情報開示（例えば、過度に楽観的な情報開示）を抑制するために、取引所等が開示情報の正確性を事後的に検証すると共に、何らかの合理的な基準・諸手続きを定めることも検討する。

こうした措置によって、自発的開示情報の量が拡大し、また、企業間の対応に違いが発生することによって、投資家は当該企業の企業価値をより正確に判断できるようになると期待される。

開示範囲の拡大

新規公開時の制度開示の対象情報にファンダメンタルズ価値に関する情報を含めることは検討価値があろう³⁹⁹。まず、ファンダメンタルズ価値の水準、あるいは、その算定根拠等に関する情報が開示されることによって、投資家や新規公開企業にとって幾つかのメリットをもたらすと考えられる。第一は、投資家がファンダメンタルズ価値と想定発行価格以降の一連の価格情報（仮条件価格、公開価

³⁹⁹ 実際の制度導入方法としては、これら情報を取引所の規則で開示させることで十分な効果が期待できるかもしれない。取引所の規則により開示される業績予想は、金商法における「その他の資料」として利用できる（企業内容等開示ガイドライン 13-4）。つまり、業績予想情報を募集・売出しのために使用することができるが、その際には、虚偽の表示又は誤解を生じさせる表示をしてはならない、ことになる。なお、同ガイドラインによれば、業績予想等を使用する場合には、当該業績予想等の根拠となる前提についても併せて表示する（同 13-8）、とされている。こうした既存の枠組みを踏まえると、ファンダメンタルズ価値や業績予想情報が取引所規則で定めた開示情報に含まれれば、虚偽記載等を抑制しつつ、算定根拠等を公表する必要性が出てくるように思われる。

格、市場価格)を比較することで、投資判断を下せることである。第二は、投資家や新規公開企業が主幹事証券会社の価格算定能力を比較できるようになる点である。引受業務における競争が余り働いていない可能性が指摘されていたことを踏まえると、価格算定能力に関する情報が増加し、引受証券会社間の競争が高まることは望ましいと思われる。第三は、ファンダメンタルズ価値を開示させることによって、主幹事証券会社が意図的にアンダープライシング(オーバープライシング)を引き起こすことが困難になり、これが調達額の増加という形で、新規公開企業に対して便益をもたらすと予想される。なお、ファンダメンタルズ価値ではなく、想定発行価格の詳細な算定根拠を制度開示に含めることによって、ほぼ同様の効果を達成できる可能性がある⁴⁰⁰。

機関投資家と個人投資家の情報格差の緩和

ブックビルディング方式では、プレ・ヒアリングの対象となった一部の機関投資家(以下、この小節で「参加投資家」とその他の投資家(「不参加投資家」)との間に情報の非対称性が必然的に発生する。勿論、この情報の非対称性が直ぐに問題視されるべきというわけではなく、例えば、参加投資家は情報生産に伴うコストを負担するのであるから、何らかの形で対価を得る必要はあり、そのためにアンダープライシングが必要とする見解も示されていた(情報顕示仮説)。また、日本証券業協会(2007)は、参加投資家からのヒアリング内容を開示することは参加投資家との守秘義務等の観点から難しいとの見解を示したうえで、当該ヒアリング内容を情報開示することにした場合には、参加投資家の情報生産インセンティブが失われる可能性に言及している⁴⁰¹。しかしながら、これらの議論は、参加投資家のインセンティブを考慮に入れたものではあるが、不参加投資家のインセンティブまでは考慮していないという意味で、十分な議論とは言えないのではないか。不参加投資家のインセンティブまでを考慮に入れると、ブックビルディング方式や上記の情報の非対称性には、次のような問題を指摘することができると思われる。

第一は、本稿で繰り返し紹介してきた論点であるが、プレ・ヒアリング等を通じて引受証券会社が新規公開企業等に対して情報優位に立つ結果、利益相反行為が発生する可能性である。利益相反の可能性として既存研究は、スピニング等の優先的な割当だけではなく、上場後の需給調整制度についても生じる可能性がある点と指摘している点は十分に留意する必要がある⁴⁰²。第二は、不参加投資家が情報を生産するインセンティブを失う可能性が高い点である。不参加投資家が参加投資家への報酬としてアンダープライシングが生じることについて確信を持つと、彼等は、専ら、このアンダープライシングから得られる投資リターンを求める行動に出ることになり、自ら情報生産をしようとは思わないであろう。換言すれば、アンダープライシングが発生すると期待形成はフリーライドを助長することになると予想される⁴⁰³。

なお、不参加投資家のフリーライドを勘案すると、本邦の新規株式公開における幾つかの観察結果―重複申告、空積み、上場直後の高い売買量とその後の減少、等―は当然の結果とも思われる。即ち、不参加投資家は、アンダープライシングが発生すると予想される状況では、発行市場での応募を積極化させるであろう。これは重複申告や空積みにつながる。また、こうした超過応募や顕著なアンダープライシングは、不参加投資家のうち割当を受けられなかった情報劣位の投資家を一時的に流通市

⁴⁰⁰ 実証的な検証は見受けられないが、3章1節で紹介したプロスペクト理論仮説が本邦で成立しているとすれば、想定発行価格の算定根拠を公表することには意義があると考えられる。即ち、新規公開企業やプレ・ヒアリングに参加する投資家が、当該新規公開企業の企業価値を想定発行価格を基準に判断しているとすれば、想定発行価格の算定根拠を公表することによって、新規公開企業やプレ・ヒアリングに参加する投資家の合理的な判断を助けることに寄与すると予想される。

⁴⁰¹ 同報告書 p18 を参照。

⁴⁰² 例えば、Jenkinson and Jones(2007)。

⁴⁰³ 勿論、投資家全体でみた場合の情報生産コストが低下するという効果がないわけではない。

場に誘い込む効果を発揮するのではないか。換言すれば、超過応募やアンダープライシングの実現は、一般投資家に対して、当該銘柄は優良銘柄であるとか、儲かる銘柄であるという印象を与えるという一種の宣伝効果を持つと予想される⁴⁰⁴。更に、流通市場に情報優位投資家と情報劣位投資家が存在すると、情報優位投資家の戦略的な行動によって、市場価格がファンダメンタルから乖離することが知られている⁴⁰⁵。こうした宣伝効果と投資家間の取引行動を通じて、上場直後の株価や売買高が一時的に上昇・増加する可能性がある。

では、こうした問題への解決策はどのようなものであろうか。基本的には、参加投資家にも不参加投資家に対しても情報生産インセンティブを与えることが条件となろう。具体的には、次のような方策の中から、本邦に最も適した方策を選択していくことが考えられる⁴⁰⁶。

- (1) プレ・ヒアリングにおける情報を広く投資家に公表する⁴⁰⁷。
- (2) ハイブリッド方式を利用する。プレ・ヒアリングに参加した機関投資家に対してはブックビルディング方式で割当先を決定するが、それ以外の株式については、プレ・ヒアリングに参加した機関投資家から得た私的情報を参考にして決定したファンダメンタルズ価値を用いて、固定価格方式や入札方式を通じて配分する。
- (3) 情報生産と割当機能を分離する。例えば、Competitive IPO の一連の機能が参考になろう。

2-2. 情報開示間隔の見直し

情報開示間隔の見直し

発行市場に応募する投資家が情報に基づく投資 (informed investment) をすることを促し、また、informed investment ができる環境を確保するためには、公開価格の決定日（あるいは第二回訂正有価証券届出書提出日）から募集期間の開始日までの期間を延ばすことが有効ではないだろうか。他方、募集開始日から上場日までの期間は、「期間リスク」を高める弊害を持つのであるから、短縮することが望ましい。こうした所要日数の変更を行うには、勿論、関連諸法、実務実態も踏まえる必要性はあるが、例えば、インターネット技術等を利用することで事務手続きを大幅に短縮化・効率化できる可能性を考慮に入れる必要があるだろう。

想定発行価格の決定時期

想定発行価格は主幹事証券会社と新規公開企業の間で協議の上、決定されていると言われている。両者の間でどのような情報が取り交わされ、また、どのタイミングで協議されているかを示す客観的な資料はないが、実務家へのヒアリングによれば、主幹事証券会社は上場承認日の直前に協議を行う場合が多いとされる。一つの理由は、直近の市況動向を価格に反映させたいからと推察されるが、別の理由として、上場承認の直前に敢えて協議をすることによって、新規公開企業が想定発行価格の妥当性を十分に検証できないようにしていることがあるとされる。これは、想定発行価格が低いという批判が新規公開企業から出てくることを回避するためであると考えられる。仮に、こうした実務実態

⁴⁰⁴ 3章1節の興行主仮説に近い考え方である。

⁴⁰⁵ 3章2節の楽観的投資家仮説のほかにも、投資家行動が資産価格に与える影響を論じた DeLong et al(1990), Baker and Wurgler(2006)等の議論とも係わる。

⁴⁰⁶ このほかにも、例えば、業界団体等が、主幹事証券会社別（ベンチャーキャピタル別）にアンダープライシングや中長期アンダーパフォーマンス等の情報を一般に公表することを通じて、各種の市場規律を発揮させることも考えられよう（このアイディアは、神戸大学大学院忽那教授との議論によるところが大きい）。

⁴⁰⁷ 例えば、全米証券業協会とニューヨーク証券取引所の共同諮問委員会も同様の提言を行っている（図表3参照）。

があるとすれば、自主規制等を通じて、公正な実務慣行を確立する必要がある。

2－3．入札価格方式の利用価値の周知

前述の通り、新規公開企業の企業属性、あるいは、市場環境によっては、入札方式の方が取引効率的に価格を発見できる可能性がある。現行の実務では、主幹事証券会社は新規公開企業に対して入札方式の説明をそもそもして行っていないと推察されるが、入札方式とブックビルディング方式のメリット・デメリットを客観的に説明することが必要である⁴⁰⁸。

3．取引効率性

3－1．上場諸費用（直接的コスト）の引下げ

新規株式公開を希望している企業が何故上場に辿り着けないかを別の観点から考察する。図表 60 は上場を断念した企業を対象に、その理由を聴取したアンケート結果である。サンプル数が少ないため、その精度については一定の幅を持って評価する必要はあろう。アンケート結果から次の点を、制度設計への示唆として導くことができよう。第一に、取引効率性が達成されていないことが、企業が上場を断念する背景にある。「上場後のコストや手間を考慮」や「内部体制の整備の困難」といった回答の高さがこれを裏付けるものである。第二は、上場基準が上場の障害になっている可能性である。上場基準のうちどの基準が最も制約になっているか等の詳細を把握する必要はあるが、上場基準をどの程度厳しいものにすべきかを、改めて考え直すことが必要であろう。その際には、2 章で紹介した米国成功ベンチャーの事例も念頭に置くことが必要ではないか。即ち、米国には、上場時点から数年間経過しても利益を計上できなかった企業が、今や世界的を代表する企業にまで成長した事例が散見されるという事実である。そして、これを支えたのが、NASDAQ 市場における「緩い」上場基準・上場廃止基準と、利益の計上できていない企業が追加増資を数度に亘り実施することを認めた投資家の存在であった。このようにみると、様々な業種から成長ポテンシャルを持つ企業が新規株式公開を目指すような環境整備を進めるという視点に立つと、少なくとも業種横断的で画一的な上場基準や実質基準に偏重するのではなく、業種や技術特性を十分に考慮に入れられるような制度設計が求められているといえよう。

図表 60

3－2．価格決定・割当方式における取引コストの引下げ

既述の通り、我が国では現状、ブックビルディング方式だけが利用されている。これに対して欧米諸国では、新たな価格決定・割当方式を利用する等の取組みが進んでいる。例えば、米国ではインターネットを利用した公募や流通市場の整備が進展しており、取引コストの削減という観点では、一定の効果が確認されている模様である⁴⁰⁹。欧州でも、グレイ市場や Competitive IPO を活用する等して、情報効率性の向上等を進めている。こうした取組みを参考にしつつ、本邦でも取引コストの削減に寄与するようなイノベーションを促す必要があろう。

⁴⁰⁸ 筆者の調べた範囲ではあるが、日証協、各取引所、監査法人等による新規株式公開に係る各種書類・書籍においては、ブックビルディング方式は詳述されているが、入札方式に関して詳しく解説したものはない。

⁴⁰⁹ 前述の梅本(2005)を参照。

3-3. 売買制度の見直し

本邦新興市場では、新興企業が自らの意思で売買制度を選択する余地がほとんどない。新興企業のような流動性がそもそも低くなる特性をもった銘柄に対して、どのような売買制度が適切であるかを再検討する必要がある。とりわけ、欧米における各種のハイブリッド方式（オークイディティ・プロバイダー制度、指定マーケット・メーカー制度）等が有する情報生産機能と流動性機能を参考に、新興市場銘柄の属性に適した売買手法を、中長期的課題として、研究していく必要がある。

また、グリーンシート銘柄が取引所市場に移行する場合には、現在、上場承認日にグリーンシート銘柄としての登録が取り消される実務となっている⁴¹⁰。通常、上場承認日は上場日の約1カ月前であるので、取引所に上場が決まったグリーンシート銘柄は上場承認日から上場日までの約1カ月間、市場価格がつかない状態となる。欧州のグレイ市場の機能が示すように、上場前の店頭市場等における価格情報は、新規株式公開時の価格設定において有益な情報源となり得る。こうしたメリットに鑑みると、グリーンシートから取引所への移行期間の短縮等を検討する価値があるのではないだろうか。最後に、上場廃止後の取引の場であるフェニックス銘柄制度に関しては、現状、市場規模は極めて小さい。この原因が需要サイドにあるのか、供給サイドにあるのか等、根本的な実態把握を含めて、何か問題が発生しているかを考察する必要がある。

4. エージェンシー問題の抑制

4-1. 利益相反情報の開示

引受証券会社の行動に内在するエージェンシー問題を抑制するには、なによりもまず引受証券会社の忠実な行動が求められるが、そのほかにも、現行の利益相反管理態勢制度の実態を踏まえて、必要があれば、IOSCOの提言にあるように、利益相反情報を顧客（新規公開企業）に対して開示することの必要性を検討することが望ましい。

4-2. 価格決定と割当機能の分離

ブックビルディング方式における価格と割当先の裁量的な決定権がもたらす弊害を減じるためにも、諸外国で取り入れられている各種の価格決定・割当方法（例えば、ブックビルディング方式とその他の価格方式のハイブリッド方式、Competitive IPO、Open IPO[®]、等）を本邦に導入することも検討する必要がある。特に、価格決定と割当先の決定をどのように分離することが適切かについて、金融仲介業者だけでなく、中小・ベンチャー企業からのニーズを聴取したうえで、検討を深める必要がある。

4-3. 引受業務の競争環境の確保

本邦引受業務については、観察事実から判断する限り、例えば米国に比べて、一部の証券会社の市場支配力が大きい可能性がある。また、証券業務全般についても競争がそれほど強くはないとの見

⁴¹⁰ グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄に関する規則により、証券業協会が「グリーンシート銘柄等が取引所金融商品市場に上場されることとなった場合（36条5-1）」に指定を取り消すことができる、とされる。

方もある⁴¹¹。仮に、引受業務の競合度合いが低いのが実態であるとする、主幹事証券会社への名声効果（市場規律）が十分に機能していない可能性がある。既述の通り、引受証券会社の名声効果はアンダープライシングを抑制する等を通じて、新規公開企業にとって便益を与える（例えば、調達額の増加）ものであった。従って、本邦において名声効果が機能していないとすれば、新規公開企業の価格や割当先の決定に際して、主幹事証券会社の私的利益が介在していることを疑う必要があると思われる。また、引受証券会社数がそもそも限られているなかでは、未公開企業が上場できるか否かが、これら少数の証券会社の判断に依存する事態も想定される⁴¹²。

引受業務が競合的ではないのが現実であるとする、その原因はどこに求めるべきであろうか。この点は、今後の実証的な検証を待つほかないが、制度設計上の観点からみると、引受業務の参入障壁のあり方を再検討してみる価値があるのではないかと考える。引受業務に係る参入障壁は大きく分ければ、資格要件（免許、登録等）の有無、資本要件（最低資本金）の2つである。歴史的には、資格要件は順次緩和されている⁴¹³が、資本要件は近年変更されずに、幹事会社として元引受業務を行う場合には30億円、その他の場合には5億円とされる⁴¹⁴。元引受業務に対して相対的に高い最低資本金を課すことの背景には、元引受業務が高度なリスク管理を必要とするとの立法判断があると思われる。この間、証券会社の約7割が30億円未満の資本金であること、また、前述の通り、諸外国では、引受業務や価格決定と割当を分離した引受業務やインターネット等の各種技術を用いた引受方法等も利用され始めていること等に鑑みると、例えば、資本金要件の見直し等を通じて、新規参入を促すことも検討されて良いのではないかと考える。

4-4. 開示情報の信頼性向上

株主や経営者の情報開示インセンティブに伴うエージェンシー問題を抑制するには、（利益相反行為が発生しやすい状況において）ロックアップ契約が積極的に利用されるような環境整備を進めることを検討する必要がある。これには、ロックアップ契約が有する機能を、新規公開企業も含めて、広い市場参加者がよく理解することが前提となろう。

また、本稿では詳細な議論はしていないものの、仮に開示情報の信頼性を一層高める必要があると判断されるならば、現行法における法定開示情報に関する発行体、監査法人、引受人の法的責任のあり方を再考する必要があるのかもしれない。特に、引受人に関しては、そもそも「引受人の責任」という観念そのものが希薄であるとの指摘があるほか、引受人の2面性—企業の発掘・上場指導と引受審査の利害対立—が開示情報の信頼性を高めるうえで障害になりかねないとの指摘もある⁴¹⁵。

4-5. 銀行融資を巡る懸念

本邦における中小企業向け金融における銀行部門の存在感に鑑みれば、銀行及びその関連会社の引

⁴¹¹ 筆者の知る限り、本邦における引受業務の競合度を厳密に検証した分析はない。他方、本邦の証券業界については、Tsutsui and Kamesaka(2005)が実証的に検証し、完全競争とは言えないとの結論を報告している。

⁴¹² 例えば米国では、多数のブティック型証券会社が小規模なIPO案件を中心に引受業務を行っており、日米間の違いは明らかであろう。例えば、前述の鈴木(2004)、金井・角田(2002)を参照。

⁴¹³ 外国証券業者に対しては、引受業務の一部（元引受契約への参加）について許可制が採用されている（金商法59条）。

⁴¹⁴ 元引受業務（幹事会社）の最低資本金は昭和40年に30億円に引き上げられた後、平成5年に一旦100億円に上昇したが、平成10年に30億円とされてきた。

⁴¹⁵ 例えば黒沼(2006)等を参照。

受業務における利益相反も懸念される⁴¹⁶。本邦では、中小・ベンチャー企業が上場前の段階で銀行融資を受ける際に、経営者の個人保証や親族による連帯保証（以下、単に個人保証）が広範に利用されているとの指摘がある。個人保証を求める銀行行動自体が中小・ベンチャー企業の資金調達を困難なものにしている可能性自体も多いに検討される必要はあるが、銀行融資を巡る懸念は上場時にも生じる。即ち、中小・ベンチャー企業が上場する際には、上場基準の要請もあり、多くの場合、個人保証は外されるが、ここで個人保証が外れることを嫌気する銀行が存在するとすれば、当該銀行は貸出金を上場による調達資金から回収することを希望することもあり得よう。ここで注目されるのは、企業が負債返済を主たる目的に上場する場合には、一般的に、投資家から前向きの評価を得ることはできないので、企業や銀行が調達資金を負債返済に充当することを主目的にしている場合には、上場時の資金使途の開示内容を偽るインセンティブが生まれる点である。更に、貸出債権を持つ銀行の系列証券会社が主幹事証券となっている場合、あるいは、銀行系列のベンチャー・キャピタルが出資者である場合には、銀行が債権回収を優先するために、こうした虚偽記載への誘因が大きくなる可能性もある。資金使途が正確に公表されないとすれば、投資家が正しい投資判断を下すことを阻害することもあり得る。銀行と証券会社のファイアーウォール規制が緩和された⁴¹⁷こともあり、こうした銀行（グループ）の行動には今後注意が必要となろう。

5. 投資家保護

投資家保護の観点からは、前述の価格決定と割当機能、引受業務の競争環境の確保⁴¹⁸、上場後の取引制度の充実等に加えて、次のような取組みを検討することも必要と思われる。

5－１．上場基準・上場廃止基準における操作可能な基準の在り方

上場基準や上場廃止基準に、例えば会計上の利益基準等のように、企業が操作可能な数値基準を採用すると、企業の利益操作等を助長しかねないとの指摘があった。こうした企業行動は投資家の経済的便益に直接、間接に影響を与える。特に、投資家が利益調整を十分に識別できていないならば、投資家が抱く期待リターンやその分布の形状は、企業実態を十分に考慮して決定されたものとはいえないことになり、投資家にしてみれば、「予想外」の損失を蒙ることになるだろう。

こうした点を踏まえると、現行の上場基準・上場廃止基準に採用されている数値基準が、新規公開企業や既存株主に利益調整を行うインセンティブをどの程度与えているのか、また、利益調整の可能性や有無について投資家がどの程度正確に判断できているかを確認する必要があるだろう。同時に、上場基準・上場廃止基準に採用する数値基準として企業が操作しにくい指標（例えば、キャッシュ・フロ

⁴¹⁶ 銀行融資の観点から新規株式公開の利益相反を検証した先行研究として、例えば米国については、Schenone(2004), Benzon and Schenone(2009)があるが、筆者の知る限り、本邦に関しては、実証分析は存在しない（Kutusuna et al 2002 が銀行の持株比率が上場後に上昇する傾向にあることを指摘しているが、銀行融資との関係を論じたものではない）。また、本邦引受業務における銀行行動を考察する際には、個人保証の実態や、上場後の資金使途と融資返済の関係を検証することも重要となろう。個人保証の実態や銀行融資の限界に関しては、中小企業庁(2008), 水永(2006), 金井・角田(2002)が参考になるが、ここでの問題意識を確認するのに十分な分析を行っているものではない。

⁴¹⁷ 平成 20 年金融商品取引法等の一部を改正する法律において、銀行と証券会社等の兼職規制が撤廃されている。

⁴¹⁸ 引受業務の競争環境と投資家保護との関係は、所謂「ゲートキーパー論」の文脈で議論されることが多い（例えば弥永 2004）。本稿ではこの点についての詳細な検討は行っていないが、少なくとも、本邦を米国と比較する限りにおいては、本邦の引受業務における競合度合いは米国よりも緩やかであり、その結果、引受証券会社のゲートキーパーとしての機能も弱いのではないかと懸念される。

ーを基にした指標ーを採用する、あるいは、会計上の利益指標を用いる場合には、当期利益ではなく、例えば営業利益を用いるといったことも検討する価値があろう。

5－2．資金使途情報の正確性の確保と事後的な検証

現行開示制度では、資金使途が法定開示書類に記載されているが、当該情報の正確性を事後的に確認する仕組みや、あるいは、資金使途が変更された場合の適時開示の考え方（数値基準、等）については現行制度を再考する必要があるように窺える⁴¹⁹。当初に記載された資金使途と異なる用途に資金が利用、又は、流用されると、投資家にとってみれば、期待（許容）していた投資のリスク・リターンとは異なるリスク・プロファイルが発生することになる。勿論、情報開示への事後的検証や制裁措置の明確化は、企業の情報開示インセンティブや、上場意欲そのものを委縮させるリスクがある点には留意が必要となる。

6．逆選択・外部不経済性の抑制

6－1．企業の質を識別する基準・シグナルの利用

逆選択問題や外部不経済性は上場前にも上場後にも発生し得るため、それぞれの局面において利用可能な諸制度を用いた対応が必要となろう。例えば、上場前の対応策としては、企業の「質」を高い精度で識別できるような上場基準、明確な市場区分が求められよう。なお、複数の市場区分を利用する場合には、特に上場基準が相対的に緩い市場区分では、逆選択問題を回避するための工夫を施す必要があるだろう。上場基準が緩い場合には、上場基準を通じた保証・シグナル効果が低下する可能性があるため、別の方法によってこれを補う必要があるからである。本文を通じて述べてきたように、代替的な手法としては様々な方策－証券会社等の第三者による保証効果、ロックアップ契約の利用、情報開示の拡充、等－が考えられるため、いずれの方法が最も効果的であるかを見極める必要性も出てこよう。東証 AIM で導入された J-NOMAD のように、第三者が上場銘柄の質を常時監視・管理する制度を用意しておくことも、理屈上は、有効と考えられる。

6－2．外部不経済性の識別と制裁の必要性

前節図表 54 は 2000 年以降の新興市場における需給動向が、主に供給曲線のシフトによって引き起こされていた可能性を示していた。とりわけ 2006 年以降の供給曲線の左方シフトは、それがライブドアショックによって発生したかのような印象を与えるものであった。仮に、これが現実であるとすれば、ライブドアショックは市場全体に外部不経済性を与えたことになる。新興市場や新規株式公開は、必然的に質の悪い企業が多数関与する。従って、上記のような外部不経済性が発生する余地は常に存在すると言っても言い過ぎではなかろう。

外部不経済性への対応策を考察する際には、第一に、外部不経済性をどのように評価・計測できるかについて議論を整理する必要がある。第二に、外部不経済性の発生を抑制するために、あるいは、

⁴¹⁹ 引受規則第 20 条、引受細則 12 条に、資金使途の内容の公表に関する主幹事証券会社の役割が規定されている。例えば、主幹事証券会社は、発行企業が（1）調達資金の使途、（2）調達資金による将来の収益への影響（具体的、且つ、可能な範囲内において計数的な表示）、（3）調達資金の使途の変更・充当に関する情報を公表するように要請するものと規定されている。厳格な実証的な検証を行ったわけではないが、筆者の印象では、引受規則・引受細則に記載された上記の対応が、実際には、十分に実施されていない印象を受ける。

外部不経済性をもたらした企業に対して、どのようなインセンティブ・制裁を与えることが望ましいかについても考察を加える必要がある。具体策としては例えば、外部不経済性を与えている程度に応じて上場手数料を増減させる仕組みや、不祥事を起こした企業に対して抑止力を有する程度の制裁金を課すこと等を検討する余地がある。現在でも、例えば東京証券取引所は「上場契約違約金制度」を設け、適時開示に係る規定等に違反した場合に、1,000万円の支払いを求めることができる制度を利用している⁴²⁰。しかし、定額制であるほか、そもそも金額が小さいことを考えると、この制裁メカニズムに実効性は期待できない。基本的には、外部不経済性の程度に応じた制裁を課すことが必要である。課徴金導入の議論において、外部不経済性に応じた課徴金の必要性が指摘されていたが、立法化の段階で削除されたとの指摘もある⁴²¹。今後は、上記の現行制裁金や課徴金のあり方も含めて、外部不経済性へ適切に対処できる仕組みを検討していくことが求められよう。

7. 制度間の整合性

7-1. 公開前規制とブックビルディング方式の割当の関係

公開前規制の制度趣旨は特定の者が利益を得ることを防止し、もって、株式上場制度の公平性・信頼性を確保することにあった。そのため、公開前規制では、ある一定の制限期間を定め、当該期間中に第三者割当等により募集株式を取得した者に対して、上場後の期間を含む一定の期間に亘る継続所有を課すほか、関連情報を有価証券届出書に記載すること等を要請している⁴²²。

その一方で、内外を問わず、ブックビルディング方式による新規株式公開に際しては、アンダープライシングが頻繁に発生しており、割安な新規公開株式を割当てられた投資家は短期間に高いリターンを挙げることができている。無論、アンダープライシングが機関投資家等への正当な報酬であるという立場（情報顕示仮説）もあったのであり、アンダープライシングそれ自体を直ぐに問題視することは適当ではなかろう。しかし仮に、幾つかの既存研究が懸念を示すように、アンダープライシングが主幹事証券会社の利益相反行為を一因として発生しているならば、公開前規制が制限を課す第三者割当とブックビルディング方式における裁量的な割当は、少なくともその経済的な機能あるいは現象という意味でみれば、類似の取引とみるべきではないか。更に、公開前規制の対象となる投資家は、ブックビルディング方式における割当先投資家に比べれば、当該企業の事業リスクを長い期間に亘って負っているほか、上場する蓋然性が低い時期から当該企業に投資をしている。つまり、より多くのリスクを負っている投資家には公開前規制を通じて売却制限を課し、より少ないリスクしか負っていない投資家は上場後直ぐにでも持ち株を売却できることになる。そして、ブックビルディング方式における割当先投資家の情報は法定開示の対象とはされていないほか、取引所における上場審査の対象事項にも含まれていない⁴²³。

⁴²⁰ 東京証券取引所 有価証券上場規程 第509条、及び有価証券上場規程施行規則第504条。

⁴²¹ 黒沼(2006)。

⁴²² 開示対象期間は、上場申請日の直前決算末から起算して2年前を開始日とし、上場日を終了日とされる。開示対象期間中の特別利害関係者等の株式等の移動状況（氏名、申請会社との関係、価格、移動理由等）及び第三者割当による募集株式等の割当の概況（株式等の発行内容、割当先の概況、割当先と申請会社の関係等）は、有価証券届出書等の開示対象となるほか、取引所への申請書類の開示対象ともなる。

⁴²³ 日本証券業協会の「配分規則」は、「公平な配分（2条）」、「新規公開の際の一部抽選（3条）」、「集中配分及び不公正配分の禁止（4条）」、「配分の基本方針の策定及び公表（5条）」、「配分状況の公表（9条）」等を定め、これらをもって、「広い範囲の投資家へ円滑に消化することを図りつつ、顧客への公平な配分を実現することを目的とする（1条）」としている。筆者の印象では、配分規則による公表情報は、公開前規則による開示情報に比べると、情報量は顕著に少ない。

このように経済的な側面から考える限りにおいては、公開前規制とブックビルディング方式に係る制度・実務の間には、整合性が欠如した側面があるように窺われる。また、既存研究で指摘されているわけではないが、公開前規制の抜け道としてブックビルディング方式の割当が利用される懸念もある。即ち、新規公開企業の経営者等が、特定の者に経済的な便益を与えるために、主幹事証券会社に対して当該特定者に割り当てることを求めれば、公開前規制が排除しようとしていた利益供与を実施することが可能となろう。

以上より、次の点を考察する必要があると思われる；(1) 公開前規制とブックビルディング方式（の裁量的な割当）は、政策目標の視点からみた場合に、互いに矛盾することはないか、(2) 仮に矛盾する場合で、矛盾を解消する必要があると判断されるならば、公開前規制とブックビルディング方式のそれぞれについて、どのような制度変更が求められるのか。

7-2. 公開前規制の資本コストへ与える影響

公開前規制は企業内部者の持ち株売却を制限するものであり、企業内部者の立場に立てば、保有資産の流動性に制限が課せられることを意味する。従って、公開前規制は、次のようにして、新規公開企業の資本コストを高めると予想される⁴²⁴。第一は、上場を視野に入れている未公開企業が、公開前規制の該当期間に第三者割当増資を行おうとした場合に、割当を受ける投資家が、公開前規制が存在しない場合に比べて、高い期待リターンを要求する（その分、発行価格がディスカウントされる）。つまり、公開前規制は株式資本コストを直接的に上昇させる。第二に、公開前規制が存在すると、第三者割当増資を受けた株主は、自らの持分が公開前規制の対象とならないことを望むであろう。その結果、増資を受けた株主は、自らが公開前規制の対象である期間において、上場を望まず、その結果、株式上場までの所要期間が長期化する可能性がある。こうした事情から上場までの所要期間が長期化する場合には、企業が設備投資や市場環境等の意味で最適なタイミングで上場することを妨げる要因になる可能性がある。

7-3. オーバープライシング/アンダープライシングと投資家保護

前掲図表 18 でみたように、「投資家」を広い意味で捉えるならば、オーバープライシングでもアンダープライシングでも、投資家は経済的な損失を負う。即ち、オーバープライシングであれば割当を受けた投資家が、アンダープライシングであれば既存株主が、公開価格が初値（市場均衡価格）と乖離することによって、それぞれ経済的な損失（機会費用）を蒙る。なお、オーバープライシング時には、引受証券会社も売れ残りリスクを負うことになるので、引受証券会社が自主的にオーバープライシングを引き起こすことは相対的には発生しづらいと予想される。換言すれば、アンダープライシングが発生した場合には、既存株主のみが経済的負担を負うという意味で、「投資家」保護上はより注視すべき状況ということもできるのではないか。

こうしたなか、既往の行政処分を見る限り⁴²⁵、主幹事証券会社の引受業務における価格決定に関し

⁴²⁴ 公開前規制には従来から、未公開企業の資金調達柔軟性を損なうとの批判があり、そのために幾度に亘り改正されてきた経緯がある。古い批判の例としては、通産省・店頭市場研究会報告書提言(1999)は「公開前の一定期間、第三者割当増資等による企業の資金調達を著しく規制している、いわゆる「公開前規制」については、公開前の企業の機動的な資本政策を阻害するとともに、実質的に株式公開までの準備期間を長期化させ、市場動向に合わせたタイムリーな公開を不可能とする等、店頭公開をしようとする企業の意欲を減退させる大きな要因となっている。したがって、公開前規制については、撤廃も含めた抜本的な見直しを行うべきである」と主張していた。

⁴²⁵ 2002年4月から2009年9月末までの「行政処分事例集（金融庁）」にて確認できる範囲。

て行政処分の対象になったのは実はオーバープライシングの事例 1 件のみである。筆者の知る限り、アンダープライシングに関する行政処分は、アンダープライシングが極端に大きかった場合を含め、一切発生していない⁴²⁶。オーバープライシング事案では、理論価格を著しく上回る価格で公開価格を決定し、当該価格で株式公募を行った点が問題視されたと推測されるが、上記の議論から明らかなように、こうした事例はアンダープライシングでこそ発生している可能性がある⁴²⁷。

本稿では、引受業務において保護される投資家の範囲とは何か等といった法的議論にまでは踏み込めていないが、上記の考察を踏まえると、(アンダープライシングの発生メカニズムが必ずしも明らかではないという事情はあるにせよ) アンダープライシングに伴う既存株主の経済的損失をどのように考えるべきか、行政当局として基本的な視点を整理のうえ、公表することも検討に値するのではないか。その理由は、市場参加者（特に、引受業務に従事する関係者）が、既往行政処分がオーバープライシングに限定されている点に注目し、当局がアンダープライシングを許容していると認識してしまうと、アンダープライシングの発生を助長し、その結果、既存株主の利益を毀損し、また、新規株式公開の株式資本コストを押し上げてしまう可能性がある点である。

7-4. アンダープライシングと有利発行の関係

上記の議論にも深く関連するが、有利発行を巡る法的構成の観点からみた場合に、アンダープライシングがどのように解されるかについて、考え方を整理する必要があるのではないか。第三者割当や公募増資に関しては、新株の発行条件によっては旧株主に不利益を与える恐れがあるために、発行価額の水準等に関して一定の制限が課されている⁴²⁸。こうしたなか、株主割当以外の方法による募集株式の発行等が「特に有利な発行価額あるいは不公正な発行価額」であるか否かの判断基準の一つとされる「ディスカウント率⁴²⁹」についてみると、ディスカウント率が 10%から 15%程度であればこれに当たらないとされるなか、公募増資の場合には、概ね数パーセント程度の水準で設定されている模様である⁴³⁰。

これに対して、前述の通り、本邦のアンダープライシングは平均的に数十パーセントの水準で推移してきた経緯がある。無論、新規株式公開時は、公募増資時と異なり、基本的には市場価格が観察できないのであるから、公募増資時における公正価値の議論をそのまま適用できない等の点には留意が必要であろう。それでも、新規株式公開時のアンダープライシングが既存株主の経済的損失を意味すること、また、新規株式公開を検討する企業の抱く期待株主資本コストを上昇させてしまうこと等を踏まえると、極端なアンダープライシングが常態化する状況は望ましくないという考え方には、一定の説得力があると思われる。繰り返しになるが、アンダープライシングの発生原因が必ずしも明らか

⁴²⁶ 訴訟に持ち込まれた事案があるかは確認できていない。

⁴²⁷ 詳細は関東財務局の「エイチ・エス証券株式会社に対する行政処分について（平成 19 年 3 月 29 日）」を参照。なお、法令違反の内容は、「証券取引法第 43 条第 2 項に基づく証券会社の行為規制等に関する内閣府令第 10 条第 3 号に規定する「引受けに関する自己の取引上の地位を維持し又は有利ならしめるため、著しく不相当と認められる価格により、有価証券の引受けを行っている状況」に該当する業務を営むことに該当する」と指摘されている。

⁴²⁸ 有利発行か否かは、公正な払込金額に比して特に低い金額であるかによって判断され、公正な払込金額とは、市場価格のある株式では、原則として市場価格を基準として、払込期日までの価格変動リスク等を勘案の上、算出される。その際、実務的には、日証協の自主ルール等を参考に、市場価格を基準にした金額から数パーセントのディスカウントを行うことが一般的とされる。また、判例上も、こうした実務慣行を肯定的に取り扱ってきたとされる。詳しくは、徳本（2009）、戸川（2009）、トーマツ（2005）を参照。

⁴²⁹ ここでディスカウント率とは、公募価格が公募増資期間の前日の株価水準（算定基準価格）に対してどれだけ割引かれているかを示し、一般に、 $(\text{算定基準価格} - \text{公募価格}) \div \text{算定基準価格}$ として算出される。

⁴³⁰ 鈴木（2009）によれば、1995 年から 2006 年までのディスカウント率は平均 3.5%（中央値 3.08%）であった。

にされていないという制約はあるものの、制度設計上は、極端なアンダープライシングが持つ弊害にも目を向ける必要はあろう。

8. 国際競争力

国際的な市場間競争は、今や、欧米取引所との間だけに限らず、アジア諸国との間でも高まりつつあるように窺える。従って、制度設計を考察する際には、本邦の市場運営に係る各種技術（売買制度や証券決済制度、等）や実務慣行（価格決定・割当方式、等）が、アジア諸国も含めて諸外国に遅れをとることのないように留意する必要がある。また、市場間競争を生き抜くうえでは、海外取引所等との提携や差別化を適宜使い分け、本邦市場の投資家層及び上場企業数の増加に繋げていくことも必要である。前述のように、投資家層や上場企業数の増加は、資本コストの低下⁴³¹や情報生産コストの低下⁴³²を通じて、本邦市場の魅力を高める効果を持つと期待できる。具体的な方策は関係者間でアイディアを出していく必要があるだろうが、例えば、アジア諸国については、現地企業の本邦市場への進出意欲が強いこと⁴³³、現地取引所間での連携・グローバル化が進展している⁴³⁴ことを考慮すると、アジア域内の取引所等との各種制度の相互承認等を通じて、アジア諸国の企業や投資家を本邦市場に引き寄せることを検討する価値があるように思われる。

第6章 結び

新興市場や新規株式公開制度は、我が国経済のイノベーションの源泉の一つとして期待されている。こうした社会的要請を背負った制度がその機能を存分に発揮できるために、何が必要であるかを考察することが本稿の究極的な目的であった。

新規株式公開は多くの市場参加者が関与しながら、様々な制度・制約のなかで、幾つもの段階を経ながら漸く達成されるものである。このため、一連の手続きのなかで、多様な利害対立が連続的に発生することになる。これが、新規株式公開の最大の特徴であろう。従って、新規株式公開の望ましい姿は、市場参加者によって当然異なってくる。本稿では、こうした利害と見解の対立を踏まえ、新興市場や新規株式公開の「望ましい姿」をできる限り「公正な」立場から明らかにし、その上で、どのような制度設計が今後求められるかについて、現時点で利用可能な情報を基に、考察し整理を行った。また併せて、本邦市場に関して十分な検証が進んでいない研究分野のうち、制度設計を進めるうえで特に重要な論点を、今後の研究課題として整理した。

こうした作業を経て明確になったことの一つは、新興市場や新規株式公開の制度改正を議論していく際には、市場参加者によって望ましい制度のあり方が異なるという事実を踏まえて、極力多くの市

⁴³¹ Merton(1987)。

⁴³² Subrahmanyam and Titman(1999), Foster(1979)。

⁴³³ ジェトロ(2008a, b)によれば、アジア企業の対日進出意欲は今なお根強いものがあり、特に、我が国における研究開発の水準の高さや国内市場規模が、投資対象としての本邦の魅力を高めているとされる。また、本邦企業のアジア諸国への進出意欲も近年高まっているとされる。

⁴³⁴ アセアン諸国では、グローバル・オフリングの増加等を念頭に置き、域内取引所間の連携を高めるべく、発行時情報開示制度の統一化作業（ASEAN and plus Standard）を進めている。なお、この情報開示の統一化作業は、4章3節で紹介した IOSCO の開示原則を基に進められている。

場参加者から意見を聞き、それを集約する必要があるという点である。多様な立場からの意見は、当然にして、意見の対立に繋がりやすくなろう。従って、議論を集約し、多くの市場参加者にとって便益が行き渡るような制度を構築していくには、市場全体を俯瞰できるコーディネーターがどうしても必要となろう。この仲介者が市場参加者間の様々な利害対立を上手く調整することができれば、市場全体の規模を拡大させ、多くの市場参加者がその便益を享受するという、云わば最適な戦略を目指すことも視野に入ってくるのではないかと期待される。

足許数カ月間に限っても、新興市場の制度改革を進める動きが散見されている。本稿で整理した論点を基に、現在進行中の制度改革案等に対して、具体的な提言や解決策を提示していくのが、次の課題となる。その際には、本稿では余り触れることの出来なかった、本邦市場の細かな諸規定や関連諸法も十分に踏まえて、より具体的な考察を加える必要があろう。

【参考文献】

あずさ監査法人（2009）「株式上場の手引き」.

阿部圭司（2005）「JASDAQ 市場における新規株式公開の長期パフォーマンス」高崎経済大学論集 第 48 巻 第 1 号 33-44 頁.

-----（2006）「ジャスダック市場における新規公開企業の公開価格と初期収益率について－幹事証券会社による公開価格と仮条件価格の予測能力－」高崎経済大学論集 第 48 巻 第 4 号 89-103 頁.

井上武（2006）「取引所における株式売買手法の多様化」『資本市場クォーターリー2006 年冬』野村資本市場研究所.

岩井浩一（2009）「実証ファイナンスの視点からみた投資信託市場を巡る論点整理」『研究会報告書 金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題』*Financial Research and Training Center Discussion Paper Series* 2009-4、金融庁金融研究研修センター.

岩谷賢伸（2003）「欧州主要取引所の市場区分見直し」『資本市場クォーターリー2003 年春』野村資本市場研究所.

上田晃三（2009）「オークションの理論と実際：金融市場への応用」『IMES Discussion Paper Series』2009-J-12、日本銀行.

宇野淳・嶋谷毅・清水季子・万年佐知子（2002）「JASDAQ 市場のマーケット・マイクロストラクチャーとスプレッド分布」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』2002-J-2、日本銀行.

宇野淳・柴田舞・嶋谷毅・清水季子（2004）「上場変更と株価：株主分散と流動性変化のインパクト」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.04-J-03.

梅本剛正（2005）『現代の証券市場と規制』商事法務.

エドワーズ・R・フランクリン（2007）「フランクリン・R・エドワーズによる 2～3 章へのコメント」『新しい資本市場 商品と組織のイノベーション』東洋経済新報社.

大阪証券取引所、ジャスダック証券取引所（2009）「JASDAQ・ヘラクレスの市場統合のあり方について」.

大崎貞和（1998）「米国における株式店頭市場改革－OTC ブリティン・ボードをめぐる規制強化の動き－」『資本市場クォーターリー1998 年冬』野村資本市場研究所.

-----（2003）「変貌する米国の株式店頭市場－OTC ブリティン・ボードの取引所市場化－」『資本市場クォーターリー2003 年春』野村資本市場研究所.

-----（2005）「グリーンシート制度の見直しとその問題点」『資本市場クォーターリー2005 年春』野村資本市場研究所.

-----（2007a）「市場区分を導入したピンクシート－英国 AIM をモデルとした制度改革－」『資本市場クォーターリー2007 年春』野村資本市場研究所.

-----（2007b）「日興コーディアル株の上場維持決定をめぐって」『資本市場クォーターリー2007 年春』野村資本市場研究所.

大鹿智基（2008）「情報開示に対する経営者の姿勢と株式市場の反応－株主総会活性化と会計情報有用性－」『証券アナリストジャーナル』、2008 年 5 月、82-91 頁.

太田浩司（2006）「経営者予想に関する日米の研究：文献サーベイ」『武蔵大学論集』第 54 巻第 1 号、2006 年 7 月、53-94 頁.

-----（2007）「わが国の予測情報研究について」『証券アナリストジャーナル』2007 年 12 月、92-99 頁.

- (2008)「利益予想情報の有用性と特性」『企業会計』2008 Vol.60, No.7, 55-63 頁.
- 音川和久 (2001)「新規株式公開と経営者の業績予想」『産業経理』第 61 巻第 3 号、50-58 頁.
- 大日方隆 (2007)『アドバンスト財務会計』中央経済社.
- 金井一頼・角田隆太郎 (2002)「ベンチャー企業経営論：起業に成功するバイブル」有斐閣.
- 金子隆 (2002)「なぜ企業は新規公開時にブックビルディング方式を選択するのか？」日本ファイナンス学会 2002 年度報告論文.
- (2006)「引受主幹事の公開価格設定行動：部分入札方式下の謎」『三田商学研究』第 49 巻第 6 号、2007 年 1 月、103-119 頁.
- 河本一郎・大武泰南 (2006)「金融商品取引法読本」有斐閣.
- 金融庁 (2002)「金融庁の 1 年（平成 13 事務年度版）」.
- (2003)「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告.
- (2006)「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理」.
- 経済産業省 (2008)「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会最終報告書ーベンチャー企業の創出・成長に関する研究会」.
- 忽那憲治 (1999)「ベンチャー・ファイナンスにおける直接金融の役割」『ポストビッグバンの中小企業金融』、中小企業リサーチセンター、191-234 頁.
- (2007)「IPO 市場のアンダープライシング現象と価格決定方式」『証券アナリストジャーナル』2007.9 月号、35-44 頁.
- (2008)「IPO 市場の価格形成」中央経済社.
- 忽那憲治・長谷川博和・山本一彦 (2006)「ベンチャーキャピタル ハンドブック」中央経済社.
- 忽那憲治・安田武彦 (2005)「日本の新規開業企業」白桃書房.
- 久保幸年 (2005)「上場基準・上場審査ハンドブック」中央経済社.
- 倉澤資成 (1989)「資本市場の効率性：日本における実証研究の展望」『フィナンシャル・レビュー』1989 年 12 月、1-43 頁.
- 黒沼悦郎 (2002)「証券市場の機能と投資家保護」『証券市場の機能と不公正取引の規制』、1-29 頁.
- (2006)「ディスクロージャーの実効性確保ー民事責任と課徴金ー」 *Discussion Paper*, No.2006-J-21, 日本銀行.
- 佐々木磨 (2007)「IPO 制度の変遷ー入札制度からブックビルディング方式へー」『証券アナリストジャーナル』2007.9 月、21-34 頁.
- 佐野洋 (2007)「日本の IPO 市場の現状」『証券アナリストジャーナル』2007.9 月、7-19 頁.
- 鹿野嘉昭 (2008)『日本の中小企業：CRD データにみる経営と財務の実像』東洋経済新報社.
- ジェトロ (2008a)「平成 19 年度対内直接投資促進事業「欧米アジアの外国企業の対日投資関心調査」報告書」.
- (2008b)「第 13 回対日直接投資に関する外資系企業の意識調査」.
- 鈴木健嗣 (2004)「引受シンジケートの構成が新規公開価格に与える影響」『一橋論叢』132(5), 669-688 頁.
- (2005)「日本におけるロックアップ契約の役割」『経営財務研究』第 24 巻第 2 号、99-115 頁.
- (2005)「上場・廃止基準が新規公開費用に及ぼす影響：新興三市場の比較」『現代ファイナンス』No.17, 2005 年 3 月、3-25 頁.

- (2009)「エクイティファイナンス」『現代の財務経営／3 資本調達・ペイアウト政策』.
- 須田一幸・首藤昭信 (2001)「経営者の利益予測と裁量的会計行動」産業経理 Vol.61, No.2, 47-56 頁.
- 須田一幸・山本達司・乙政正太 (2007)『会計操作 その実態と識別法、株価への影響』ダイヤモンド社.
- 瀧田節 (2002)「新興企業向け市場の在り方」『市場改革の進展と証券規制の課題』、財団法人 日本証券経済研究所.
- 橘木俊詔・安田武彦 (2006)「企業の一生の経済学—中小企業のライフサイクルと日本経済の活性化—」ナカニシヤ出版.
- 辰巳憲一 (2006a)「IPO 初取引日前後の株価推移と投資家の行動：米国の研究の展望」『学習院大学経済論集』第 42 巻 第 4 号、231-249 頁.
- (2006b)「IPO における引受証券会社と発行企業の行動：米国の研究の展望」『学習院大学経済論集』第 43 巻 第 1 号、53-71 頁.
- (2006c)「米国 IPO と証券発行規制について」『学習院大学 経済論集』第 43 巻 第 2 号、223-245 頁.
- 辰巳憲一・桂山靖代 (2003)「わが国店頭株式市場の公開価格決定におけるブックビルディング方式—統計分析による入札方式との比較—」『証券経済研究』第 41 号、143-157 頁.
- 中小企業庁 (2008)「中小企業白書：2008 年版」.
- 帝国データバンク (2009)「特別企画：株式上場予定・希望企業の動向調査」.
- 翟林瑜 (2006a)「IPO 市場に関する“賢者君子の世界観”と“俗人の世界観”(上)—IPO のアンダープライシングに関する情報非対称性理論的説明と現実直視的説明—」『証券経済研究』第 53 号、147-159 頁.
- (2006b)「IPO 市場に関する“賢者君子の世界観”と“俗人の世界観”(下)—IPO のアンダープライシングに関する情報非対称性理論的説明と現実直視的説明—」『証券経済研究』第 54 号、43-68 頁.
- (2006c)「日本の新規株式公開から見る世界共通の現象」『国際金融』、1171 号、30-35 頁.
- (2009a)「IPO における逆 V 字型経營業績と「幻の初期収益率」」『証券アナリストジャーナル』、2009.2 月号、81-92 頁.
- (2009b)「IPO における市場間の棲み分けと主幹事証券会社間の同質化」『証券経済研究』第 66 号、2009 年 6 月、21-37 頁.
- 戸川成弘 (2009)「著しく不公正な方法による募集株式・募集新株予約権の発行・自己株式の処分」『会社法の争点』ジュリスト増刊.
- 徳本穰 (2009)「募集株式・募集新株予約権の有利発行・自己株式の有利処分」『会社法の争点』ジュリスト増刊.
- トーマツ (2005)『株式上場ハンドブック 第 2 版』 監査法人トーマツ編、中央経済社.
- 永田京子・蜂谷豊彦 (2004)「新規株式公開企業の利益調整行動」『会計プロGRESS』91-106 頁.
- 日本証券業協会 (2005)「新規公開株の配分のあり方及び価格決定等について—新規公開株の顧客への配分のあり方等に関するワーキング・グループ報告書」.
- (2007)「会員における引受審査のあり方・MSCB の取扱いのあり方等について—会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告」.
- (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」.
- (2009)「新興市場のあり方を考える委員会報告書～新興市場の機能と信頼の回復に向けて～」.
- 日本 IPO 実務検定協会 (2009)「IPO 実務検定試験公式テキスト第 2 版」中央経済社.
- 野村亜希子 (2005)「米国 SEC の IPO 銘柄割り当てに関する規則改正案」『資本市場クォーターリー 2005 年冬』野村資本市場研究所.
- 廣瀬勇秀 (2005)「アノマリーと市場効率性」『金融経済学ハンドブック』、原論文は *Handbook of the Economics of Finance Volume 1B, Financial Markets and Asset Pricing*, Edited by Constantinides.M.G., Harris.M., and Stulz.M.R.
- 船岡健太 (2007)「新規公開時のベンチャーキャピタルの役割」中央経済社.
- (2008)「新規公開株式のプライシングにおける機関投資家の役割ー日本とアメリカの比較ー」『証券経済研究』第 63 号、1-27 頁.
- ボールトン・トーマス、リーン・ケネス、シーガル・スティーブン (2007)「米国におけるプライベート・エクイティ市場の興隆」『新しい資本市場 商品と組織のイノベーション』東洋経済新報社.
- 松本守 (2004)「新規株式公開における利益マネジメントと長期パフォーマンス」『経済論究』第 119 号、115-131 頁.
- 円谷昭一 (2008)「経営者業績予想の駆け込み修正の研究ーその実態と実証会計学への影響ー」『証券アナリストジャーナル』、2008 年 5 月、71-81 頁.
- 水永政志 (2006)『入門ベンチャーファイナンス』ダイヤモンド.
- みずほ証券公開引受部 (2009)「新規上場実務ガイド」中央経済社.
- 弥永真生 (1986)「「特ニ有利ナル発行価額」「著シク不公正ナル発行価額」と公正な発行価額」法学教室、No.71、118-125 頁、有斐閣.
- (2004)「発行開示と引受業務に関する諸問題」『近年の証券規制を巡る諸問題』、財団法人 日本証券経済研究所.
- 柳川範之 (2006)『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞社.
- 藪下史郎・武士俣友生 (2006)『中小企業金融入門：第 2 版』東洋経済新報社.
- ラトナー・デービス、ハーゼン・トーマス (2002)『米国証券規制法概説』野村證券法務部訳、商事法務.
- 若杉敬明 (1988)「企業財務」東京大学出版会.
- 脇屋勝 (2010)「制度信用銘柄の選定基準と市場流動性及びボラティリティー新興市場のデータを用いた実証分析ー」神戸大学大学院経営学研究科専門職学位論文.
- Abrahamson.M, Jenkinson.T., and Jones.H. (2009), “Why don’t U.S. Issuers Demand European Fees for IPOs?,” Working paper.(<http://www.sbs.ox.ac.uk/research/people/Pages/TimJenkinson.aspx>).
- Admati.A.R., and Pfleiderer.P. (2000), “Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities,” *Review of Financial Studies*, Vol.13, No.3, pp.479-519.
- Aggarwal.R. (2000), “Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings,” *The Journal of Finance*, Vol.55, No.3, pp.1075-1103.
- Aggarwal.R., and Angel.J.J. (1998), “Optimal Listing Strategy: Why Microsoft and Intel Do Not List on the NYSE,” *Working Papers from Georgetown School of Business*
- Aggarwal.R., and Conroy.P. (2000), “Price Discovery in Initial Public Offerings and the Role of the Lead

- Underwriter,” *The Journal of Finance*, Vol.55, No.6, pp.2903-2922.
- Aggarwal.R., Prabhala.R.N., and Puri.M. (2002), “Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence,” *The Journal of Finance*, Vol.57, No.3, pp.1421-1442.
- Aggarwal.R., Purnanandam.K.A., and Wu.G. (2006), “Underwriter Manipulation in Initial Public Offerings,” (www.csom.umn.edu/Assets/62572.pdf).
- Alexander.G., Eun.C., and Janakiraman.S. (1987), “Asset Pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets: A Note,” *The Journal of Finance*, Vol.42, No.1, pp.151-158.
- Alford.A., Jones.J., Leftwich.R., and Zmijewski.M. (1993), The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries,” *Journal of Accounting Research*, Vol.31, pp.183-223.
- Alimov.A., and Mikkelsen.W. (2009), “Do Favorable Market Conditions Lead to Costly Decisions to Go Public?,” working paper. (<http://odin.lcb.uoregon.edu/wmikkels/homepage.html#workingpapers>)
- Allen, F. (1993), “Stock Markets and Resource Allocation”, in *Capital Markets and Financial Intermediation*, C. Mayer, and X. Vives (Eds.), Cambridge University Press, Cambridge.
- Allen.F., and Faulhaber.G.R. (1989), “Signaling by Underpricing in the IPO Market,” *Journal of Financial Economics*, Vol.23, pp.303-323.
- Allen.F., and Gale.D. (1999), “Diversity of Opinion and Financing of New Technologies,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol.8, pp.68-89.
- Amihud.Y., and Mendelson.H. (1986), “Asset Pricing and the Bid-Ask Spread,” *Journal of Financial Economics*, Vol.17, No.2, pp.223-249.
- , and ----- (1996), “A New Approach to the Regulation of Trading across Securities Markets,” *New York University Law Review*, Vol.71, No.6, pp.1411-1466.
- Anand.A., Tanggaard.C., and Weaver.D.D. (2009), “Paying for Market Quality,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.44, Issue.6, pp.1427-1457.
- Anderson.M.A., and Dyl.A.E. (2008), “IPO Listings: Where and Why?,” *Financial Management*, Vol.37, No.1, pp.23-43.
- Angel.J., Harris.H., Panchapagesan.V., and Werner.M. (2004), “From Pink Slips to Pink Sheets: Liquidity and Shareholder Wealth Consequences of Nasdaq Delistings”, (<http://www.cob.ohio-state.edu/fin/dice/papers/2004/2004-22.pdf>).
- Antweiler.W., and Frank.M.Z. (2004), “Is All that Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards,” *The Journal of Finance*, Vol.59, No.3, pp.1259-1294.
- Ashbaugh.H. (2001), “Non-US Firms’ Accounting Standard Choices,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.20, Issue.2, pp.129-153.
- Aussenegg.W. (2006), “Underpricing and the Aftermarket Performance of Initial Public Offerings: the Case of Austria,” Chapter 13, in *Initial Public Offerings- An International Perspective*, Edit by Greg N. Gregoriou, Elsevier.
- Ausubel.L. (2002), “Implications of Auction Theory for New Issue Markets,” *Working Paper Series*, 02-19, The Wharton School.
- Baker.M., and Wurgler.J. (2006), “Investor Sentiment and the Cross-section of Stock Returns,” *The Journal of Finance*, Vol.61, pp.1645-1680.
- Balvers.R.J., Affleck-Graves.J., Miller.R.E., and Scanlon.K. (1993), “The Underpricing of Initial Public Offerings: A Theoretical and Empirical Reconsideration of the Adverse Selection Hypothesis,” *Review of*

- Quantitative Finance and Accounting*, Vol.3, No.2, pp. 221-239.
- Barber.B.M., and Lyon.J.D. (1997), "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, No.3, pp.341-372.
- Barclay.M.J. (1997), "Bid-Ask Spreads and the Avoidance of Odd-Eighth Quotes on Nasdaq: An Examination of Exchange Listings," *Journal of Financial Economics*, Vol.45. pp.35-60.
- Barnes.E. (2006), "Getting IPO Pricing Right: vive la France?," in *Initial Public Offerings: An International Perspectives*, Gregoriou.N.G.(Edit), Butterworth-Heinemann.
- Baron.D. (1982), "A Model of the Demand of Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues," *The Journal of Finance*, Vol.37, No.4, pp.955-976.
- Beatty.P.R. (1989), "Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings," *The Accounting Review*, Vol.64, No.4, pp.693-709.
- Beck.T., and Demirguc-Kunt.A. (2006), "Small and Medium-size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint," *Journal of Banking and Finance*, Vol.30, Vol.11, pp.2931-2943.
- Beneish.G., and Clark.J. (1994), "The Value of Indirect Investment Advice: Stock Recommendations in Barron's," *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol.7, No.1, pp.35-43.
- Benveniste.L., and Busaba.Y.W. (1997), "Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.32, pp.383-403.
- Benveniste.L., and Spindt.P.A. (1989), "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues," *Journal of Financial Economics*, Vol.24, pp.343-361.
- Benveniste.L., Busaba.W., and Wilhelm.J.W. (1996), "Price Stabilization as Bonding Mechanism in New Equity Issues," *Journal of Financial Economics*, Vol.42, pp.223-255.
- , -----, and ----- (2002), "Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.11, No.1, pp.61-86.
- Benzoni.L., and Schenone.C. (2009), "Conflict of Interest or Certification? Evidence from IPOs Underwritten by the Firm's Relationship Bank," *FRB of Chicago Working Paper No. 2007-09*
- Berger.P. (2002), "Discussion of Valuation of Internet Stocks: An IPO Perspective," *Journal of Accounting Research*, Vol.40, No.2, pp.347-358.
- Berger.N.A., and Udell.F.G. (1998), "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle," *Journal of Banking and Finance*, Vol.22, pp.613-673.
- Bessembinder.H., and Rath.S. (2008), "Trading Costs and Return Volatility: Evidence From Exchange Listings" in *Market Liquidity*, Elsevier Publishing.
- Biais.B., Hillion.P., and Spatt.C. (1999), "Price Discovery and Learning During the Preopening Period in the Paris Bourse," *The Journal of Political Economy*, Vol.107, No.6, pp.1218-1248.
- Biais.B., Bossaerts.P., and Rochet.C.J. (2002), "An Optimal IPO Mechanism," *Review of Economic Studies*, Vol.69, No.1, pp.999-1017.
- Biais.B., and Faugerson-Crouzet.M.A. (2002), "IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.11, No.1, pp.9-36.
- Biais, B., Glosten, L., Spatt, C. (2005), "Market Microstructure: A Survey of Microfoundations, Empirical Results, and Policy Implications," *Journal of Financial Markets*, Vol.8, No.2, pp. 217-264.
- Biddle.G.C., and Saudagaran.M.S. (1989), "The Effects of Financial Disclosure Levels on Firms' Choice among Alternative Foreign Stock Exchange Listings," *Journal of International Financial Management and*

Accounting, Vol.1, pp.55-87.

- Bilson.M.C., Heaney.A.R., Powell.G.J., and Shi.J. (2007), "The Decision to Voluntarily Provide an IPO Prospectus Earnings Forecast," *Applied Financial Economics Letters*, Vol.3, No.2, pp.99-102.
- Blass.A., and Yafeh.Y (2001), "Vagabond Shoes Longing to Stray: Why Foreign Firms List in the United States," *Journal of Banking and Finance*, Vol.25, pp.555-572
- Bonini.S., and Voloshyna.O. (2009), "A, B or C? Experimental Tests of IPO Mechanisms," (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=972208).
- Booth J.R., and Chua.L. (1996), "Ownership Dispersion, Costly Information and Control in Initial Underpricing," *Journal of Financial Economics*, Vol.41, No.2, pp.291-310.
- Botosan.C.A. (1997), "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *Accounting Review*, Vol.72, No.3, pp.323-349.
- Botosan.C.A., and Plumlee.M.A.(2002), "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research*, Vol.40, No.1, pp.21-40.
- Boulton.T.J., Smart.S.B., and Zutter.C.J. (2010), "IPO Underpricing and International Corporate Governance," *Journal of International Business Studies*, Vol.41, No.2, pp.206-222.
- Bradley.J.D., Cooney.Jr.W.J., Dolvin.D.S., and Jordan.D.B. (2006), "Penny Stock IPOs," *Financial Management*, Vol.35, No.1, pp.5-29.
- Bradley.J.D., Cooney.Jr.W.J., Jordan.D.B., and Singh.K.A. (2004), "Negotiation and the IPO Offer Price: A Comparison of Integer vs. Non-Integer IPOs," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.39, No.3, pp.517-540.
- Bradley.J.D., Jordan.D.B., and Ritter.R.J. (2008), "Analyst Behavior Following IPOs: The "Bubble Period" Evidence," *Review of Financial Studies*, Vol.21, pp.103-133.
- Brav.A., and Gompers.A.P. (2003), "The Role of Lockups in Initial Public Offerings," *The Review of Financial Studies*, Vol.16, No.1, pp.1-29.
- Brennan.M., and Franks.J. (1997), "Underpricing, ownership, and control in initial public offerings of equity securities in the U.K.," *Journal of Financial Economics*, Vol.41, pp.249-289.
- Bushee.B.J., and Leuz.C. (2005), "Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation:Evidence from the OTC Bulletin Board," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.39, pp.233-264.
- Cai.J., and Wei.K.C.J. (1997), "The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings," *Pacific Basin Finance Journal*, Vol.5, No.4, pp.389-417.
- Carlin.W., and Mayer.C. (2003), "Finance, Investment, and Growth," *Journal of Financial Economics*, Vol.69, pp.191-226.
- Carpentier.C., and Suret.J-M. (2008), "The Economic Effects of Low Listing Requirements: An Analysis of Reverse Merger Listing," *CLEA 2008 Meeting Paper*. (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1129980).
- , and ----- (2009), "The Survival and Success of Canadian Penny Stock IPOs," *Small Business Economics*, forthcoming, 2009. (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1070855).
- Carter.R., and Manaster.S. (1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation," *The Journal of Finance*, Vol.45, No.4, pp.1045-1067.
- Cassia.L., Paleari.S., and Vismara.S. (2004), "The Valuation of Firms Listed on the NUOVO MERCATO: The Peer Comparables Approach," in Giudici.G., and Roosenboom.P.,eds, *The Rise and Fall of Europe's New*

- Stock Markets*, pp.113-129, Emerald.
- Cazavan-Jeny.A., and Jeanjean.T. (2007), "Levels of Voluntary Disclosure in IPO Prospectuses: an Empirical Analysis," *Review of Accounting and Finance*, Vol.6, No.2, pp.131-149.
- Chan.A.M.Y., Sit.K.L.C., Tong.L.M., Wong.K.D.C., and Chan.Y.W.R. (1996), Possible Factors of the Accuracy of Prospectus Earning Forecasts in Hong Kong," *The International Journal of Accounting*, Vol.31., No.3., pp.381-398.
- Chahine.S. (2002), "Mispricing in IPO Methods and the Predictive Ability of Investors' Interest for New Issues," (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=297055).
- Charitou.A., and Panayides.M. (2009), "Market Making in International Capital Markets Challenges and Benefits of its Implementation in Emerging Markets", *International Journal of Managerial Finance*, Vol.5, No.1, pp.50-80.
- Chemmanur.J.T (1993), "The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production", *The Journal of Finance*, Vol.48, No.1, pp.285-304.
- Chemmanur.J.T., and Fulghieri.P. (1999), "A Theory of Going Public Decision," *The Review of Financial Studies*, Vol.12, No.2, pp.249-279.
- , and ----- (2006), "Competition and Co-operation among Exchanges: A Theory of Cross Listing and Endogenous Listing Standards," *Journal of Financial Economics*, Vol.82, pp.455-489.
- Chemmanur.J.T., He.J., and Fulghieri.P. (2008), "Competition and Cooperation among Exchanges: Effects on Corporate Cross-Listing Decisions and Listing Standards," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.20, No.3, pp.76-90.
- Chemmanur.J.T., and He.J. (2009), "IPO Waves, Product Market Competition, and the Going Public Decision: Theory and Evidence," *SSRN Working paper (id 1270985)*.
- Chen.H-C., and Ritter.R.J. (2000), "The Seven Percent Solution," *The Journal of Finance*, Vol.55, No.3, pp.1105-1131.
- Cheng.Y.T., and Firth.M. (2000), "An Empirical Analysis of the Bias and Rationality of Profit Forecasts Published in New Issue Prospectuses," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.27, No.3, pp.423-446.
- Cheung.S., and Lee.J. (1995), "Disclosure Environment and Listing on Foreign Stock Exchanges," *Journal of Banking and Finance*, Vol.19, No.2, pp.347-362.
- Choe.H., Masulis.R.W., and Nanda.V. (1993), "Common Stock Offerings across the Business Cycle: Theory and Evidence," *Journal of Empirical Finance*, Vol.1, No.1, pp.3-31.
- Chong.S.B., and Ho.W.K. (2007), "Lockup and Voluntary Earnings Forecast Disclosure in IPOs," *Financial Management*, Vol.36, No.3, pp.63-80.
- Chowdhry.B., and Nanda.V. (1996), "Stabilization, Syndication and Pricing of IPOs," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, pp.25-42.
- Chowdhry.B., and Sherman.A. (1996), "International Differences in Oversubscription and Underpricing of IPOs," *Journal of Corporate Finance*, Vol.2, pp.359-381.
- Clarkson.P., Dontoh.A., Richardson.G., and Sefcik.S. (1992), "The Voluntary Inclusion of Earnings Forecasts in IPO Prospectuses," *Contemporary Accounting Research*, Vol.8, No.2, pp.601-626.
- Clarkson.P., Joyce.D., and Tutticci.I. (2006), "Market Reaction to Takeover Rumour in Internet Discussion Sites," *Accounting and Finance*, Vol.46, No.1, pp.31-52.

- Clarkson.P.M., and Simunic.D.A. (1994), "The Association Between Audit Quality, Retained Ownership, and Firm Specific Risk in United States vs. Canadian IPO Markets," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.17, pp.207-228.
- Cliff.M.T., and Denis.J.D., (2004), "Do IPO Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing," *The Journal of Finance*, Vol.59, pp.2871-2901.
- Comerton-Forde.C., and Rydge.J. (2004), "A Review of Stock Market Microstructure: A study of market microstructure in eighteen of the world's largest and most influential stock markets," SIRCA.
- Committee on Capital Market Regulation (2006), "Interim Report of the Committee on Capotal Markets Regulation,"
- Copeland T.E., Weston J. F., and Shastri, K., *Financial Theory and Corporate Policy*, Fourth Edition, 2005.
- Corwin.S.A., and Harris.J.H. (2001), "The Initial Listing Decisions of Firms that Go Public," *Financial Management*, Vol.30, No.1, pp.35-55.
- Cornelli.F., and Goldreich.D. (2001), "Bookbuilding and Strategic Allocation," *The Journal of Finance*, Vol.56, No.6, pp.2337-2369.
- , and ----- (2003), "Bookbuilding: How Informative Is the Order Book?," *The Journal of Finance*, Vol.58, No.4, pp.1415-1443.
- Cornelli.F., Goldreich.D., and Ljungqvist.A. (2006), "Investor Sentiment and Pre-IPO Markets," *The Journal of Finance*, Vol.61, No.3, pp.1187-1216.
- Corwin, S., Harris, J.H., and Lipson, M.L. (2004), "The Development of Secondary Market Liquidity for NYSE-Listed IPOs," *The Journal of Finance*, Vol.59, pp.2339-2374.
- Courteau.L. (1995), "Under-Diversification and Retention Commitments in IPOs," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.30, No.4, pp.487-517.
- Cristie.W.G., and Huang.R.D. (1994), "Market Structure and Liquidity: A Transactions Data Study of Exchange Listings," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.3, pp.300-326.
- Das.R.S., Martinez-Jerez.F., and Tufano.P. (2005), "eInformation: A Clinical Study of Investor Discussion and Sentiment," *Financial Management*, Vol.34, No.3, pp.103-137.
- Degeorge.F., Derrien.F., and Womack.K.L. (2007), "Analyst Hype in IPOs: Explaining the Popularity of Bookbuilding," *Review of Financial Studies*, Vol.20, No.4, pp.1021-1058.
- DeLong.J.B., Shleifer.A., Summers.H.L., and Waldman.J.R. (1990), "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation," *The Journal of Finance*, Vol.45, pp.379-395.
- Deloof.M., De Maeseneire.W., and Inghelbrecht.K. (2009), "How Do Investment Banks Value Initial Public Offerings?," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.36, No.1-2, pp.130-160.
- De Matos J.A.(2001), *Theoretical Foundations of Corporate Finance*, Princeton University Press
- Demers.E., and Joos.P. (2007), "IPO Failure Risk," *Journal of Accounting Research*, Vol.45, No.2, pp.333-371.
- Derrien.F., and Womack.K.L. (2003), "Auctions vs. Book-building and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets," *Review of Financial Studies*, Vol.16, No.1, pp.31-61.
- Dewally. M. (2003), "Internet Investment Advice: Investing with a Rock of Salt," *Financial Analysts Journal*, Vol.59, No.4, pp.65-77.
- Diamond, D., Verrecchia, R. (1991), "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital," *The Journal of Finance*, Vol.46, pp.1325-1359.

- Doidge.C., Karolyi.A.G., and Stulz.M.E. (2009), "Has New York Become Less Competitive than London in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choice over Time," *Journal of Financial Economics*, Vol.91, pp.253-277.
- Dorn.D. (2009), "Does Sentiment Drive the Retail Demand for IPOs?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.44, No.1, pp.85-108.
- DuCharme.L.L., Malatesta.H.P., and Sefcik.E.S. (2001), "Earnings Management: IPO Valuation and subsequent performance," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol.16, pp.369-396.
- (2004), "Earnings Management, Stock Issues, and Shareholder Lawsuits," *Journal of Financial Economics*, Vol.71, pp.27-49.
- Dunbar.G.C. (1998), "The Choice Between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.7, No.1, pp.60-90.
- Eckbo.E.B., Masulis.W.R., and Norli.Ø. (2000),"Seasoned Public Offerings: Resolution of the 'New Issue Puzzle'," *Journal of Financial Economics*,Vol.56, pp.251-291.
- , -----, and ----- (2005), "Liquidity Risk, Leverage and Long-Run IPO Returns," *Journal of Corporate Finance*, Vol.11, pp.1-35.
- , (2007), "Security Offerings," Chapter 6 in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 1*, North-Holand/Elsevier.
- Ellis .K., Michaely.R., and O'Hara.M. (2000), "When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket," *The Journal of Finance*, Vol.55, No.3, pp.1039-1074.
- Ellul.A., and Pagano.M. (2006), "IPO Underpricing and After-Market Liquidity," *Review of Financial Studies*, Vol.19, No.2, pp.381-421.
- Engel.E., Hayes.M.R., and Wang.X. (2007), "The Sarbenes-Oxley Act and Firms' Going-Private Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.44, Issues.1-2, pp.116-145.
- Espenlaub.S., Goergen.M., and Khurshed.A. (2001), "IPO Lock-in Agreements in the UK," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.28, pp.1235-1278.
- Eurico. J.E., and Stanley. D. S. (1999), "Stock Price Reactions to Recommendations in the Wall Street Journal 'Small Stock Focus' colum," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.39, Issue.3, pp.379-389.
- Fama.E.F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417.
- (1998), "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics*, Vol.49, No.3, pp.283-306.
- Fama.E.F., and French.K.R.(2004), "New Lists: Fundamentals and Survival Rates," *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, pp. 229-269.
- Field.L.G., and Hanka.G. (2001), "The Expiration of IPO Share Lockups," *The Journal of Finance*, Vol.56, pp.471-500.
- Firth.M. (1998), "IPO Profit Forecasts and their Role in Signaling Firm Value and Explaining Post-Listing Returns," *Applied Financial Economics*, Vol.8, No.1, pp.29-39.
- Fischer.C. (2000), "Why Do Companies Go Public? Empirical Evidence from Germany's Neuer Markt," *SSRN Working paper (id 229529)*.
- Fishman.M.J., and Hagerty.K.M. (1989), "Disclosure Decisions by Firms and the Competition for Price

- Efficiency,” *The Journal of Finance*, Vol.44, No.3, pp.633-646.
- Fleischer.V. (2005), “Brand New Deal: The Branding Effect of Corporate Deal Structures,” *Michigan Law Review*, Vol.104, pp.1581-1638.
- (2007), “Taxing Blackstone,” *Illinois Law and Economics Research Papers Series*, No.LE07-036 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012472).
- Foster.G. (1979), “Externalities and Financial Reporting,” *The Journal of Finance*, Vol.35, No.2, pp.521-533.
- Foucault.T., and Parlour.C.A. (2004), “Competition for Listings,” *The RAND Journal of Economics*, Vol.35, No.2, pp.329-355.
- Friedman.F.B., and Grose.C. (2006), “Promoting Access To Primary Equity Markets : A Legal And Regulatory Approach,” *World Bank Research Working papers*, December 2006 , pp. 1-38.
- Fürst.O. (1998), “A Theoretical Analysis of the Investor Protection Regulations Argument for Global Listing of Stocks,” (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=139599).
- Gasper.J., Massa.M., and Matos.P.(2006), “Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization,” *The Journal of Finance*, Vol.61, pp.73-104.
- Geddes.R. (2008), *IPOs and Equity Offerings*, Elsevier.
- Giudici.G., and Roosenboom.P. (2002), “Pricing Initial Public Offerings on ‘New’ European Stock Markets,” (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314275).
- Gompers.P.A., and Lerner J. (2003), “The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-Nasdaq Evidence Trusting the Stock Market,” *The Journal of Finance*, Vol.58, No.4, pp.1355-1392.
- Graham.R.J, Harvey.R.C., and Rajgopal.S. (2005), “The Economics Implications of Corporate Financial Reporting,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.40, pp.3-73.
- Grammatikos.T., and Papaioannou.J.G. (1986), “The Informational Value of Listing on the New York Stock Exchange,” *Financial Review*, Vol.2, pp.485-499.
- Grinblatt.M., and Hwang.C.Y. (1989), “Signaling and the Pricing of New Issues,” *The Journal of Finance*, Vol.44, No.2, pp.393-420.
- Guiso.L., Sapienza.P., and Zingales.L. (2008), “Trusting the Stock Market,” *The Journal of Finance*, Vol.63, No.6, pp.2557-2600.
- Habib.M.A., and Ljungqvist.P.A. (2001), “Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence,” *Review of Financial Studies*, Vol.14, pp.433-458.
- Hanley.K.W. (1993), “The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, No.2, pp. 231-250.
- Hanley.K.W., and William.W.J.Jr. (1995), “Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, No. 2, pp.239-257.
- Hansen.B., Pownall.G., and Wang.X. (2009), “The Robustness of the Sarbanes Oxley Effect on the U.S. Capital Market”, *Review of Accounting Studies*, Vol.14, No.2-3, pp.401-439.
- Hao.Q. (2007), “Laddering in Initial Public Offerings,” *Journal of Financial Economics*, Vol.85, No.1, pp.102-122.
- Harris.H.J., Panchapagesan.V., and Werner.I. (2006), “Off But Not Gone: A Study of Nasdaq Delistings,” *Fisher College of Business Working Paper Series*, WP 2008-03-005.
- Healy.P., Hutton.A., and Palepu.K. (1999), “Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding

- Sustained Increases in Disclosure,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.16, pp.485-520.
- Healy.P.M., and Palepu.K.G. (2001), “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, No.1-3, pp.405-440.
- Helwege.J., and Liang N. (2004), “Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets,” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.39, No.3, pp.541-569.
- Helwege.J., and Packer.P. (2008), “Private Matters,” *BIS Working Papers*, No.266.
- Hoberg.G. (2007), “The Underwriter Persistence Phenomenon,” *The Journal of Finance*, Vol.62, No.3, pp.1169-1206.
- Holmstrom.B., and Kaplan.S.N. (2003), “The State of U.S. Corporate Governance: What’s Right and What’s Wrong?,” *ECGI Finance Working Paper* No.23/2003.
- Honjo.Y., and Kutsuna.K. (2005), “An Empirical Analysis of the Initial Public Offering Intention: Evidence from Start-up Firms in Japan” *Discussion Paper Series (Chuo University)*, No.15.
- Hopp.C., and Dreher.A. (2007), “Do Differences in Institutional and Legal Environments Explain Cross-Country Variations in IPO Underpricing?,” *CESifo Working Paper*, No.2082.
- Houston.J., James.C., and Karceski.J. (2006), “What a Difference a Month Makes: Stock Analyst Valuations Following Initial Public Offerings,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.41, No.1, pp.111-137.
- Hoffmann-Burchardi.U (2001), “Clustering of Initial Public Offerings, Information Revelation and Underpricing,” *European Economic Review*, Vol.45, pp.353-383.
- Huang.R.D., and Stoll.R.H. (1996), “Dealer Versus Auction Markets: A Paired Comparison of Execution Costs on Nasdaq and the NYSE,” *Journal of Financial Economics*, Vol.41, pp.313-357.
- Hughes.P. (1986), “Signalling by Direct Disclosure Under Asymmetric Information,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.8, pp.119-142.
- Hwang.C.Y. (1995), “Microstructure and Reverse Stock Splits,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.5, No.2, pp.169-177.
- Hwang.C.Y., and Jayaraman.N. (1993), “The Post-listing Puzzle, Evidence from Tokyo Stock Exchange Listings,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.1, pp111-26.
- Ibbotson.R. (1975), “Price Performance of Common Stock New Issues,” *Journal of Financial Economics*, Vol.2, No.3, pp.235-272.
- Ibbotson.R., and Jaffe.F.J. (1975), “‘Hot issue’ markets,” *The Journal of Finance*, Vol.30, pp.1027-1042.
- Ibbotson.R., and Ritter.R.J. (1995), “Initial Public Offerings,” Roger G. Ibbotson and Jay R. Ritter, Chapter 30 (pp. 993-1016) in *Handbooks of Operations Research and Management Science: Finance* edited by R. Jarrow, V. Maksimovic, and W. Ziemba, Amsterdam: North-Holland.
- IOSCO (1998), “International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers,”.
- (2007), “Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings: Final Report,”.
- Ivanov.V., and Lewis.C.M. (2008), “The Determinants of Market-wide Issue Cycles for Initial Public Offerings,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, No.5, pp.567-583.
- Jagannathan.R., and Sherman.A. (2005), “Reforming the Bookbuilding Process for IPOs,” *Journal of Applied*

- Corporate Finance*, Vol.17, No.1, pp.67-72.
- Jagannathan.R., Jirnyi.A., and Sherman.A. (2009), "Why Have IPO Auctions Failed the Market Test?," (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1330691)
- Jaggi.B. (1997), "Accuracy of Forecast Information Disclosed in the IPO Prospectuses of Hong Kong Companies," *International Journal of Accounting*, Vol.32, No.3, pp.301-319.
- Jain.B.A., Jayaraman.N., and Kini.O. (2008), "The Path-to-Profitability of Internet IPO Firms," *Journal of Business Venturing*, Vol.23, No.2, pp.165-194.
- Jain.B.A., and Omesh. K.(1994), "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms," *Journal of Finance*, Vol.49, No. 5 pp.1699-1726.
- Jain.P. (2003), "Institutional Design and Liquidity at Stock Exchanges around the World," *SSRN Working Papers (id 869253)*.
- James.C., and Karceski.J. (2006), "Strength of Analyst Coverage Following IPOs," *Journal of Financial Economics*, Vol.82, No.1, pp.1-34.
- Jenkinson.T., and Jones.H. (2004), "Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding," *The Journal of Finance*, Vol.59, No.5, pp.2309-2338.
- , and ----- (2007), "The Economics of IPO Stabilisation, Syndicates and Naked Shorts," *European Financial Management*, Vol.13, No.4, pp.616-642.
- , and ----- (2009), "IPO Pricing and Allocation: A Survey of the Views of Institutional Investors," *The Review of Financial Studies*, Vol.22, No.4, pp.1477-1504.
- , and ----- (2009), "Competitive IPO," *European Financial Management*, forthcoming.
- Jenkinson.T., and Ljungqvist.A. (2001), *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, Clarendon Press, Oxford.
- Jenkinson.T., Morrison.A.D., Wilhelm.Jr.W.J. (2006), "Why are European IPOs so rarely Priced outside the Indicative Price Range?," *Journal of Financial Economics*, Vol.80, No.1, pp.185-209.
- Jensen M.C. (1978), "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency," *Journal of Financial Economics*, Vol.6, pp.95-101.
- Jiang.G., and Wang.H. (2008), "Should Earnings Thresholds be Used as Delisting Criteria in Stock Market?," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.27, No.5, pp.409-419.
- Jog.V., and McConomy.B.J. (2003), "Voluntary Disclosure of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.30, pp. 125-167.
- Johnson.C.W., and Marietta-Westberg.J. (2005), "Universal Banking, Asset Management, and Stock Underwriting," (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=687172)
- Kadlec.B.G., and McConnell.J.J. (1994), "The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Exchange Listings," *The Journal of Finance*, Vol.49, No.2, pp.611-636.
- Kaneko.T., and Pettway.R.H. (2003), "Auctions versus Book Building of Japanese IPOs," *Pacific Basin Finance Journal*, Vol.11, No.4, pp.439-462.
- Kim.M., and Ritter.R.J. (1999), "Valuing IPOs," *Journal of Financial Economics*, Vol.53, No.3, pp.409-437.
- Klein.A., and Mohanram.P.S. (2006), "Economic Consequences of Differences in NASDAQ Initial Listing Standards: The Role of Accounting Profitability," *Working Paper* (<http://www.columbia.edu/~pm2128/docs/nasd.pdf>)

- Korajczyk.R.A., Lucas.D.J., and McDonald.R.L. (1992), "Equity Issues with Time-varying Asymmetric Information," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.27, No.3, pp.397-417.
- Kothari.P.S. (2001), "Capital Markets Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, No.1-3, pp.105-231.
- Kothari.P.S., and Warner.J.B. (1997), "Measuring Long-Horizon Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, No.3, pp301-339.
- Kothari.P.S., Shu.S., and Wysocki.P. (2009), "Do Managers Withhold Bad News?," *Journal of Accounting Research*, Vol.47, No.1, pp.241-276.
- Krigman.L., Shaw.W., and Wamack.L.K. (1999), "The Persistence of IPO Mispricing and the Predictive Power of Flipping," *The Journal of Finance*, Vol.54, pp.1015-1044.
- Kumpan.C., and Leyens.C.P. (2008), "Conflicts of Interest of Financial Intermediaries-Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation-," *European Company and Financial Law Review*, Vol.5, No.1, pp.72-100.
- Kutsuna.K., Okamura.H., and Cowling.M. (2002), "Ownership Structure Pre-and Post-IPOs and the Operating Performacne of JASDAQ Companies," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.10, pp.163-181.
- Kutsuna.K., and Smith.R. (2004), "Why Does Book Bulding Drive out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan," *The Review of Financial Studies*, Vol.17, No.4, pp.1129-1166.
- Kutsuna.K., Smith.K.J., and Smith.L.R. (2009), "Public Information, IPO Price Formation, and Long-Run Returns: Japanese Evidence," *The Journal of Finance*, Vol.64, No.1, pp.505-546.
- La Porta.R., Lopez-de-Silanes.F, Shleifer.A., and Vishny.R.W. (1997), "Legal Determinants of External Finance," *The Journal of Finance*, Vol.52, No.3, pp. 1131-1150.
- Lang.M., and Lundholm.R. (1996), "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior," *Accounting Review*, Vol.71, pp.467-492.
- Lee.I., Lochhead.S., Ritter.. (1996), "The Costs of Raising Capital," *The Journal of Financial Research*, Vol.19, No.1, pp.59-74.
- Lerner, J. (1994), "Venture Capitalists and the Decision to Go Public," *Journal of Financial Economics*, Vol.35, No.3, pp.293-316.
- Leuz, C. (2007), "Was the Sarbanes-Oxley Act of 2002 Really This Costly? A Discussion of Evidence from Event Returns and Going-Private Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.45, pp.181-208.
- Leuz.C., Nanda.D., and Wysocki.P.D. (2003), "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison," *Journal of Financial Economics*, Vol.69, No.3, pp.505-527.
- Leuz. C., Triantis. J. A., and Wang.Y.T. (2008), "Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.45, pp.181-208.
- Leuz.C., and Verrecchia.R.E. (2000), "The Economic Consequences of Increased Disclosure," *Journal of Accounting Research*, Vol.38, pp.91-124.
- Leuz.C., and Wysocki.P. (2008), "Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research," *MIT Sloan School of Management Working Paper*, March 2008.
- Liu.P., and Smith. S.D. (1990), "Stock Price Reaction to The Wall Street Journal's Securities Recommendations," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.25, No.3, pp.399-410.
- Liu.X., and Ritter.R.J. "The Economic Consequences of IPO Spinning," forthcoming in *Review of Financial*

Studies.

- Ljungqvist.A. (2007), "IPO Underpricing," Chapter 7 in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 1*, North-Holand/Elsevier.
- Ljungqvist.A., Jenkinson.T., and Wilhelm.Jr.W. (2003), "Global Integration in Primary Equity Markets: The Role of U.S. Banks and U.S. Investors," *The Review of Financial Studies*, Vol.16, No.1, pp.63-99.
- Ljungqvist.A., Nanda.V., and Singh.R. (2006), "Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing," *Journal of Business*, Vol.79, No.4, pp.1667-1702
- Ljungqvist.A., and Wilhelm.Jr.W. (2002), "IPO Allocation: Discriminatory or Discretionary?," *Journal of Financial Economics*, Vol.65, pp.167-201.
- and ----- (2005), "Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior?," *The Journal of Finance*, Vol.60, No.4, pp.1759-1790.
- Locke.M.S., and Gupta.K. (2008), "The Performance of Entrepreneurial Companies Post-listing on the New Zealand Stock Exchange," *Venture Capital*, Vol.10, No.1, pp.87-110.
- Löffler.G., Panther.F.P., and Theissen.E. (2005), "Who Knows What When? The Information Content of pre-IPO Market Prices," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.14, pp.466-484.
- Loughran, T., and J. Ritter. (1995), "The New Issues Puzzle," *The Journal of Finance*, Vol.50, pp.23-50.
- ,and ----- (2002), "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs," *Review of Financial Studies*, Vol.15, pp.413-443.
- ,and ----- (2004), "Why has IPO Underpricing Changed Over Time?," *Financial Management*, Vol.33, No.3, pp.5-37.
- Loughran.T., Ritter.J., and Rydqvist.K. (1994), "Initial Public Offerings: International Insights," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.2, pp.165-199.
- Lowry. M. (2003), "Why IPO Volume Fluctuate So Much?," *Journal of Financial Economics*, Vol.67, 2003, pp.3-40.
- Lowry. M., Officer.S.M., and Schwert.W.G.(2010), "The Variability of IPO Initial Returns," *The Journal of Finance*, forthcoming.
- Lowry. M., and Shwert.W.G. (2002), "IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?," *The Journal of Finance*, Vol.57, No.3, pp.1171-1200.
- Lowry. M., and Shu.S. (2002), "Litigation Risk and IPO Underpricing," *Journal of Financial Economics*, Vol.65, No.3, pp.309-335.
- Lyon.J.D., Barber.B.M., and Tsai.C.L. (1999), "Improved Methods for Tests of Long-run Abnormal Stock Returns," *The Journal of Finance*, Vol.54, No.1, pp.165-201.
- Macey.R.J., and O'Hara.M. (2002), "The Economics of Stock Exchange Listing Fees and Listing Requirements," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.11, pp.297-319.
- , and ----- (2005), "From Markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World," *Stanford Law Review*, Vol.58, No.2, pp.563-600.
- Macey.R.J., O'Hara.M., and Pompilio.D. (2008), "Down and Out in the Stock market: The Law and Economics of the Delisting Process," *Journal of Law and Economic*, Vol.51, No. 4, pp.683-713.
- Madhavan, A. (2000), "Market Microstructure: A Survey," *Journal of Financial Markets*, Vol.3, No.3, pp.205-258.

- Mak.T.Y. (1996), "Forecast Disclosure by Initial Public Offering Firms in a Low-Litigation Environment," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.15, pp.111-136.
- Mathur I., and Waheed, A. (1995), "Stock Price Reactions to Securities Recommended in Business Week's Insider Wall Street," *Financial Review*, Vol.30, pp.584-604.
- McConnell.J.J., Dybevik.H.J., Haushalter.D., and Lie.E. (1996), "A Survey of Evidence on Domestic and International Stock Exchange Listings with Implications for Markets and Managers," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.4, pp.347-376.
- McConomy.B.J. (1998), "Bias and Accuracy of Management Earnings Forecasts: An Evaluation of the Impact of Auditing," *Contemporary Accounting Research*, Vol.15, No.2, pp.167-195.
- Mehran.H., and Stulz.M.R. (2007), "The Economics of Conflicts of Interest in Financial Institutions," *Journal of Financial Economics*, Vol.85, pp.267-296.
- Mello.A.S., and Parsons.J.E. (1998), "Going Public and the Ownership Structure of the Firm," *Journal of Financial Economics*, Vol.49, No.1, pp.79-109.
- Menkveld. A.J., and Wang.T. (2009), "How Do Designated Market Makers Create Value for Small-Caps?," (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890526).
- Menon.K. and Williams.D.D. (1991), "Auditor Credibility and Initial Public Offerings," *The Accounting Review*, Vol.66. No.2, pp.313-332.
- Merton.C.R. (1987), "A simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," *The Journal of Finance*, Vol.42, pp.483-510.
- Michaely.R., and Shaw.H.W. (1995), "Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering?," *Financial Management*, Vol.24, No.4, pp.15-30.
- Mikkelsen.H.W., Partch.M.M., and Shah.K. (1997), "Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public," *Journal of Financial Economics*, Vol.44, pp.281-307.
- Miller.S.G. (2009), "Should Managers Provide Forecasts of Earnings? A Review of the Empirical Literature and Normative Policy Recommendations," (<http://www.capmktreg.org/>)
- Mitchell.M.L., and Stafford.E. (2000), "Managerial Decisions and Long-term Stock Price Performance," *Journal of Business*, Vol.73, No.3, pp.287-329.
- Muzatko.R.S., Johnstone.M.K., Mayhew.W.B., and Rittenberg.E.L. (2004), "An Empirical Investigation of IPO Underpricing and the Change to the LLP Organization of Audit Firms," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol.23, No.1, pp.53-67.
- Nagata.K, and Hachiya.T. (2006a), "Earnings Management and the Pricing of Initial Public Offerings," *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol.10, No.4, pp.541-559.
- , and ----- (2006b), "Competing Motives for Earnings Management in Initial Public Offerings- To Reduce Wealth Loss or to Keep Control of the Firm?," (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=915922).
- Nimalendran.M., and Petrella.G. (2003), "Do 'thinly-traded' Stocks Benefit from Specialist Intervention?," *Journal of Banking and Finance*, Vol.27, No.9, pp.1823-1854.
- NYSE/NASD IPO Advisory Committee(2003), "Report and Recommendations of a committee convened by the New York Stock Exchange, Inc. and NASD at the request of the U.S. Securities and Exchange Commission,"
- Ota.K. (2006), "Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan," in

- International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, edited by Greg.N.Gregoriou and Mohamed Gaber, pp.267-294, Elsevier, Burlington, MA.
- Oxera Consulting. (2006), "The Cost of Capital: An International Comparison," *June 2006*.
- Pagano, M., F. Panetta., and L. Zingales., (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis," *The Journal of Finance*, Vol.53, pp.27-64.
- Pagano.M., Roell.A., and Zechner.J. (2002), "The Geography of Equity Listings: Why Do Companies List Abroad?," *The Journal of Finance*, Vol.57, No.6, pp.2651-2694.
- Pasotr-Llorca., and Poveda-Fuentes. (2006), "Earnings Management and the Long-Run Performance of Spanish Initial Public Offerings," Chapter 7, in *Initial Public Offerings- An International Perspective*, Edit by Greg N. Gregoriou, Elsevier.
- Pástor.Í., and Veronesi.P. (2005), "Rational IPO Waves," *The Journal of Finance*, Vol.60, No.4, pp.1713-1757.
- Peristiani.S. (2007), Evaluating the Relative Strength of the U.S. Capital Markets," *Current Issues*, Vol.13, No.6, Federal Reserve Bank of New York.
- Peristiani.S., and Hong.G. (2004), "Pre-IPO Financial Performance and Aftermarket Survival," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol.10, No.2.
- Purnanandam.K.A., and Swaminathan.B. (2004), "Are IPOs Really Underpriced?," *The Review of Financial Studies*, Vol.17, No.3, pp.811-848.
- Rajan.R., and Servaes.H. (2003), "The Effect of Market Conditions on Initial Public Offerings," in J. McCahery and L. Renneboog, eds, *Venture capital contracting and the valuation of high-tech firms*, Oxford University Press, 2003.
- Reuter.J. (2006), "Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds," *The Journal of Finance*, Vol.61, No.5, pp.2289-2324.
- Ripken.K.S. (2007), "The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation," *Legal Studies Research Paper Series*, No.2007-08, Chapman University School of Law, (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=936528).
- Ritter.R.J. (1984), "The 'Hot Issue' Market of 1980," *Journal of Business*, Vol.57, pp.215-240.
- (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, Vol.46, No.1, pp.3-27.
- (1998), "Initial Public Offerings," *Contemporary Financial Digest*, Vol.2, No.1 (Spring 1998).
- (2003a), "Investment Banking and Securities Issuance," Chapter 5 of North-Holland *Handbook of the Economics of Finance* edited by George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz.
- (2003b), "Differences between European and American IPO Markets," *European Financial Management*, Vol.9, No.4, pp.421-434.
- Ritter.R.J., and Welch.I. (2002), "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations," *The Journal of Finance*, Vol.57, No.4, pp.1795-1828.
- Ritter.R.J., and Zhang.D. (2007), "Affiliated Mutual Funds and the Allocation of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol.86, No.2, pp.337-368.
- Rock.K. (1986), "Why New Issues Are Underpriced?," *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp.187-212.
- Roosenboom, P. (2007), "How Do Underwriters Value Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of the French IPO Market," *Contemporary Accounting Research*, Vol.24, No.4, pp.217-1243.

- Rydqvist, K., and K. Hogholm. (1994), "Going Public in the 1980s: Evidence from Sweden," *European Financial Management*, Vol.1, pp.287-316.
- Sakar, S.K. (2000), "Stock Price Reactions to Regional Wall Street Journal Securities Recommendations," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol.39, pp.50-61.
- Sanger.G.C., and McConnell.J.J. (1986), "Stock Exchange Listings, Firm Value, and Security Market Efficiency: The Impact of NASDAQ," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.21, No.1, pp.1-25.
- Sanger, G.C., Peterson, J.D. (1990), "An Empirical Analysis of Common Stock Delistings," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.25, No.2, pp.261-272.
- Saudagaran.S.M., and Biddle.C.G. (1992), "Financial Disclosure Levels and Foreign Stock Exchange Decisions," *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol.4, pp.106-147.
- Schenone.C. (2004), "The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing," *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 6, pp. 2903-2958.
- Schrand.C.M., and Verrecchia.R.E.(2005), "Information Disclosure and Adverse Selection Explanations for IPO Underpricing," *The Wharton School Working Paper*.
- Schuster.A.J. (2003), "IPOs: Insights from Seven European Countries," working paper, Financial Market Group, London School of Economics,
(<http://fm.g.lse.ac.uk/publications/searchdetail.php?pubid=1&wsid=1&wpdid=669>).
- Schwert.G.W. (2003), "Anomalies and Market Efficiency," Chapter 5 of North-Holland *Handbook of the Economics of Finance* edited by George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz, pp.937-972.
- Seguin.J.P., and Smoller.M.M. (1997), "Share Price and Mortality: An Empirical Evaluation of Newly Listed Nasdaq Stocks," *Journal of Financial Economics*, Vol.45, No.3, pp.333-363.
- Silber.W. (1991), "Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices," *Financial Analysts Journal*, July-August 1991, pp.60-64.
- Sherman.E.A. (2005), "Global Trends in IPO Methods: Book Building versus Auctions with Endogenous Entry," *Journal of Financial Economics*, Vol.78, pp.615-649.
- Shi.J., Bilson.M.C., and Powell.G.J. (2008), "Valuation Uncertainty Risk Compensation and IPO Prospectus Earnings Forecasts," *Applied Economic Letter*, 15:5, pp.331-335.
- Shiller.J.R. (1990), "Speculative Prices and Popular Models," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, No.2, pp.55-65.
- Shleifer.A., and Vishny.R.W. (1997), "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance*, Vol.52, No.2, pp.859-874.
- Spindler.J.C. (2009), "IPO Underpricing, Disclosure, and Litigation Risk," *University of Southern California Law, Legal Studies Research Paper Series*, No.09-10
- Stoughton.N.M., and Zechner.J. (1998), "IPO-mechanisms, Monitoring and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.49, No.1, pp.45-77.
- Stultz.M.R. (1999), "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.12, pp.8-25.
- Subrahmanyam.A., and Titman.S. (1999), "The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets," *The Journal of Finance*, Vol.54, No.3, pp.1045-1082.
- Teoh.S.H., Welch.I., and Wong.J.W. (1998), "Earnings Management and the Long-term Underperformance of

- Initial Public Offerings,” *The Journal of Finance*, Vol.53, pp.1935-1974.
- Tinic.M.S. (1988), “Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock,” *The Journal of Finance*, Vol.43, No.4, pp.789-822.
- Torstila.S. (2001), “What Determines IPO Gross Spreads in Europe,” *European Financial Management*, Vol.7, No.4, pp.523-541.
- Treptow.F., and Wagner.S. (2005), “Stock Exchanges and Issuers: A Changing Relationship,” *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, Vol.74, 4.S., pp.125-139.
- Tsutsui.Y., and Kamesaka.A. (2005), “Degree of Competition in the Japanese Securities Industry,” *Journal of Economics & Business*, Vol.57, pp.360-374.
- Tumarkin. R., and Whitelaw. R. (2001), “News of Noise? Internet Posting and Stock Prices,” *Financial Analyst Journal*, Vol.57, No.3, pp.41-51.
- Tykvová.T. (2006), “IPOs and Earnings Management in Germany,” Chapter 17, in *Initial Public Offerings- An International Perspective*, Edit by Greg N. Gregoriou, Elsevier.
- van der Goot., van Giersbergen., and Botman.M. (2007), “What Determines the Survival of Internet IPOs?,” *Applied Economics*, Vol.39, pp.1-17.
- Venkataraman.K., and Waisburd.A.C. (2007), “The Value of the Designated Market Maker,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42, No.3, pp.735-758.
- Verrecchia.R.E. (2001), “Essays on Disclosure,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.32, pp.91-180.
- Weild.D., and Kim.Edward. (2009), “A Wake-Up Call for America,” *Capital Markets Series*, Grant Thornton.
- Welch.I. (1989), “Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings,” *The Journal of Finance*, Vol.44, No.2, pp.421-449.
- Wilhelm.W.J.Jr. (2005), “Bookbuilding, Auctions, and the Future of the IPO Process,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.17, No.1, pp.1-13
- Yi.J. (2001), “Pre-offering Earnings and the Long-run Performance of IPOs,” *International Review of Financial Analysis*, Vol.10, pp.53-67.
- Yang.Y (2006), “Earnings Management as a Response to the Threat of Exchange Delisting,” *Working Paper* (http://www.som.yale.edu/Faculty/jkt7/conf/Sunny_Yang_Paper.pdf).
- Yung.C., Cpolak.G., and Wang.W. (2008), “Cycles in the IPO market,” *Journal of Financial Economics*, Vol.89, No.1, pp.192-208.
- Zhang, D. (2004), “Why do IPO Underwriters Allocate extra Shares when They Expect to Buy Them Back?,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.39, No.3, pp.571-594.
- Zhang.X.I. (2007), “Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.44, Issue.1-2, pp.74-115.
- Zingales.L. (1995), “Insider Ownership and the Decision to Go Public,” *Review of Economic Studies*, Vol.62, No.3, pp.425-448.
- Zingales.L. (2007), “Is the U.S. Capital Market Losing its Competitive Edge?,” *ECGI - Finance Working Paper No. 192/2007*

図表 1：世界の株式市場の動向（World Federation of Exchanges の集計データ）

(1) IPO件数

(件数)

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
先進国市場	NYSE Euronext（米国市場）	151	122	144	151	107	152	146	118	126	74
	香港証券取引所	38	90	88	117	73	70	67	62	84	49
	シンガポール証券取引所	53	87	37	32	60	82	68	67	76	43
	NASDAQ OMX	614	605	144	121	56	170	170	156	290	177
	東京証券取引所	75	206	93	94	120	153	99	114	68	54
	ロンドン証券取引所	187	399	245	228	201	423	626	576	411	185
	NYSE Euronext（ユーロ市場）	124	106	49	18	24	32	34	52	92	36
	ドイツ証券取引所	168	152	21	6	0	6	15	35	209	189
	トロント証券取引所（カナダ）	144	113	84	194	204	346	388	383	408	359
新興国市場	ボンベイ証券取引所	NA	NA	NA	NA	24	51	80	104	123	69
	サンパウロ証券取引所	15	24	10	13	10	19	13	32	70	11
	メキシコ証券取引所	3	2	4	6	78	110	12	31	63	43
	上海証券取引所	NA	NA	75	70	67	61	3	13	25	6
	スペイン証券取引所	513	514	NA	514	275	NA	NA	NA	192	143
	インドナショナル証券取引所	NA	NA	24	27	35	88	92	144	214	96
先進国、新興アジア諸国の市場	TSX Venture（カナダ）	NA	NA	NA	88	76	142	165	186	273	233
	Mothers（日本）	2	27	7	8	33	57	37	41	23	13
	Mercato Expandi（イタリア）	NA	NA	NA	2	1	2	6	8	11	4
	Entry Standard（ドイツ）	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	43	1
	Alternext(NYSE Euronext, Europe)	72	74	10	4	5	2	20	57	46	12
	AIM(ロンドン)	102	277	177	160	162	355	519	462	284	114
	First North（Nasdaq OMX北欧）	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	35	55	17
	GEM（香港）	7	47	51	57	27	21	10	6	2	2
	Kosdaq（韓国）	NA	NA	NA	NA	NA	NA	69	56	68	38
	中小板（深セン）	NA	NA	NA	NA	NA	38	12	NA	100	71
	Catalist（シンガポール）	21	24	19	17	28	31	19	11	8	7

(2) 上場廃止件数

(件数)

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
先進国市場	NYSE Euronext（米国市場）	NA	NA	NA	145	111	107	135	138	232	139
	香港証券取引所	NA	NA	NA	6	14	11	28	23	16	29
	シンガポール証券取引所	NA	NA	NA	24	10	10	8	19	18	28
	NASDAQ OMX	NA	NA	NA	535	410	NA	NA	NA	348	289
	東京証券取引所	NA	NA	NA	82	67	53	54	49	70	79
	ロンドン証券取引所	NA	NA	NA	295	337	279	372	428	372	405
	NYSE Euronext（ユーロ市場）	NA	NA	NA	99	NA	NA	NA	NA	100	66
	ドイツ証券取引所	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	37	40	64
	トロント証券取引所（カナダ）	NA	NA	NA	367	345	291	215	212	249	296
新興国市場	ボンベイ証券取引所	NA	NA	NA	172	33	987	34	61	45	50
	サンパウロ証券取引所	NA	NA	NA	42	31	22	18	25	16	23
	メキシコ証券取引所	NA	NA	NA	9	10	9	6	22	32	37
	上海証券取引所	NA	NA	NA	1	2	4	1	4	7	2
	スペイン証券取引所	NA	NA	NA	33	67	NA	NA	NA	NA	NA
	インドナショナル証券取引所	NA	NA	NA	152	40	17	6	3	7	2
先進国、新興アジア諸国の市場	TSX Venture（カナダ）	NA	NA	NA	272	253	172	NA	70	179	128
	マザーズ（日本）	NA	NA	0	0	1	1	3	3	4	7
	Mercato Expandi（イタリア）	4	2	3	1	3	0	1	0	2	0
	Entry Standard（ドイツ）	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	4	NA
	Alternext(NYSE Euronext, Europe)	25	40	9	13	19	12	0	2	2	3
	AIM(ロンドン)	67	100	72	85	112	88	141	227	224	258
	First North（Nasdaq OMX北欧）	NA	NA	NA	NA	NA	2	2	7	6	8
	GEM（香港）	NA	NA	NA	2	8	2	13	9	7	21
	Kosdaq（韓国）	NA	NA	NA	NA	NA	NA	40	11	9	18
	中小板（深セン）	NA	NA	NA	NA	NA	0	0	0	0	0
	Catalist（シンガポール）	4	13	0	7	1	0	1	3	3	2

(3) IPOによる資金調達金額

(100 万米ドル)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
先進国市場	NYSE Euronext (米国市場)	32,100	27,178	30,995	54,520	44,116	37,130	60,386	NA
	香港証券取引所	3,297	6,665	7,598	12,474	21,291	42,972	37,486	8,477
	シンガポール証券取引所	857	434	1,087	2,141	3,907	4,800	1,988	1,020
	NASDAQ OMX	7,840	4,504	6,187	15,019	12,193	17,375	15,459	1,540
	東京証券取引所	NA	NA	NA	NA	NA	NA	604	306
	ロンドン証券取引所	9,499	8,093	7,591	13,831	31,169	55,807	53,847	13,455
	NYSE Euronext (ユーロ市場)	34,956	3,501	682	11,679	21,223	27,045	NA	6,710
	ドイツ証券取引所	2,573	203	0	7	4,857	11,701	10,826	548
新興国市場	トロント証券取引所 (カナダ)	7,624	5,808	8,465	12,197	12,781	9,106	7,369	NA
	ボンベイ証券取引所	896	2,269	2,917	2,918	1,319	5,601	9,643	33,454
	サンパウロ証券取引所	242	130	0	259	2,029	6,041	27,834	4,154
	メキシコ証券取引所	NA	204	42	151	563	863	888	592
	上海証券取引所	6,455	6,246	5,479	2,866	349	11,818	57,762	10,589
	スペイン証券取引所	NA	16,001	12,439	26,970	7,771	14,663	21,726	1,217
	インドナショナル証券取引所	366	2,936	2,420	6,183	1,981	4,535	8,697	NA
先進国、新興アジア諸国の市場	TSX Venture (カナダ)	63	46	87	150	198	327	500	210
	Mothers (日本)	19	NA	NA	NA	NA	NA	NA	86
	Mercato Expandi (イタリア)	0	16	0	18	205	300	6,042	208
	Entry Standard (ドイツ)	NA	NA	NA	NA	NA	557	386	9
	Alternext(NYSE Euronext, Europe)	NA	NA	NA	NA	107	599	620	68
	AIM(ロンドン)	855	695	1,793	5,029	11,714	18,428	13,199	2,012
	First North (Nasdaq OMX北欧)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1,220	79
	GEM (香港)	528	899	267	346	86	228	256	28
	Kosdaq (韓国)	NA	NA	NA	1,783	221	225	300	425
	中小板 (深セン)	NA	NA	NA	1,100	NA	2,029	5,188	4,343
	Catalist (シンガポール)	57	62	97	151	96	133	44	68

(4) SEOによる資金調達金額

(100 万米ドル)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
先進国市場	NYSE Euronext (米国市場)	49,290	60,202	52,456	93,414	130,913	66,040	76,598	NA
	香港証券取引所	4,964	7,504	19,865	23,655	17,039	24,465	38,251	46,420
	シンガポール証券取引所	0	885	200	674	1,558	924	4,679	2,381
	NASDAQ OMX	23,981	NA	NA	NA	NA	NA	24,967	7,786
	東京証券取引所	16,917	15,749	29,006	25,902	24,603	22,134	17,185	12,849
	ロンドン証券取引所	20,113	26,310	22,624	18,649	20,669	38,561	38,362	118,877
	NYSE Euronext (ユーロ市場)	45,297	32,454	50,480	33,198	44,726	73,333	NA	189,189
	ドイツ証券取引所	-	0	0	2,485	1	0	NA	NA
新興国市場	トロント証券取引所 (カナダ)	5,967	8,646	9,439	26,875	30,412	34,970	48,683	NA
	ボンベイ証券取引所	259	83	0	392	7,179	1,320	3,406	7,079
	サンパウロ証券取引所	1,839	5,114	1,955	3,528	8,857	10,201	14,019	21,581
	メキシコ証券取引所	NA	210	691	830	0	175	2,810	2,069
	上海証券取引所	1,664	802	1,298	2,654	3,315	4,735	31,999	21,720
	スペイン証券取引所	NA	5,389	5,371	11,617	1,125	13,568	95,044	31,161
先進国、新興アジア諸国の市場	インドナショナル証券取引所	3,403	1,752	5,192	2,187	8,588	9,610	24,947	NA
	TSX Venture (カナダ)	50	74	1,633	3,091	4,598	6,790	10,435	4,922
	Mothers (日本)	NA	57	256	925	1,480	652	748	336
	Mercato Expandi (イタリア)	0	0	376	308	0	673	5,483	10,671
	Entry Standard (ドイツ)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	Alternext(NYSE Euronext, Europe)	NA	NA	NA	NA	62	43	322	557
	AIM(ロンドン)	771	700	1,642	3,451	4,498	10,627	19,259	5,821
	First North (Nasdaq OMX北欧)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	GEM (香港)	221	268	330	332	306	868	2,278	1,136
	Kosdaq (韓国)	NA	NA	NA	1,080	884	1,054	1,126	1,659
	中小板 (深セン)	NA	NA	NA	0	NA	224	761	1,850
	Catalist (シンガポール)	25	5	17	26	8	27	196	64

(5) IPOおよびSEOによる資金調達金額計

(100 万米ドル)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
先進国市場	NYSE Euronext (米国市場)	81,390	87,381	83,451	147,934	175,029	103,170	136,984	NA
	香港証券取引所	8,261	14,169	27,463	36,129	38,331	67,437	75,737	54,898
	シンガポール証券取引所	857	1,319	1,286	2,816	5,465	5,724	6,667	3,401
	NASDAQ OMX	31,821	NA	NA	NA	NA	NA	40,425	9,326
	東京証券取引所	NA	NA	NA	NA	NA	NA	17,789	13,155
	ロンドン証券取引所	29,611	34,403	30,216	32,480	51,838	94,368	92,209	132,332
	NYSE Euronext (ユーロ市場)	80,253	35,955	51,162	44,877	65,949	100,378	NA	195,899
	ドイツ証券取引所	NA	203	0	2,493	4,858	11,701	NA	NA
新興国市場	トロント証券取引所 (カナダ)	13,591	14,454	17,904	39,072	43,193	44,076	56,052	NA
	ボンベイ証券取引所	1,156	2,352	2,917	3,311	8,498	6,921	13,049	40,532
	サンパウロ証券取引所	2,081	5,244	1,955	3,788	10,886	16,241	41,853	25,736
	メキシコ証券取引所	NA	414	732	981	563	1,038	3,698	2,661
	上海証券取引所	8,119	7,048	6,777	5,520	3,664	16,552	89,761	32,309
	スペイン証券取引所	NA	21,389	17,809	38,587	8,896	28,231	116,770	32,378
先進国、新興アジア諸国の市場	インドナショナル証券取引所	3,769	4,688	7,612	8,369	10,569	14,145	33,644	NA
	TSX Venture (カナダ)	114	120	1,720	3,241	4,796	7,117	10,936	5,132
	Mothers (日本)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	422
	Mercato Expandi (イタリア)	0	16	376	326	205	973	11,525	10,878
	Entry Standard (ドイツ)	NM	NM	NM	NM	NM	NA	NA	NA
	Alternext(NYSE Euronext, Europe)	NM	NM	NM	NM	169	642	942	625
	AIM(ロンドン)	1,627	1,395	3,436	8,481	16,213	29,055	32,458	7,833
	First North (Nasdaq OMX北欧)	NM	NM	NM	NM	NM	NA	NA	NA
	GEM (香港)	748	1,167	597	678	392	1,096	2,534	1,164
	Kosdaq (韓国)	NM	NM	NM	2,862	1,104	1,279	1,426	2,083
	中小板 (深セン)	NM	NM	NM	1,100	NA	2,253	5,949	6,192
	Catalist (シンガポール)	81	66	114	177	103	160	240	131

(6) 流動性指標 (株式売買回転率)

(時価総額÷売買代金)

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
先進国市場	NYSE Euronext (米国市場)	105%	87%	117%	109%	97%	71%	54%	27%
	香港証券取引所	210%	239%	241%	196%	227%	206%	124%	82%
	シンガポール証券取引所	165%	161%	162%	203%	221%	213%	141%	102%
	NASDAQ OMX	25%	27%	40%	40%	36%	33%	14%	7%
	東京証券取引所	136%	132%	140%	111%	102%	79%	68%	56%
	ロンドン証券取引所	48%	46%	68%	55%	54%	50%	37%	30%
	NYSE Euronext (ユーロ市場)	90%	78%	107%	99%	93%	96%	75%	48%
	ドイツ証券取引所	75%	57%	83%	78%	64%	60%	49%	24%
新興国市場	トロント証券取引所 (カナダ)	132%	140%	188%	181%	165%	133%	134%	60%
	ボンベイ証券取引所	NA	190%	313%	327%	348%	382%	529%	215%
	サンパウロ証券取引所	293%	263%	341%	318%	287%	257%	229%	82%
	メキシコ証券取引所	328%	322%	474%	379%	422%	359%	276%	212%
	上海証券取引所	NA	145%	141%	97%	120%	125%	92%	55%
	スペイン証券取引所	94%	71%	78%	78%	61%	68%	60%	39%
先進国、新興アジア諸国の市場	インドナショナル証券取引所	NA	87%	125%	140%	164%	183%	221%	83%
	TSX Venture (カナダ)	35%	29%	29%	40%	45%	62%	72%	157%
	Mothers (日本)	54%	98%	138%	326%	317%	583%	466%	436%
	Mercato Expandi (イタリア)	9%	6%	9%	8%	16%	23%	36%	14%
	Entry Standard (ドイツ)	-	-	-	-	-	-	NA	35%
	Alternext(NYSE Euronext, Europe)	54%	62%	45%	50%	22%	28%	38%	30%
	AIM(ロンドン)	21%	16%	17%	27%	40%	34%	53%	163%
	First North (Nasdaq OMX北欧)	-	-	-	-	42%	48%	206%	59%
	GEM (香港)	65%	84%	54%	39%	33%	49%	99%	115%
	Kosdaq (韓国)	-	-	-	455%	621%	580%	505%	794%
	中小板 (深セン)	-	-	NA	199%	247%	149%	146%	94%
	Catalist (シンガポール)	94%	189%	138%	108%	73%	82%	258%	109%

図表 2：グローバルな市場間競争

1995年6月	ロンドン証取がAIMを開設	欧州、アジア各国で 新興企業向けの新市場の 設立相次ぐ
1996年2月	パリ証取がヌーボー・マルシェ（Nouveau Marche）を開設	
1996年9月	EASDAQがベルギー大蔵省から取引所としての認可を取得	
1996年11月	ブリュッセル証取がユーロNMベルギーを設立	
1996年7月	韓国で新興市場KOSDAQが開設	
1997年2月	アムステルダム証取がNMAXを設立	
1997年3月	ドイツ証取がノイア・マルクトを開設	
1999年4月	マレーシアの新興市場MESDAQで取引が開始	
1999年11月	香港証取が新興市場GEMを開設	
2000年5月	ロンドン証取とドイツ証取が合併し、新取引所iXを設立するという構想が表面化（最終的には頓挫）	
2000年6月	ナスダックジャパンの開設	
2000年8月	スウェーデンの取引所運営会社OMグループがロンドン証取に対する敵対的TOBを発表（最終的には実現せず）	
2000年8月	ロンドン証取がiX構想を白紙撤回	
2000年9月	パリ、ブリュッセル、アムステルダムの3取引所が合併し、新取引所Euronextを発足	
2001年3月	ナスダックがEASDAQの株式約58%を取得し、ナスダックヨーロッパを創設すると発表	
2002年9月	ドイツ証取がノイア・マルクトの廃止を発表	
2003年5月	ストックホルム証取運営企業であるスウェーデンのOMグループが、ヘルシンキ証取運営企業であるフィンランドのHEXを買収する提案を公表。OMXグループが誕生へ	
2003年6月	ナスダックがヨーロッパからの撤退を発表。ナスダック・ヨーロッパ（旧EASDAQ）上場企業は英国のAIMなど他の欧州の取引所に上場し直すこととなる	
2004年5月	ウィーン証取がブダペスト証取を買収	
2004年12月	OMXがコペンハーゲン証取を買収することで合意と発表	
2006年5月	NYSEがEuronextを買収	
2007年5月	ナスダックがOMX（北欧やバルト海で取引所運営）を買収で合意	
2007年6月	ロンドン証取とイタリア証取が経営統合で合意（同年10月に完了）	
2007年6月	東証がシンガポール証取の4.99%株式を取得	
2007年6月	東証とロンドン証取が共同で新興市場を創設することで合意	
2007年8月	ジャスダックが新市場ネオを創設	
2007年9月	ナスダックとドバイ証取が共同でOMXの買収を目指すと発表。同時に、ドバイ証取はナスダックの保有するロンドン証取の株式28%とナスダックへの20%出資を発表	
2007年12月	シンガポール証取は新市場カタリストの運営を開始（既存の二部市場とSESDAQを改組）	
2008年1月	NYSE Euronextがアメリカン証取の買収に合意。	
2009年2月	シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピンおよびタイの証券取引所が、共同で「ASEAN証券取引所」を仮想的に設立	
2009年5月	マレーシア証取でメインボードとセカンドボードを統合し、同時に新興市場MESDAQの対象企業範囲を拡大する構想を発表	
2009年10月	深セン証取に新市場「創業板」が開設	

（出所） 各種資料を基に筆者作成

図表3：NYSE/NASDの提言

提言	概要
①IPO価格決定の透明性	
提言1：IPO価格決定委員会の設立	<ul style="list-style-type: none"> NYSE、NASDは、発行体に対し、取締役から成るIPO価格決定委員会の設立を求め、価格決定の手続きを監督させるべきである。 同委員会メンバーは経営陣とは独立の取締役を少なくとも1名含まなければならない。
提言2：IPO銘柄に対する投資家の反応の共有	<ul style="list-style-type: none"> NYSE、NASDは、引受証券会社に対し、IPO価格の決定前に、顧客の示した反応を全て、発行体のIPO価格決定委員会に伝えることを義務づけるべきである。
提言3：ラダリングの防止	<ul style="list-style-type: none"> SEC、NYSE、NASDは、違法なIPOラダリングを防止するための措置を講じなければならない。
提言4：IPO後初日の成行き注文の禁止	<ul style="list-style-type: none"> IPO後の最初の取引日については、成行き注文を禁止すべきである。初日の価格形成は本来的に不安定であり、個人投資家にとって、予想外の価格での購入につながりうる。
提言5：個人顧客担当の外務員に対する差別的なペナルティの禁止	<ul style="list-style-type: none"> SEC、NYSE、NASDは、引受シンジケート団によるペナルティ・ビッドがない中で、個人顧客によるフリッピングについて、外務員に対し、差別的なペナルティを課すことを禁止すべきである。
提言6：割り当てから戻されたIPO株式の販売基準	<ul style="list-style-type: none"> NYSE、NASDは、割り当てのミスや証券決裁の問題等により引受証券会社に差し戻されたIPO株式を、証券会社が流通市場での取引開始後に販売する場合について、明確な基準を設けるべきである。
提言7：SECへの登録届出書修正基準の緩和	<ul style="list-style-type: none"> SECは届出書の修正が必要となる基準を、発行価格または株数の上方修正によるものについては、現行の20%増から40%増に引き上げ、柔軟性を高めるべきである。
提言8：代替的な価格決定方式を疎外する規制の改正	<ul style="list-style-type: none"> SEC、NYSE、NASDは、ブックビルディングを代替する価格決定方式の発展を妨げる規制があれば改正すべきである。
②IPO銘柄の不正な割り当ての禁止	
提言9：スピニングの禁止	<ul style="list-style-type: none"> SEC、NYSE、NASDは、IPO銘柄の割り当てを、引受け証券会社と投資銀行ビジネスを行っている企業の幹部・取締役（家族も含む）に対して行うこと、投資銀行ビジネスとの引き替えで行うことを禁ずるべきである。
提言10：取締役・幹部のIPO銘柄購入に関する方針	<ul style="list-style-type: none"> 公開企業のビジネス行為・倫理規定は、取締役及び幹部によるIPO銘柄購入に関する方針を含むべきである。
提言11：キックバックの禁止	<ul style="list-style-type: none"> 引受証券会社への見返りを条件とする、違法な割り当て行為の禁止規定を強化すべきであり、NASDの規則提案を支持する。
提言12：発行体自身による割り当ての規制	<ul style="list-style-type: none"> SEC、NYSE、NASDは、発行体の「友人及び家族プログラム」（発行体自身が行う割り当て）に対し、上限規制を設けるべきである。
③IPO関連情報へのアクセス改善	
提言13：ロードショー内容の公開	<ul style="list-style-type: none"> SECは現行の法解釈を改正し、電子的なIPOロードショーを容易にすると同時に、発行体に対し、IPOロードショーの内容を電子的に全ての関係者に提供することを求めるべきである。
提言14：最終的な割り当て情報の共有	<ul style="list-style-type: none"> NYSE、NASDは、引受証券会社に対し、IPO価格の最終的な割り当てを、発行体に開示することを義務づけるべきである。
提言15：取締役・幹部に対する売却制限の開示	<ul style="list-style-type: none"> 目論見書の中で、取締役や幹部に対する売却制限について明確に説明することを義務づけるべきである。また、引受証券会社が売却制限の適用除外を認めるかどうかについても、開示すべきである。
提言16：売却制限に付随するサービス等の開示	<ul style="list-style-type: none"> 売却制限に付随して証券会社が発行体の取締役・幹部に提供するサービス（デリバティブ契約の形をとることが多い）については、フォーム4によるSECへの開示義務を徹底すべきである。
提言17：売却制限の適用除外の開示	<ul style="list-style-type: none"> 引受証券会社による売却制限の適用除外について、開示を強化すべきである。
提言18：発行体自身による割り当てに関する開示	<ul style="list-style-type: none"> 「友人及び家族プログラム」の内容・規模について、目論見書の中で、より詳細な開示を義務づけるべきである。
④引受証券会社の意識向上と、発行体、投資家の教育促進	
提言19：引受証券会社の行為基準	<ul style="list-style-type: none"> 引受証券会社に対し、行為基準をさらに高めることを義務づけるべきである。IPO監視手続きに関する内部レビューの強化を求め、さらに、NYSE及びNASDの検査におけるIPO手続きの比重を高める。
提言20：発行体及び投資家の教育	<ul style="list-style-type: none"> SEC、NYSE、NASDは、発行体向けに、IPO手続き等に関する教育プログラムを創設すべきである。 IPO銘柄の投資家が十分な理解の上で投資を行えるよう、教育を促進すべきである。

図表 4 : IOSCO の議論

証券公募時に利益相反が発生する背景
・証券公募時には、金融仲介者は複数の役割を担うことが多く、この結果、利益相反が発生する余地が生まれる。
・金融仲介者が複数の顧客を抱えている場合には、利益相反が発生する余地が生まれる。
・金融仲介者（の関連会社）が同一の顧客に対して別のサービスを提供している場合には、利益相反が発生する余地が生まれる。
利益相反の対処策
【対処策①】金融仲介者の属する企業グループ全体での利益相反管理態勢を整備する。
<ul style="list-style-type: none"> －態勢整備によって、利益相反の識別、評価、対処、その後のモニタリングが可能となることが肝要。 －金融仲介者やその属する企業グループの事業特性を勘案したうえで、利益相反管理態勢を構築する必要がある。 －利益相反の識別・評価を独立の委員会で判断する方法もあり得る。
【対処策②】情報隔離態勢を整備する。
<ul style="list-style-type: none"> －証券公募の各段階（発行企業との交渉期間、目論見書作成のためのデューデリジェンス期間、公募価格決定期間）に応じて適切な情報管理態勢を構築する必要がある。 －金融仲介者やその関連企業、及び、その従業員が私的利益を追求することがないように情報管理を徹底する必要がある。 －物理的隔離、書類分類方針、コンピューター管理等を適宜適切に利用する必要がある。
【対処策③】利益相反を抑止するために、法定開示の要請の有無に係わらず、必要性に応じて適切な情報開示を行う。
<ul style="list-style-type: none"> －追加的な情報開示を行う場合には、証券公募に関して何らかの意思決定を行う関係者（発行企業、機関投資家、個人投資家）に対して情報が開示される必要がある。 －追加的な開示情報としては、(1)金融仲介者が証券発行から得る経済的便益、(2)金融仲介者及びその関係会社が複数の役割を果たしている場合には、それらの役割、等が含まれるべき。 －情報開示に際しては、情報を利用する者の洗練度合いを十分に勘案して、適切な情報を開示するべき。
【対処策④】利益相反を回避できない局面では、自主的な取引を辞退する。
<ul style="list-style-type: none"> －取引が違法となる、顧客の利益を毀損する（おそれがある）場合には、当該取引を行わないべきである。 －辞退すべき取引や辞退の手続き等を明記した方針を策定するべきである。
利益相反の具体的事例と対処策
【事例①】証券募集時のアドバイス（発行企業にとって望ましくないにもかかわらず、自社（及び関連会社）の利益を優先させて、証券公募を進める）。
⇒対処策①、③が望ましい。
【事例②】公募価格の決定（公募価格の決定時に、自社（及び関連会社）の利益を優先させて、アンダープライシングあるいはオーバープライシングを意図的に実施する）。
⇒対処策①の他に以下のような手当てでも検討されるべきである。 <ul style="list-style-type: none"> －価格決定に関する利益相反を抑制する法規制の導入。 －金融仲介者への報酬体系にアンダープライシングを行わせないインセンティブを付加する。 －複数の金融仲介者が引受業務に関与する場合には、これら引受業者が共に適正な利益相反管理態勢を採用していることを確保する。
【事例③】証券の裁量的割当（金融仲介者が裁量的に割当先の投資家を決定できる場合に、仲介者が自らの利益を優先させ、特定の顧客を優遇するように割当先を決定する）。
⇒対処策①の他に以下のような手当てでも検討されるべきである。 <ul style="list-style-type: none"> －仲介者は割当方法の原則と手続きを書面で制定する。その際には、(1)割当の主たる意思決定者、(2)意思決定の際の主要な前提条件・客観的基準を明記しておくべきである。 －仲介者は独立の委員会を設置し、制定した割当方法の原則等のレビューを受ける。 －割当のプロセス等をモニタリングする。 －割当方針を発行企業と議論する。
【事例④】リテール顧客へのアドバイス・販売（個人投資家の投資目的に合致しない等、個人投資家の利益に合わないにもかかわらず、証券の引受リスクを減じる等の私的利益を優先させ、証券を販売する）。
⇒対処策①、③が望ましい。そのほかにも、法定開示や販売員への行為規制等が有効となる場合もある。
【事例⑤】融資先の引受業務（発行体に自社あるいは関連企業が融資を行っている状況において、融資回収に伴う私的利益を優先させ、証券引受に際して、公募条件や情報開示を恣意的に調整・操作する）。
⇒対処策①、③、④が望ましい。

（出所）IOSCO(2007)を基に筆者作成

図表 5：我が国新興市場改革の変遷

1983年	店頭市場にて、登録基準の緩和および公募増資が認可
1984年	1984年から1989年まで（入札方式が導入されるまで）は、公開価格は固定価格方式（類似会社比準方式）を用いて決定
1989年	公開価格の決定方法として、入札方式を導入。入札方式は、1992年4月と1992年12月の2回、若干の修正。1992年4月より、入札の上限価格が廃止。1992年12月には、アンダーライターは落札加重平均価格から割り引いて最終的な公開価格を決定することが可能
1995年7月	店頭登録特則銘柄制度を創設し、試験的にブックビルディング方式を導入
1997年9月	ブックビルディング方式を正式導入。新規公開企業は、入札方式とブックビルディング方式の選択が可能
1998年12月	ジャスダックにおいて、初値はダッチオークション方式によって決められていたが、1998年12月にマーケットメイキング方式を導入。新規公開企業は、2つの方式の選択が可能。1999年2月2日公開のニコウトラベルがマーケットメイキング方式導入の第1号
1999年10月	名証がセントレックスを開設
1999年11月	東証がマザーズを開設
2000年4月	札証がアンビシャスを開設
2000年5月	大証がナスダックジャパンを設立。2002年12月にヘラクレスに名称変更
2001年5月	福証がQ-Boardを開設
2002年2月	オーバーアロットメントオプションとグリーンシュエーションを導入（1月31日以降に主幹事と元引受契約を結ぶ発行から利用が可能に）。3月20日にジャスダックに公開した山田債権回収管理総合事務所が導入第1号
2004年4月	ジャスダックにおける空売り（制度信用銘柄）が4月19日以降利用可能
2004年5月	金融庁が東証に上場審査と上場管理業務の体制見直しを求めて業務改善命令
2004年12月	ジャスダックが「ジャスダック証券取引所」として市場運営業務を開始
2005年11月	日本証券業協会の「新規公開株の顧客への配分のあり方等に関するワーキング・グループ」が報告書を公表
2006年6月	金融庁の「証券会社の市場仲介機能などに関する懇談会」が「論点整理」を公表
2007年2月	日本証券業協会の「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」が最終報告書を公表
2007年8月	ジャスダック証券取引所が、先端技術企業向けの新市場であるネオを開設
2007年11月	日本証券業協会の「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」が報告書を公表
2008年4月	ジャスダックはマーケットメイキング方式を廃止し、リクイディティ・プロバイダー方式を導入
2008年4月	経済産業省の「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会」が最終報告書を公表
2008年11月	大証がジャスダックの株式をTOBにより取得すると公表
2009年5月	日本証券業協会の「新興市場のあり方を考える委員会」が報告書を公表
2009年6月	大証、ジャスダックの「市場統合のあり方に関する委員会」が報告書を公表

（出所）忽那（2008）、日本証券業協会、金融庁、経済産業省、東証、大証の発表資料を基に筆者作成

図表 6：国内における既往議論（各懇談会、研究会での主要論点）

	日証協 2005/11/14 ⁴³⁵	金融庁 2006/6/30 ⁴³⁶	日証協 2006/9/20 ⁴³⁷	日証協 2007/11/21 ⁴³⁸
懇談会、研究会の 発足趣旨、目的	<ul style="list-style-type: none">新規公開株の配分過程が不透明という個人投資家の不満他商品との抱き合わせ販売への懸念	<ul style="list-style-type: none">信頼される証券市場を構築する上で、証券会社が担うべき市場仲介機能等の適切な発揮へむけて求められる取り組みについて取り纏める	<ul style="list-style-type: none">金融庁 2006/6/30 の論点整理を受けて発足引受審査のあり方を抜本的に見直す	<ul style="list-style-type: none">日証協 2005/11/14 における未解決の論点を再検討また、金融庁の論点整理における「仮条件の価格帯の設定方法について明確な基準が設けられていないことや、昨今、重複申告や空積み等の問題により、公開価格が需要動向を的確に反映したものであるとは必ずしも言い難い」との指摘を受けて、公開価格の透明かつ公正な決定を担保するための方策についても検討論点は 5 つ。①公開価格と初値の乖離問題、②価格設定プロセスの標準化、③価格設定に係る決定根拠の明確化、④価格の妥当性等の確認等、⑤ブックビルディングプロセスの確認
新規公開株の配分 のあり方	<ul style="list-style-type: none">新規公開株の 82%が個人投資家に配分され、かつ、個人投資家一人当たりの配分格差は 10 倍を超えておらず、基本的には広く公平な配分が行われているただし、一定の透明性、公平性を確保する観点から、新規公開株の配分においては、一部抽選を行うことを原則とすることとする（個人投資家の多くは配分の完全抽選性を求めるが、新規公開株のリスク性、キャンセルオーダーや需要不足案件への対応の困難さ、かつての入札制度と同様の初値天井のリスクなどから完全抽選性には問題がある）特定の顧客への過度な集中配分の禁止等の規定、抱き合わせ販売の禁止規定を導入配分結果の報告と公表（証券会社は抽選とそれ以外による配分の状況を 1 ヶ月ごとに日証協に報告し、ウェブサイトで公表）	-	-	-
引受審査体制	-	<ul style="list-style-type: none">有価証券の引受け等に関する規則（14 号規則）は、平成 4 年の制定後相当時間を経過しており引受審査の環境が変化する中で、見直しが行われていない有価証券の引受け等に関する規則（14 号規則）に、以下などを追加し、評価基準を設定することを提案。①コーポレート・ガバナンスの状況、②事業計画・業績見通しの妥当性、③企業の成長性、④資金使途の適正性、⑤関係会社の管理状況、⑥財務データの整備状況及び適時開示に向けた体制の整備状況上場後一定期間（最低一年程度）は引受審査を行った主幹事証券会社の指導等を遵守することを証券取引所の自主ルールにおいて義務付けるべきではないかとの意見があったが、これについては、証券会社が発行体に対し必要以上に関与することは適切ではない、あるいは、証券会社が、上場後まで指導を行うことは実務上困難等の意見が出された	<ul style="list-style-type: none">金融庁での議論を踏まえ、IPO 時に会員が行う引受審査の具体的項目として大分類 9 項目（①公開適格性、②企業経営の健全性と独立性、③事業継続体制、④コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況、⑤財政状態及び経営成績、⑥業績の見通し、⑦資金使途、売出の目的、⑧企業内容などの適切な開示、⑨その他必要事項）と中分類 24 項目を 14 号規則及び同規則細則に規定すべきとの結論に至った上場直後に引受審査の前提となった業務状況等に重大な変更が生じた場合は、その事実が上場前に発生していたのか、発行会社からの説明に不実はなかったのかを確認し、有価証券届出書等の開示が適切であったか検証することとする、という規則を導入すべき	-

（注）⁴³⁵. 『新規公開株の配分のあり方及び価格決定等について』 ～「新規公開株の顧客への配分のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書～ 平成 17 年 11 月 14 日 日証協。

⁴³⁶. 『証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理』 平成 18 年 6 月 30 日 金融庁 監督局証券化市場機能支援室。

⁴³⁷. 『会員における引受審査のあり方・MSCB の取扱いのあり方等について』 一会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告ー 平成 19 年 2 月 22 日 日証協。

⁴³⁸. 『会員におけるブックビルディングのあり方等について』 一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・グループ報告ー 平成 19 年 11 月 21 日 日証協。

	日証協 2005/11/14 ¹	金融庁 2006/6/30 ²	日証協 2006/9/20 ³	日証協 2007/11/21 ⁴
ブックビルディングのあり方について	<ul style="list-style-type: none"> ● 需要の重複申告、空積みの問題がある ● ブックビルディングに参加した者にしか配分を行わないという慣行が、価格がいくらでも購入したい投資家や価格決定後に適切な価格なら購入したいという投資家にも強制的にブックビルディングに参加させることとなり、結果として価格決定プロセスに歪みが生じる ● ブックビルディングの位置づけ（単なる価格発見機能か、実質的な申込か）や、配分手法等の基準が証券会社間で異なっており、投資家に混乱が発生している ● ただし、制度をブックビルディングから別のものに変えるのはかえって混乱をきたす恐れがあり適切でない ● ブックビルディングのあり方は次回以降の検討課題とする 	<ul style="list-style-type: none"> ● ブックビルディングのプロセスについて、具体的なルールがなく、重複申告や空積みの問題がある ● 問題の解消のため以下を証券業協会へ要請。①証券会社が検討・採用すべき株価の算定方法を開示すること等による設定方法の明確化、②ブックビルディングに関する投資家への周知方法や需要申告の方法などについて具体的な基準の設定等の検討を行う 	-	<ul style="list-style-type: none"> ● ブックビルディングの範囲に個人投資家を含めるべきかについては、含めると適正な価格決定ができないという意見に対し、個人投資家の需要は市場センチメントを示し、販売可能性を判断する上で役立つという意見も提示された。議論の結果、価格決定プロセスにおけるブックビルディングの定義を明確にした上で各社において適切な需要把握をすることとされた ● 需要申告と配分の申込みの関係については、配分を希望しているものから需要を聞くことが最も適切であり、また、二つを切り離すと事務作業や株式公開の日程が長期化するとの意見も。よって切り離しを義務化しないまでも、各社がそれぞれの配分の基本方針等において、その関係を明示することを再確認 ● 重複申込防止策（前受金の受領や名寄せ事務など）を社内規則において定めることを義務付け、空積みを協会規則で禁止とする
価格決定手法	-	<ul style="list-style-type: none"> ● 株価の算定方法を開示すること等による設定方法の明確化を希望 	-	<ul style="list-style-type: none"> ● 新規上場を目指す企業は従来にはない新しいビジネスモデルを開発し、あるいはマーケットを開拓しているケースが多く、このような企業の評価を画一的手法で行うことは困難であり、かえって適正な評価を行うことができなくなる恐れがあるため、価格決定プロセスの標準化は必要ない ● 発行会社や投資家を顧客に持つ部署以外の中立的な組織や会議体において、価格の妥当性を確認すべき。同時に公開価格の決定に当たって、そのプロセスに積極的に関与すべきでない社内の部署についても検討が行われたが、当面は各社の判断において対応すべきと整理された
仮条件の設定	-	<ul style="list-style-type: none"> ● 仮条件の設定に関して明確な基準がない 	-	<ul style="list-style-type: none"> ● 仮条件の価格帯の決定に当たっては、将来の予想数値を加味することとなるが、現行法定開示制度の中では、目論見書において予想数値は一切開示されておらず、価格帯の決定根拠を開示する際に予想数値について言及することはできないと考えられる⁴³⁹
価格決定における情報開示制度	-	<ul style="list-style-type: none"> ● 公開価格が需要動向を的確に反映したものであるとは必ずしも言い難い 	-	<ul style="list-style-type: none"> ● 価格設定に係る決定根拠の明確化に関しては、自主規制で規定することは望ましくないとの立場。想定発行価格の算定根拠を示すことは、かえってプレヒアリング前に投資家に誤った先入観を与える恐れがある ● 機関投資家からのヒアリング内容の開示の検討に当たっては、機関投資家との間の守秘義務等との関係から個別の内容を開示することについては難しい。仮にその問題をクリアし開示することとした場合でも、その後の機関投資家からのヒアリングに当たって、適切なフィードバックが阻害される可能性が高く、適切なブラッシングが妨げられる恐れがある⁴⁴⁰ ● 一方、訂正届出書における仮条件の価格帯の設定に係る開示を検証してみると、ほとんどの場合で同じ記載となっており⁴⁴¹、各案件に応じ、記載内容の工夫に努めるべきとの認識に至った

⁴³⁹ 実際は、各証券取引所（東証、ジャスダック、大証）の要請により、新規上場企業は上場承認日（上場日の約 1 ヶ月前）に当期（当期末が近い場合は翌期も）の収益予想を発表することが慣行となっている。

⁴⁴⁰ 一方、アメリカの NYSE/NASD の諮問委員会は、ロードショーでの機関投資家とのコミュニケーション内容を一般投資家にも開示すべきという提言を行っている（図表 3 を参照）。

⁴⁴¹ 「当該仮条件は、当社の事業内容、経営成績及び財政状態、当社と事業内容等の類似性が高い上場会社との比較、価格算定能力が高いと推定される機関投資家等の意見及び需要見通し、現在の株式市場の状況、直近の新規上場株の株式市場における評価ならびに上場日までの期間における価格変動リスク等を総合的に検討して決定した」との記載が一般的。

	経産省 2008/4/30 ⁴⁴²	日証協 2009/5/19 ⁴⁴³	大証・ジャスダック 2009/6/29 ⁴⁴⁴
上場基準について	<ul style="list-style-type: none"> 上場基準違反の発生により、いたずらに上場審査の強化・厳格化のみを行うことがあってはならない 	<ul style="list-style-type: none"> 市場の活力増加のために数多くの新興企業に上場の機会を拡充する 	<ul style="list-style-type: none"> 外部委員会の活用、実査・経営者面談の強化等を通じて、上場審査の客観性・実効性を高めるべき
上場廃止基準について	-	<ul style="list-style-type: none"> 市場の活力低下の防止、上場会社の質を向上させる観点から上場廃止基準の見直し等を行う必要がある 	<ul style="list-style-type: none"> まずは市場区分の見直しで対応すべきではないか 売買管理上の問題から低株価基準や業績基準（経常赤字かつ営業キャッシュフローのマイナスが一定期間継続）など形式的な廃止基準を新たに設置することが考えられる 上場廃止基準の明確化、上場廃止事例集の作成、上場廃止プロセスの透明性向上等によって、投資家・上場会社の予見可能性を高めてはどうか
グリーンシート銘柄、フェニックス銘柄制度 ⁴⁴⁵	-	<ul style="list-style-type: none"> グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄制度のあり方について総合的に検討する 	<ul style="list-style-type: none"> 上場廃止となった銘柄に流通の機会を提供するよう、フェニックス銘柄制度の活用を検討すべき
市場の統廃合について	-	<ul style="list-style-type: none"> 新興市場としての特徴をより明確化するとともに、経営の規模の経済性の観点も踏まえ、必要であれば、新興市場の統合に向けた取引所間の再編を行うことも選択肢として検討されるべき 	<ul style="list-style-type: none"> 健全な市場間競争を維持しつつ、日本の新興市場の再構築の重要性を考え、他の新興市場を新市場（ジャスダックとヘラクレスの統合市場）に統合することを検討すべき
機関投資家の参加	<ul style="list-style-type: none"> 米国 NASDAQ では中小銘柄への投資拡大を図るため、2005 年 9 月に NASDAQ とロイターが合弁でインディペンデント・リサーチ・ネットワーク (IRN)を設立し、株式アナリスト・レポート執筆依頼を上場企業と株式アナリスト間で仲介する仕組みを構築。同様の仕組みを日本で導入することで新興市場における機関投資家の投資拡大を図ることができるのではないか 	<ul style="list-style-type: none"> アナリストの中立性に配慮しつつ、新興市場に上場する企業のアナリスト・カバレッジを高める施策を検討する（新興企業向けアナリスト・レポートに対する褒賞制度の導入など） 	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家の投資対象となりえる時価総額の大きい企業で構成されたインデックスの開発で対応することも考えられるのではないか
新興市場インデックスの開発	<ul style="list-style-type: none"> 中小株投資のベンチマークとなる代表的指標であるラッセル野村スモールキャップ指数の大部分が東証 1 部銘柄で構成されているため、機関投資家は、中小株投資と言えども新興株式市場における投資を積極的に拡大しにくい素地にある。新興株式市場間で連携して統一的な株式指数を作っていくことが考えられる 	<ul style="list-style-type: none"> 新興市場のインデックスを利用した新たな上場投資信託(ETF)の組成ができるよう投資家ニーズを踏まえて環境整備を検討する 	-
市場区分の検討	-	<ul style="list-style-type: none"> 投資家が理解しやすいような市場区分を設け、投資家に周知することについても検討が必要 	<ul style="list-style-type: none"> 2 種類の並列関係で運営される市場区分を設ける考え方を提案
上場後のサポート体制	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社は上場時の推薦者として上場後もベンチャー企業の情報開示などの支援・アドバイスをさらに積極的に行っていくべき 	<ul style="list-style-type: none"> 上場後の上場会社にとって、適切な法令遵守、適時開示、IR 活動が実施できるよう、取引所、引受証券会社等が上場会社をサポートする体制をいっそう充実させることが必要 	-
リクイディティ・プロバイダ制度	<ul style="list-style-type: none"> ジャスダック証券取引所では、2008 年 4 月 1 日よりリクイディティ・プロバイダー制度による売買を開始している。今後も、流動性を高めるためのこのような新しい制度の検討が幅広く行われるべき 	<ul style="list-style-type: none"> 流動性の向上に向けた取り組みの推進として、たとえば、かつて、ジャスダック証券取引所で行われていたマーケットメイク制度や流動性に係る上場廃止基準の見直しなどの方策について、検討を行う 	-
その他	-	<ul style="list-style-type: none"> 公開価格と初値の乖離の問題、ブックビルディング方式についての望ましいあり方の研究を行う 	<ul style="list-style-type: none"> 新興市場の主な投資主体が個人投資家であることを踏まえ、昼休み時間や夜間の取引時間を延長すべき

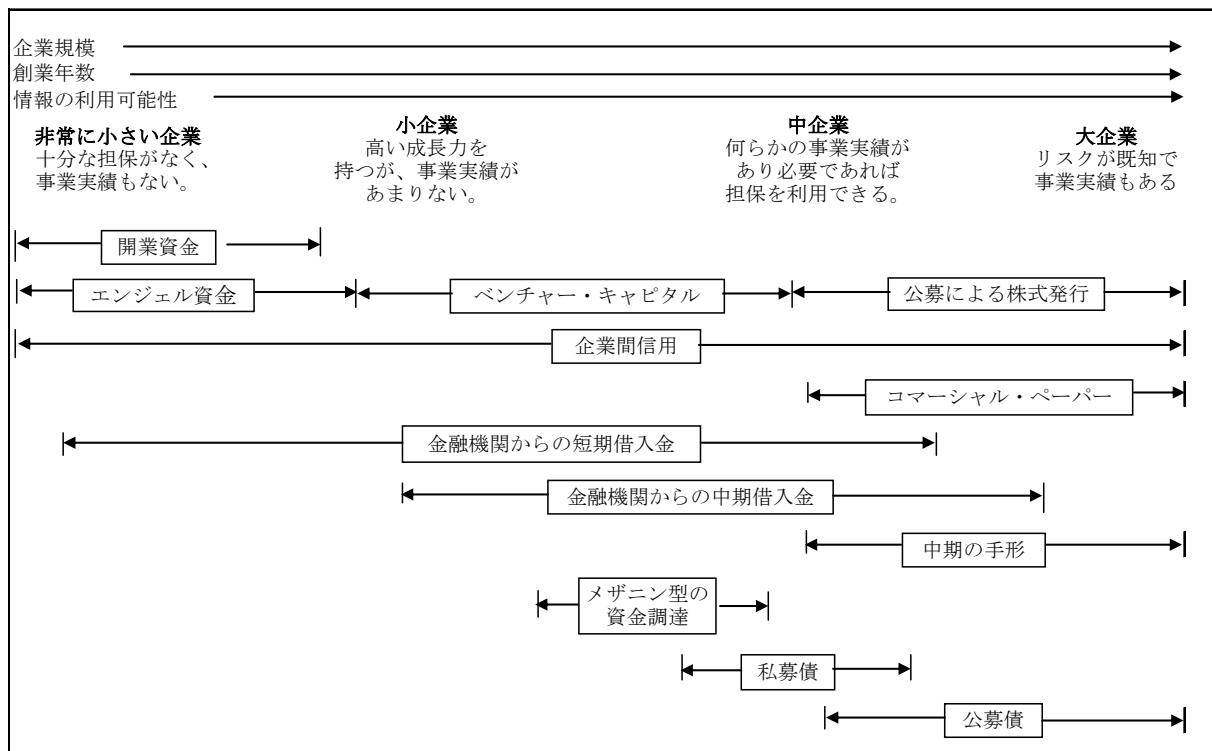
⁴⁴² 『ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会最終報告書』 ～ベンチャー企業の創出・成長で日本経済のイノベーションを～ 2008 年 4 月 30 日 経済産業省 ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会。

⁴⁴³ 『新興市場のあり方を考える委員会報告書』 ～新興市場の機能と信頼の回復に向けて～ 平成 21 年 5 月 19 日 日本証券業協会 新興市場のあり方を考える委員会。

⁴⁴⁴ 『JASDAQ・ヘラクレスの市場統合のあり方について』 平成 21 年 6 月 29 日 大阪証券取引所、ジャスダック証券取引所 市場統合のあり方に関する委員会。

⁴⁴⁵ かつてはグリーンシート銘柄制度のもとでフェニックス区分とされており、グリーンシート銘柄制度と同様の規制を受けていたが、利便性の向上のために 2008 年 3 月 31 日にフェニックス銘柄制度を創設し、グリーンシート銘柄制度下におけるフェニックス区分は廃止とした。フェニックス銘柄制度においては、証券保管振替機構（ほふり）が利用できるようになり、また、直前 1 期の財務諸表において監査意見が適正であればよいとされた（グリーンシートでは直前 2 期の財務諸表に対する監査意見が適正であることが必要）。しかし、フェニックス銘柄制度導入以降も同制度下で売買される銘柄は増えず、2009 年 9 月末時点で 1 銘柄のみが取引される状況である（取り扱い証券会社も 2 社にとどまる）。

図表 7 : 企業のライフサイクルと資金調達手段



(出所) Berger and Udell (1998)を基に筆者作成

図表 8：米国主要ベンチャー企業の業績推移

Amazon, Com (単位：百万ドル)	1995	1996	上場 1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上高	1	16	148	610	1,640	2,762	3,122	3,933	5,264	6,921	8,490	10,711	14,835	19,166
営業利益	(0)	(6)	(33)	(109)	(606)	(664)	(231)	106	271	440	432	389	655	842
当期利益	(0)	(6)	(31)	(122)	(643)	(1,107)	(526)	(146)	35	588	333	190	476	654
株主資本	1	3	29	139	266	(967)	(1,440)	(1,353)	(1,036)	(227)	246	431	1,197	2,672
期首現金残高	0	1	1	110	72	133	822	540	738	1,102	1,303	1,013	1,022	2,539
期末現金残高	1	1	2	72	133	822	540	738	1,102	1,303	1,013	1,022	2,539	2,769
エクイティによる資金調達 ¹	1	9	53	14	64	45	116	122	163	60	66	(217)	(157)	(89)
借入金による資金調達	(0)	0	75	248	1,075	665	(10)	(15)	(495)	(157)	(259)	(285)	(50)	(268)
その他による資金調達	0	0	(2)	(8)	(35)	(16)	0	0	0	0	0	102	257	159

Yahoo ² (単位：百万ドル)	1995	上場 1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上高	1	21	84	245	592	1,110	717	953	1,625	3,575	5,258	6,426	6,969	7,209
営業利益	0	(1)	(1)	(0)	48	321	(96)	88	296	689	1,108	941	695	607
当期利益	(1)	(6)	(43)	1	48	71	(93)	107	196	747	1,776	640	512	(167)
株主資本	5	104	118	677	1,252	1,897	1,967	2,262	4,363	7,101	8,566	9,161	9,533	11,251
期首現金残高	NA	6	39	92	240	277	457	334	234	416	824	1,430	1,570	1,514
期末現金残高	6	34	92	240	277	457	373	234	416	824	1,430	1,570	1,514	2,292
エクイティによる資金調達 ¹	7	106	52	452	281	352	24	(22)	353	581	(252)	(1,692)	(1,461)	284
借入金による資金調達	(0)	0	0	0	0	0	0	0	733	0	0	0	0	0
その他による資金調達	NA	1	1	(2)	3	3	(6)	0	0	0	2	597	19	48

Apple ³ (単位：百万ドル)	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
売上高	983	1,516	1,918	1,902	2,661	4,071	5,284	5,558	6,309	7,087	7,977	9,189	11,062	9,833
営業利益	130	86	103	274	371	620	634	712	447	806	110	522	684	(1,383)
当期利益	77	64	61	154	217	400	454	475	310	530	87	310	424	(816)
株主資本	378	465	550	694	836	1,003	1,486	1,447	1,767	2,187	2,026	2,383	2,901	2,058
期首現金残高	NA	143	115	337	576	565	372	438	375	604	499	676	1,203	756
期末現金残高	143	115	337	576	565	372	438	375	604	499	676	1,203	756	1,552
エクイティによる資金調達 ¹	NA	NA	24	(9)	(62)	(216)	83	(466)	12	(92)	(188)	82	86	39
借入金による資金調達	NA	NA	0	0	0	128	(71)	66	26	36	628	(234)	167	371
その他による資金調達	NA	NA	0	0	0	0	0	0	0	0	(48)	0	0	0
Apple(続き)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
売上高	7,081	5,941	6,134	7,983	5,363	5,742	6,207	8,279	13,931	19,315	24,006	32,479	36,537	
営業利益	(1,070)	261	359	530	(333)	48	25	336	1,643	2,453	4,409	6,275	7,658	
当期利益	(1,045)	309	601	786	(37)	65	68	266	1,328	1,989	3,496	4,834	5,704	
株主資本	1,050	1,492	2,954	4,031	3,920	4,095	4,223	5,076	7,428	9,984	14,532	21,030	27,832	
期首現金残高	1,552	1,230	1,481	1,326	1,191	2,310	2,252	3,396	2,969	3,491	6,392	9,352	11,875	
期末現金残高	1,230	1,481	1,326	1,191	2,310	2,252	3,396	2,969	3,491	6,392	9,352	11,875	5,263	
エクイティによる資金調達 ¹	184	41	11	(31)	42	105	27	427	543	(37)	362	359	393	
借入金による資金調達	(161)	(22)	0	0	0	0	0	(300)	0	0	0	0	0	
その他による資金調達	0	0	0	0	0	0	0	0	0	361	377	757	270	

Google, Inc. (単位：百万ドル)	1999	2000	2001	2002	2003	上場 2004	2005	2006	2007	2008
売上高	0	19	86	440	1,466	3,189	6,139	10,605	16,594	21,796
営業利益	(7)	(15)	11	186	342	(15)	2,107	3,550	5,084	6,632
当期利益	(6)	(15)	7	100	106	399	1,465	3,077	4,204	4,227
株主資本	NA	NA	NA	130	544	2,929	9,419	17,040	22,690	28,239
期首現金残高	NA	NA	18	18	58	149	427	3,877	3,545	6,082
期末現金残高	NA	NA	18	58	149	427	3,877	3,545	6,082	8,657
エクイティによる資金調達 ¹	NA	NA	2	2	15	1,195	4,372	2,385	24	(72)
借入金による資金調達	NA	NA	(5)	(8)	(7)	(5)	(1)	0	0	0
その他による資金調達	NA	NA	0	0	0	4	0	582	379	159

Research in Motion(RIM)	上場												
(単位：百万ドル)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上高	7	21	47	85	221	294	307	595	1,350	2,066	3,037	6,009	11,065
営業利益	(1)	(1)	5	10	(5)	(59)	(64)	68	382	617	807	1,731	2,722
当期利益	0	0	6	10	(6)	(28)	(149)	48	206	375	632	1,294	1,893
株主資本	27	101	108	311	903	877	705	1,710	1,984	1,995	2,484	3,934	5,874
期首現金残高	0	6	64	10	0	509	340	341	1,156	610	460	677	1,184
期末現金残高	6	73	10	0	509	340	341	1,156	610	460	677	1,184	836
エクイティによる資金調達 ¹	24	73	0	199	616	(4)	(23)	995	54	(368)	(159)	73	27
借入金による資金調達	(1)	(1)	0	(0)	(0)	(0)	(1)	(6)	(0)	(0)	(0)	(0)	(14)
その他による資金調達	0	0	0	(9)	(30)	0	0	(40)	0	0	6	8	13

Microsoft	上場													
(単位：百万ドル)	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
売上高	140	198	346	591	804	1,183	1,843	2,759	3,786	4,714	6,075	9,050	11,936	15,262
営業利益	43	66	113	173	232	380	633	985	1,319	1,620	2,038	3,078	4,871	6,414
当期利益	24	39	72	124	171	279	463	708	953	1,146	1,499	2,195	3,454	4,490
株主資本	54	139	239	375	562	919	1,351	2,193	3,242	4,450	5,333	6,908	9,797	15,647
期首現金残高	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,477	1,962	2,601	3,706
期末現金残高	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,962	2,601	3,706	3,839
エクイティによる資金調達 ¹	NA	NA	2	2	6	26	(103)	0	(21)	(68)	(317)	(757)	(1,282)	(971)
借入金による資金調達	NA	NA	3	15	5	(20)	13	0	0	0	0	0	0	0
その他による資金調達	NA	NA	24	12	14	37	85	130	207	151	179	352	796	0

Microsoft (続き)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上高	19,747	22,956	25,296	28,365	32,187	36,835	39,788	44,282	51,122	60,420	58,437
営業利益	10,010	11,176	11,720	8,932	10,551	11,663	16,871	17,792	18,438	22,271	20,693
当期利益	7,785	9,421	7,721	5,355	7,531	8,168	12,254	12,599	14,065	17,681	14,569
株主資本	27,458	41,368	47,289	52,180	64,912	74,825	48,115	40,104	31,097	36,286	39,558
期首現金残高	3,839	4,975	4,846	3,922	3,016	5,357	14,304	4,851	6,714	6,111	10,339
期末現金残高	4,975	4,846	3,922	3,016	6,438	14,304	4,851	6,714	6,111	10,339	6,076
エクイティによる資金調達 ¹	(834)	(2,179)	(5,821)	(4,572)	(4,366)	(635)	(4,948)	(17,106)	(20,793)	(9,039)	(8,774)
借入金による資金調達	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5,746
その他による資金調達	0	0	235	0	0	0	(18)	89	54	120	33

(注) 1. エクイティによる資金調達は、増資、ストックオプションの行使による新株発行、自社株買い（マイナス値）の合計。

2. Yahooの1995年決算は創業からの10か月分。

3. Appleは1980年に上場。

(出所) Bloomberg を基に筆者作成

図表 9 : Committee on Capital Market Regulation の評価基準

公募株式発行状況
1 全世界の株式公募発行金額に占める米国市場の割合（金額ベース、件数ベース） ¹ 2 グローバルIPOのうち、米国市場に上場する ² 企業の割合（件数ベース、金額ベース） 3 グローバルIPOのトップ20の企業が米国に上場する割合 4 非米国企業によるRule 144Aに基づいたグローバルIPO 5 米国企業による非米国市場への上場割合 ³ （米国市場に上場しない場合のみ。件数ベース、金額ベース）
米国の株式公募市場とRule 144A市場の相対規模 ⁴
6 非米国企業によるRule 144Aに基づいた株式発行 7 非米国企業によるRule 144Aに基づいた株式発行と株式公募発行の割合（金額ベース）
非米国企業の重複上場、上場廃止
8 非米国企業による新規重複上場件数（公募を実施しないもののみ ⁵ ） 9 非米国企業によるNYSEからの上場廃止件数と米国企業による上場廃止件数との比較割合
米国取引所での取引量v.s.非米国取引所での取引量 ⁶
10 世界の時価総額に占める米国取引所時価総額の割合 11 世界市場の売買金額に占める米国取引所の割合 12 米国でADRを発行する非米国企業における、ADR取引量v.s.本国市場での取引量 ⁷
米国投資銀行の地域別収益内訳
13 M&Aアドバイザーフィー、株式・債券引受手数量の地域別内訳

(注) 1. IPOと追加公募増資の両方が対象。米国企業および非米国企業にとっての米国市場の魅力度を示す指標。

2. 米国市場への上場の狭義の定義は非米国企業が本国市場と米国市場の両方で上場するケースであり、広義の定義では非米国企業が本国市場にしか上場しないものの、米国のRule 144A（私募市場）のもと米国でも株式を売り出す場合。二つのケースそれぞれについて検証。

3. 米国企業の非米国市場への上場意欲は米国市場に上場することの負担の大きさを意味する。

4. Rule 144Aは株式公募市場に比べて規制が緩い。また、Rule 144A市場の投資家は大規模機関投資家が中心であるため、株主代表訴訟のリスクも少ない。以上より、Rule 144Aの活用度の高さは米国の株式公募市場のネガティブ指標として

5. 公募による資金調達をしないにもかかわらず、本国と米国の両方で重複上場をする非米国企業は、米国上場に関して資金調達以外のメリットを見出していることとなる（たとえばガバナンスの強化など）。

6. これら3つの指標での米国シェアの下落は、非米国企業および米国企業の海外市場への流出を意味し、米国市場の流動性低下につながる。

7. 米国市場でも非米国市場でも取引可能な銘柄が米国でどの程度取引されているかが分かる。

(出所) Committee on Capital Markets Regulation, "Competitive Measures"を基に筆者作成

図表１０：企業の上場意思決定を巡る理論研究

	基準	予想される上場意思決定行動	関連研究
費用	逆選択コスト	若い企業、小規模企業が上場を選択しない傾向	Leland and Pyle (1977), Chemmanur and Fulghieri (1995), Ritter (1987), Cambell (1979), Yosha (1995)
	各種手数料	小規模企業が上場を選択しない傾向	
	アンダープライシング	不確実性の高い事業を有する企業が上場をしない傾向	
	秘匿性の喪失	ハイテク企業やR&D投資を重視する企業が上場をしない傾向	
	敵対的買収リスク	経営者が保身を図る企業が上場をしない傾向	
便益	資本コスト引下げ	投資ニーズの高い企業ほど上場を選択する行動	Pagano et al(1998), Leland and Pyle (1977), Chemmanur and Fulghieri (1995), Huddart et al(1999), Stultz(1999), Amihud and Mendelson(1986), Ritter(1991), Merton (1987), Rajan(1992), Stultz(1999), Pagano(1993), Blass and Yafeh (2001)
	・逆選択コストの引下げ	情報開示等が充実した市場ほど、質の高い企業が多く上場する傾向	
	・流動性改善	規模の大きな企業ほど上場を選択する傾向	
	・ミスプライシング	株式ブームがあった市場において多くの企業が上場する傾向	
	・投資家層の拡大	投資家層が充実した市場ほど、多くの上場企業を集積する傾向	
	・銀行との交渉力向上	負債比率の高い企業、投資ニーズの大きい企業が上場を選択する傾向	
	ガバナンス改善	厳格な上場基準を課す市場には、質の高い企業が多く上場する傾向	
	ポートフォリオ分散化	リスクの高い事業を営む企業ほど上場する傾向	
	認知度向上	主要な販売市場に近接した市場で上場する傾向	

(出所) 筆者作成

図表 1 1 : 上場先市場の意思決定

(1) 上場市場の意思決定時の判断基準

判断基準	予想される上場先の選択行動	関連研究
①上場手数料・上場維持手数料	手数料格差が大きい場合には、企業は手数料の低い市場に上場する	Corwin and Harris (2001)
	大企業、あるいは、調達額の大きな上場案件は、取引コストの低い市場 (NYSE) で生じる	Foucault and Parlour (2004)
②取引所の専門性、関連企業の上場実績	テクノロジー企業はNASDAQに上場。小規模企業、若い企業、認知度の低い企業はNASDAQに上場する 新規上場は同時期に集中する傾向がある	Merton(1987), Kadlec and MacConnell(1994) Choe et al(1993), Ritter(1991), Chemmanur and Fulghieri(1999), Yung et al(2008), Benveniste et al(2002)等
	企業は競合企業（同一産業に属する企業）が上場している市場を選択する傾向がある	Chemmanur and He(2009)
	リバーズLBOによる上場の場合は、以前上場していた市場に再上場する傾向がある	Corwin and Harris (2001)
	カーブアウトの場合は、親会社と同一市場に上場する傾向がある	Corwin and Harris (2001)
③上場（継続）基準、上場廃止時の予想コスト	小規模企業、ハイリスク企業はNASDAQに上場する	Sanger and Peterson (1990), Affleck-Graves et al(1993)
	アンダープライシングを回避したい企業は上場基準の厳しい市場を選択する	
④マーケットメーカーによる流動性提供の有無	小規模企業、若い企業、認知度の低い企業はNASDAQに上場する	Aggarwal and Angel (1998), Kadlec and McConnell (1994)
⑤将来的な資金調達可能性	将来的に資金調達を行う予定の企業は、市場流動性の高いNYSEに上場する	Amihud and Mendelson (1986), Christie and Huang (1994), Huang and Stoll (1996), Barclay (1997)

(2) 海外（重複）上場の動機

海外（重複）上場の動機	海外上場を行う証券市場（取引所）の特徴
①設備投資資金の獲得	流動性の高い株式市場
②既存株主による持分売却（高い売却価格）	流動性の高い株式市場
③投資家層の拡大	多様な投資家の集まる株式市場
④特定業種に関する専門性	特定業種に詳しいアナリスト・投資家層・取引所
⑤情報開示・ディスクロージャー規制へのコミットメント	厳格な規制・規則
⑥高い市場流動性の確保	流動性の高い株式市場
⑦自社株式に対するミスプライシングの利用（海外市場における過大評価、国内市場における過小評価）	海外市場の過熱、国内市場の低迷
⑧製品市場における知名度向上・市場シェア拡大	輸出先市場に近接した株式市場
⑨製品市場における競争力向上	競合相手の上場している株式市場、売上の高い国の株式市場
⑩低い上場コスト	低い上場手数料、緩い情報開示制度

（出所）Pagano et al (2002)等を基に筆者作成

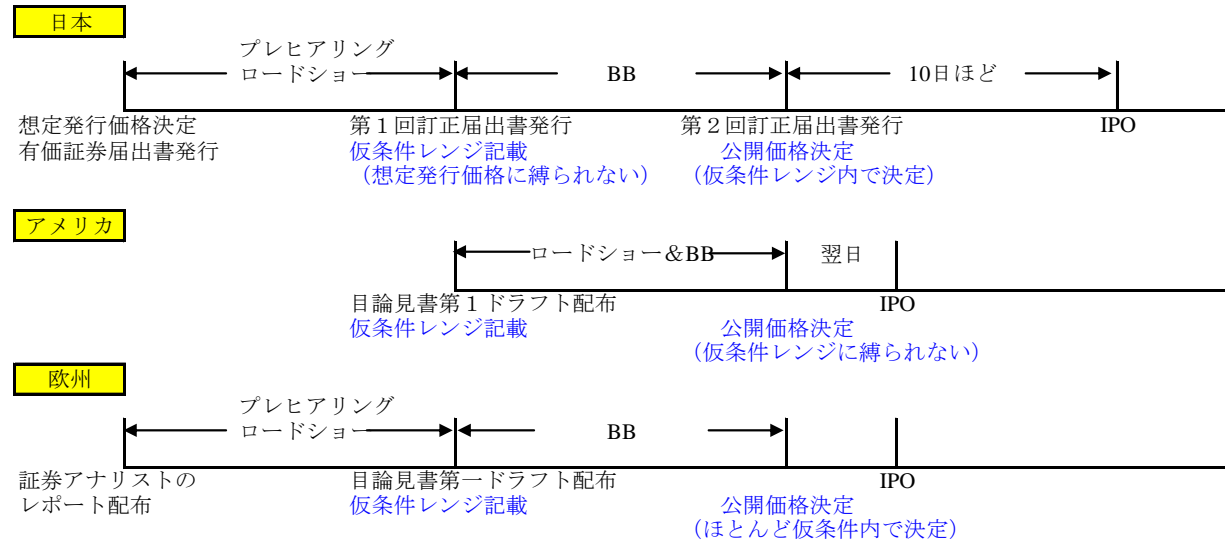
図表 1 2 : 新規株式公開の実務フロー

主要プロセスの流れ	利益相反問題に関して注目される状況
上場前	銀行が未公開企業と長期的な取引関係を構築。
上場の検討	未公開企業が上場を検討。その際、取引銀行が引受業務を担う引受仲介者（証券会社）を紹介。取引銀行は自グループ傘下の証券会社を紹介するインセンティブを持つ。
引受仲介業者のアドバイス	引受仲介業者は、上場を希望する企業にとって最適な資金調達方法等に関してアドバイスを提供。
引受条件等の合意	上場希望企業と引受仲介業者の間で、引受仲介業者の役割、手数料等について契約を取り交わす。
デューデリジェンス	引受仲介業者は上場希望企業の財務・事業内容を精査し、その内容を踏まえて、法定開示書類等の作成・準備に協力する。
マーケティング・ロードショー	上場希望企業への投資家の関心を引き出すために、引受仲介業者は機関投資家を中心にしてロードショーを実施する。
需要動向の評価	引受仲介業者はロードショーから得られた情報等を基に、投資家の需要動向を評価し、公募価格・発行株式数等の妥当性を検討する。その際、引受仲介業者は、自グループ内の市場部門（ブローカー・ディーラー）からも需要動向に関する情報を入手する。
ブックビルディングの実施	引受仲介業者がブックビルディング（需要申告）を実施。
公開価格の決定	引受仲介業者が（上場希望企業と協議のうえ）ブックビルディングから得られた情報等を基に公開価格を決定。引受仲介業者は公開価格を機関投資家等に伝達し、機関投資家からの応募数等に目途が立った時点で、引受契約を締結する。
割当の実施	引受仲介業者は割当先・割当数量を決定する。
価格安定化策（market stabilization）の実施	上場後暫くの間は、極端な価格変動が発生しないように、引受仲介業者やそのグループ会社の市場部門（ブローカー・ディーラー）が価格安定化のための取引を行う。

（出所）IOSCO(2007)を基に筆者作成

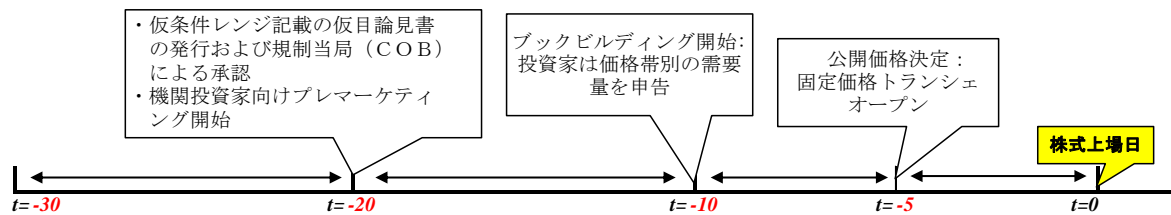
図表 1 3 : 主要国の価格設定フロー

(1) 日米欧の概要

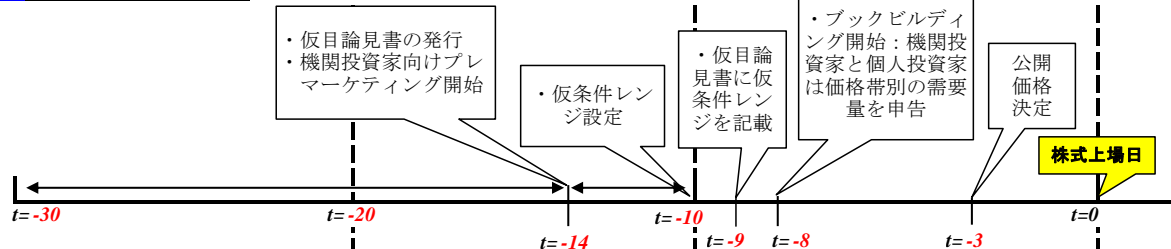


(2) 欧州各国の概要

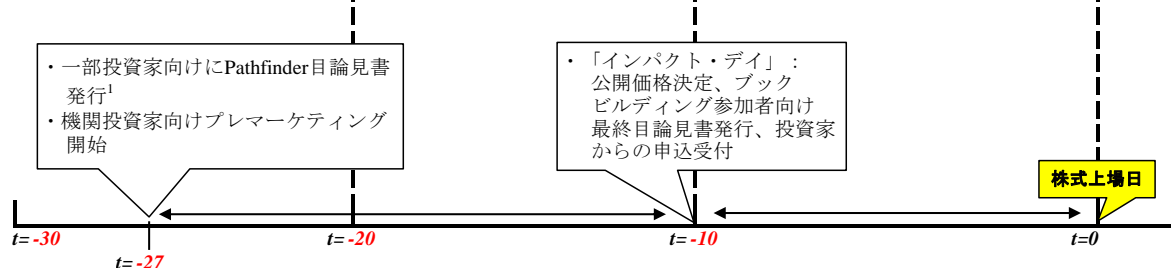
フランス (固定価格とブックビルディングのハイブリッド方式)



ドイツ (ブックビルディング)



イギリス (ブックビルディング)



(注) 1. 米国のレッドヘリングに類似しているが、通常は仮条件レンジを含まない。機関投資家には、価格レンジは口頭で伝えられる。

(出所) Ljungqvist and Wilhelm(2002)等を基に筆者作成

図表１４：ブックビルディング方式における一連の価格に含まれる情報

		日本	米国	グレイ市場の存在する欧州 ¹
想定発行価格	価格に含まれる情報	公開企業と主幹事証券会社が協議のうえ決定。実態としては、主幹事証券会社が、類似会社の株価等の情報を基に算出した価格からディスカウントして設定している可能性がある。	—	—
	情報格差	主幹事証券会社が公開企業に対して想定発行価格の算定根拠の詳細を伝達していない場合には、主幹事証券会社が想定発行価格の水準の妥当性に関して情報優位となる。上記の伝達の有無にかかわらず、主幹事証券会社は（公開企業を除く）その他の市場参加者に対して、想定発行価格に関して情報優位となる。	—	—
仮条件価格	価格に含まれる情報	プレヒアリングを通じて得られた機関投資家の私的情報が反映される。	主幹事証券会社が決定 ³ 。機関投資家の私的情報は反映されない。仮条件を変更する事例も散見される。	プレヒアリングを通じて機関投資家の私的情報が反映される。
	情報格差	主幹事証券会社が公開企業に対してプレヒアリングで収集した機関投資家の情報を十分に伝達していない場合には、主幹事証券会社は仮条件価格の妥当性に関して情報優位となる。上記の伝達の有無にかかわらず、主幹事証券会社と機関投資家は一般投資家に対して、公開企業の事業内容や企業価値に関して情報優位となる。	主幹事証券会社は他の市場参加者に比べて、仮条件価格の水準の妥当性に関して、情報面で優位に立つ。	主幹事証券会社とプレヒアリングに参加した機関投資家は、仮条件価格の水準の妥当性に関して、他の市場参加者に比べて情報面で優位に立つ。
グレイ市場の取引価格 ²	価格に含まれる情報	—	—	幅広い機関投資家や個人投資家の取引を通じて決定される。最終取引日の取引価格でより顕著であるが、取引価格は多くの場合、初値と同水準となる。
	情報格差	—	—	グレイ市場の取引情報は一般に公表されるので、全ての市場参加者に等しく情報は行き渡る。この結果、仮条件価格に関する主幹事証券会社の情報面での優位性は、グレイ市場での取引開始と共に減退すると考えられる。
公開価格	価格に含まれる情報	需要積み上げを通じて得られた機関投資家や個人投資家の情報が反映される。但し、主幹事証券会社が何らかの理由から、需要積み上げ等から得られた情報を公開価格に十分に反映しない状況も発生し得る。なお、実態としては、公開価格は多くの場合、仮条件の上限で設定され、仮条件の上限を超えることはほとんどない。	ロードショーや需要積み上げを通じて、機関投資家や個人投資家の情報が反映されていると期待されている。公開価格が仮条件（上限）を超えて設定される事例が散見される。	需要積み上げを通じて、機関投資家や個人投資家の情報が反映されていると期待されている。公開価格が仮条件の上限を越えて設定されることは、ほとんど生じない（仮条件の下限を下回る事例は散見される）。
	情報格差	主幹事証券会社が想定発行価格や仮条件価格の設定に際して収集・利用した各種の情報、あるいは、需要積み上げのなかで入手した情報を公開企業に伝達していない場合には、公開企業に対して、公開価格の妥当性に関して情報優位に立つ。このほか、一般的には、主幹事証券会社やプレヒアリングに参加した機関投資家は、その他の市場参加者（特に一般投資家）に対して、公開価格の妥当性に関して情報優位に立つ。	主幹事証券会社が公開価格の設定に際して収集・利用した情報を公開企業に対して伝達していない場合には、主幹事証券会社やロードショーに参加した機関投資家は公開価格の水準の妥当性に関して、公開企業よりも情報優位に立つ。一般に、ロードショーに参加していない一般投資家は他の市場参加者に比べて情報面で劣位に置かれる。	主幹事証券会社が公開価格の設定に際して収集・利用した情報を公開企業に対して伝達していない場合には、主幹事証券会社やロードショーに参加した機関投資家は公開価格の水準の妥当性に関して、公開企業よりも情報優位に立つ。但し、ロードショーに参加していない一般投資家は、公開価格の水準の妥当性を、グレイ市場の取引価格を参考にすれば、ある程度判断できると考えられる。
初値	価格に含まれる情報	流通市場の投資家の評価が反映される。	流通市場の投資家の評価が反映される。	流通市場の投資家の評価が反映される。
	情報格差	主幹事証券会社やプレヒアリングに参加した機関投資家は、初値の妥当性に関して、その他の市場参加者（特に一般投資家）に対して情報優位に立つ。	主幹事証券会社やロードショーに参加した機関投資家は、初値の妥当性に関して、その他の市場参加者（特に一般投資家）に対して情報優位に立つ。	全ての市場参加者がグレイ市場の取引価格を参考にすることができるので、初値の妥当性に関する情報の非対称性はほとんど発生しないと予想される。

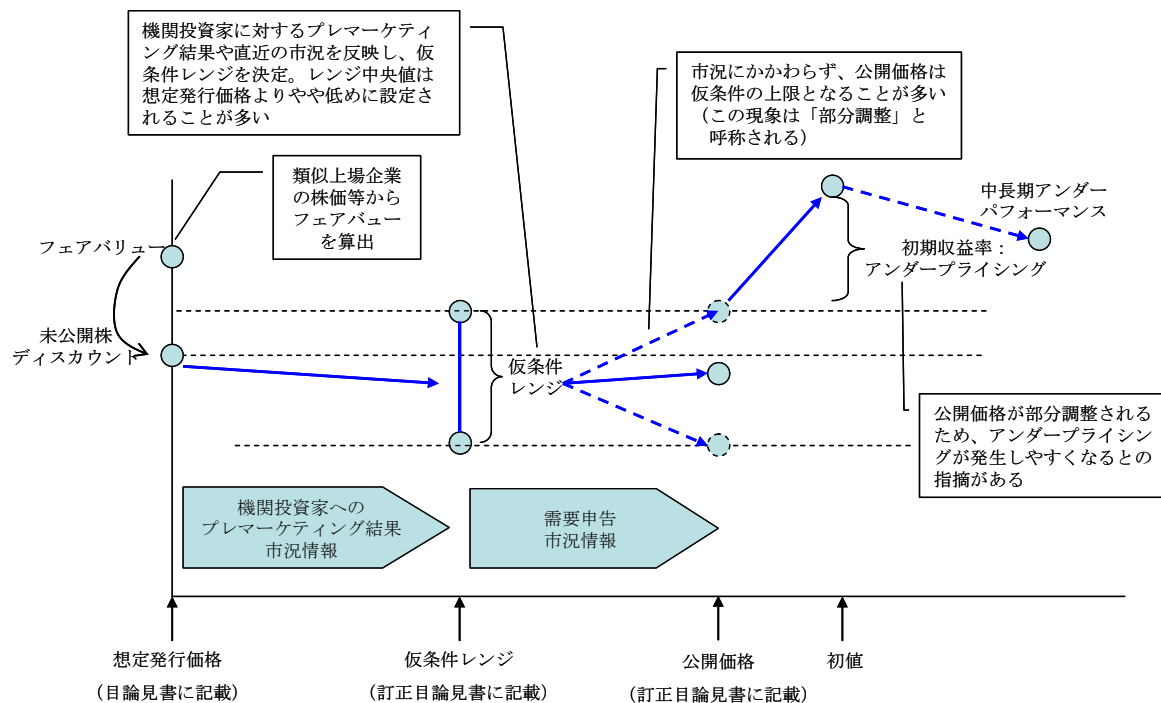
(注) 1. グレイ市場はドイツやイタリア等に存在するが、ここでの記述は主にドイツ市場を念頭に置いている。

2. グレイ市場は、ほとんどの場合、仮条件設定後に開始され、公開価格の設定翌日（上場前日）まで取引される。

3. プレヒアリングは1933年証券法の規制があり実施できないため、機関投資家の私的情報は反映されない。

(出所) 各種資料を基に筆者作成

図表 15：新規株式公開時における典型的な価格推移



(注) 図は本邦市場を念頭に置いて作成した。欧米諸国については想定発行価格を仮条件価格として読み替える等
 する必要がある。

(出所) 筆者作成

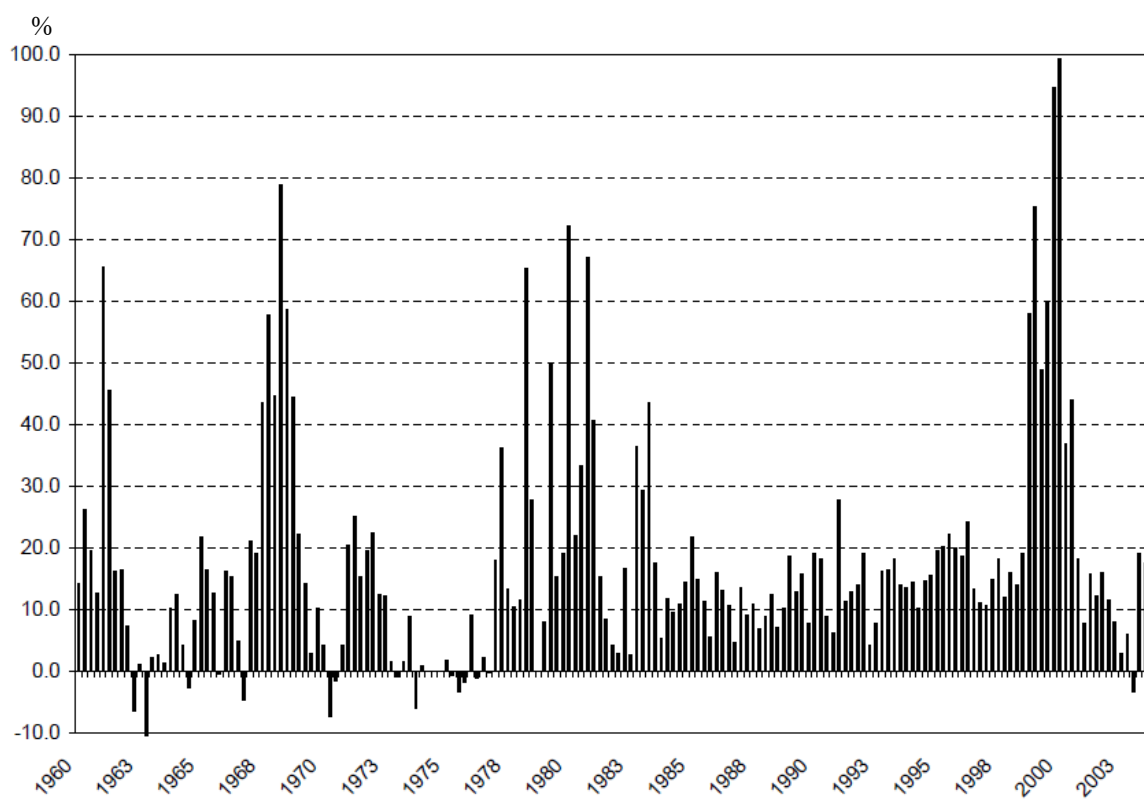
図表 16：世界各国のアンダープライシング

国名	期間	対象企業数	アンダー プライシング
オーストラリア	1976-1995	381	12.1%
オーストリア	1984-2002	83	6.3%
ベルギー	1984-1999	86	14.6%
ブラジル	1979-1990	62	78.5%
カナダ	1971-1999	500	6.3%
チリ	1982-1997	55	8.8%
中国	1990-2000	432	256.9%
デンマーク	1984-1998	117	5.4%
フィンランド	1984-1997	99	10.1%
フランス	1983-2000	571	11.6%
ドイツ	1978-1999	407	27.7%
ギリシャ	1987-2002	338	49.0%
香港	1980-2001	857	17.3%
インド	1992-1993	98	35.3%
インドネシア	1989-2001	237	19.7%
イスラエル	1990-1994	285	12.1%
イタリア	1985-2001	181	21.7%
日本	1970-2001	1,689	28.4%
韓国	1980-1996	477	74.3%
マレーシア	1980-1998	401	104.1%
メキシコ	1987-1990	37	33.0%
オランダ	1982-1999	143	10.2%
ニュージーランド	1979-1999	201	23.0%
ナイジェリア	1989-1993	63	19.1%
ノルウェー	1984-1996	68	12.5%
フィリピン	1987-1997	104	22.7%
ポーランド	1991-1998	140	27.4%
ポルトガル	1992-1998	21	10.6%
シンガポール	1973-2001	441	29.5%
南アフリカ	1980-1991	118	32.7%
スペイン	1986-1998	99	10.7%
スウェーデン	1980-1998	332	30.5%
スイス	1983-2000	120	34.9%
台湾	1986-1998	293	31.1%
タイ	1987-1997	292	46.7%
トルコ	1990-1996	163	13.1%
イギリス	1959-2001	3,122	17.4%
アメリカ	1960-2001	14,840	18.4%
合計	—	27,953	25.7%

(注) アンダープライシングは、対象企業の平均。

(出所) Ritter(2003)

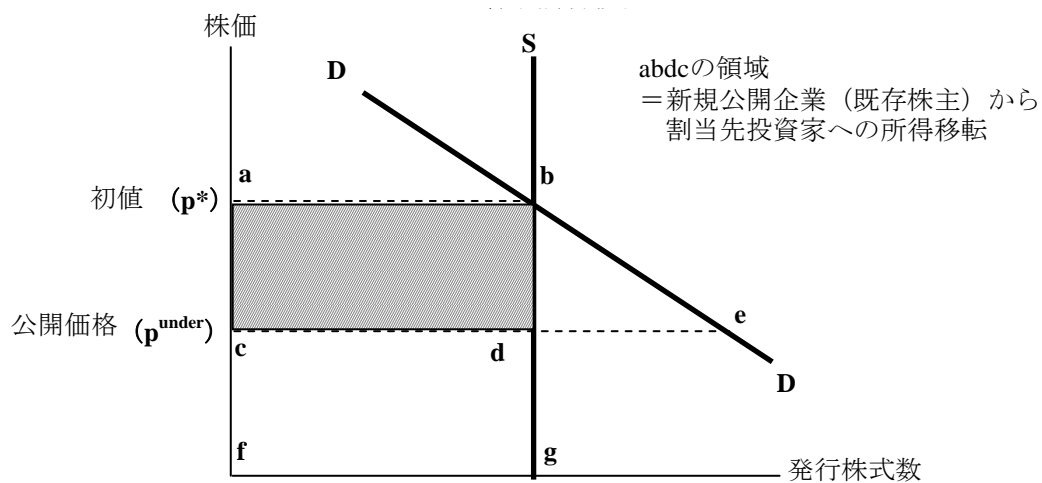
図表１７：米国におけるアンダープライシングの推移



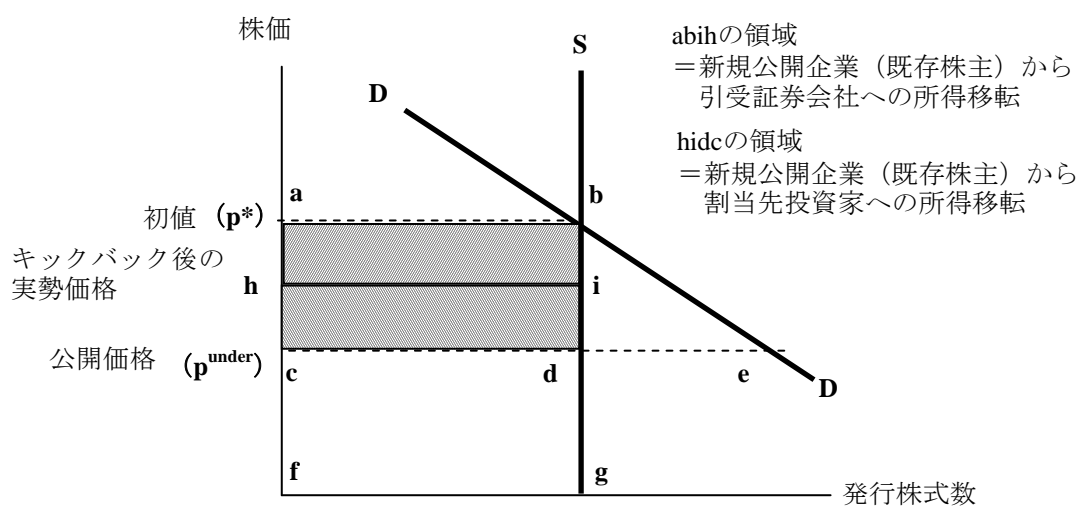
(出所) Ljungqvist(2004)より転載

図表 18 : アンダープライシングによる所得移転

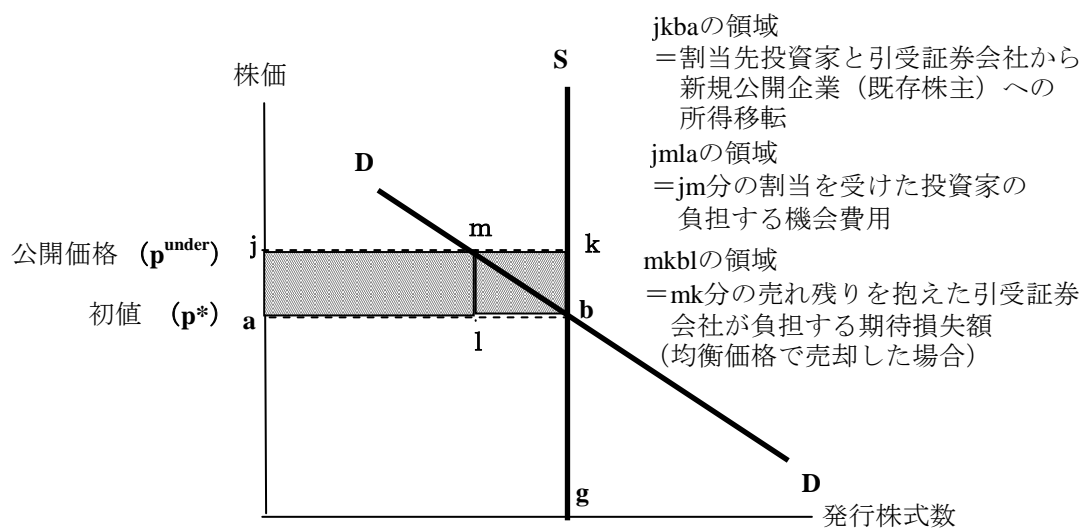
ケース 1 : アンダープライシングに伴う所得移転



ケース 2 : アンダープライシングの下でキックバックが発生した場合の所得移転



ケース 3：オーバープライシングが発生した場合の所得移転



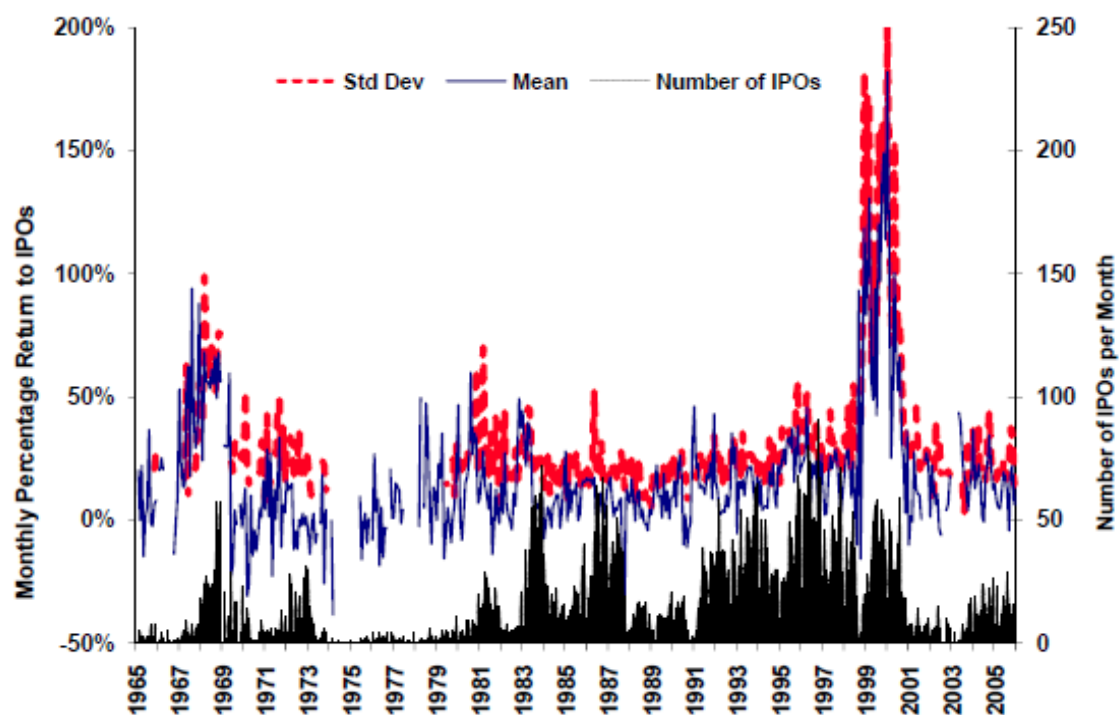
(出所) 筆者作成

図表 19 : eToys の事案

時期	イベント内容
1999年5月	eToysが上場（主幹事証券会社はゴールドマンサックス）。公募価格は1株当たり20ドル。取引初日の寄り付き値は79ドル、場中で85ドルまで上昇し、終値は76.56ドル。
1999年12月	年末には株価は25ドルまで下落。その後、年が明けて20ドルを下回ってからは、IPOの公開価格を上回ること一度もなかった。
2001年3月	eToysが経営破綻。Chapter 11の適用を申請。無担保債権者団のコミッティがeToysの代わりにゴールドマンサックスを提訴。 （提訴内容） ・ゴールドマンサックスによる契約違反、Fiduciary Duty違反、詐欺、業務過誤、不当利得。 （提訴の正当性、根拠） ・ゴールドマンサックスがIPO株を割り当てた投資家からキックバックしてもらう約束が存在したという利害相反の関係にありながら、その事実をeToysに開示しなかったこと。 ・キックバックから得られる利益を高めるために公開価格をアンダープライスさせるインセンティブがゴールドマンに存在したはずであること。
2005年6月	ニューヨーク州最高裁はFiduciary Duty（信託義務）違反に関して原告側の主張を認めた。 （判決概要） ・通常の引受契約においては、発行体と主幹事の間で利害が異なることは当然のことであり、また、発行体が価格に不満があれば契約を解除すればよい。通常の引受契約でFiduciary Duty違反を認めるのは難しい。 ・ただし、今回のケースでは通常の引受契約に加えて、主幹事が発行体にアドバイザリー業務を提供するような関係性(extra-contractual relationship)にあったため、eToysが自らとゴールドマンサックスの利害とが一致していると信じる状況にあり、Fiduciary Duty違反と認められる。

（出所）Dechert, Hunton&Williams, Linklaters（すべて法律事務所）の公開メモを基に筆者作成

図表 20 : 米国の IPO サイクル



(注) 上場後 21 日目 (約 1 ヶ月) の株価と公開価格の差を初期リターン (左軸) としたものの。公開価格が 5 ドル以上の公開案件のみを対象としている。実線が各月の平均初期リターン、破線はその標準偏差。棒グラフ (右軸) は各月の IPO 件数。

(出所) Lowry et al(2010)より転載

図表 2 1 : 世界各国の価格決定・割当方式

国	従前から採用されてきた方法	オークション方式		ブックビルディング方式		
		最初の導入時期	実質廃止されたと思われる時期	最初の導入時期	現在主流の手法か否か	固定価格方式とのハイブリッド方式が利用されているか
ヨーロッパ						
オーストリア	固定価格方式	1964 2部市場にて	1999 ¹		Yes	Yes
チェコ共和国	固定価格方式					
デンマーク	固定価格方式					
フィンランド	固定価格方式			1993	Yes	Yes
フランス	入札、固定価格方式			1993	Yes	Yes
ドイツ	固定価格方式			1995	Yes	Yes
ギリシャ	固定価格方式			1994	Yes	Yes
ハンガリー	固定価格方式			1995	Yes	Yes
アイルランド	固定価格方式			1992		Yes
イタリア	固定価格方式			1980年代	1986	1992
オランダ	固定価格方式	1980年代	1989	1994	Yes	Yes
ノルウェイ	固定価格方式			1995	Yes	Yes
ポーランド	固定価格方式			1995	Yes	Yes
ポルトガル	固定価格方式	1987	1992 ²	1995	Yes	Yes
スペイン		2部市場にて		1993	Yes	Yes
スウェーデン	固定価格方式	1980年代	1980年代	1994	Yes	Yes
スイス	固定価格方式	1980年代半ば	1987	1995	Yes	Yes
イギリス	固定価格方式	1946	1986	1992	Yes	Yes
北米・中南米						
アルゼンチン		1991	1992	1993	Yes	Yes
バルバドス	固定価格方式					
ブラジル	固定価格方式			1994	Yes	Yes
カナダ	ブックビルディング				Yes	Yes
チリ					Yes	
メキシコ	固定価格方式				Yes	Yes
パラグアイ	固定価格方式					
ペルー	固定価格方式			1996	Yes	Yes
アメリカ	ブックビルディング	1999	1999		Yes	Yes
アジア・太平洋						
オーストラリア	固定価格方式	1999	1999	1993	Yes	Yes
バングラデシュ	固定価格方式			2009年予定		
中国	固定価格方式			1994	Yes	Yes
香港	固定価格方式				Yes	Yes
インド	固定価格方式	2005	継続中	1996	2005年に禁止	
インドネシア	固定価格方式				Yes	Yes
日本	固定価格方式	1989	1997	1997	Yes	No ⁴
韓国	固定価格方式	1993		1997	Yes	Yes
マレーシア	固定価格方式	1992	1994		Yes	?
ニュージーランド	固定価格方式			1997	Yes	Yes
フィリピン	固定価格方式	1994	1994	1998	Yes	Yes
シンガポール	固定価格方式	1991	1994	1999	Yes	Yes
スリランカ	固定価格方式					
台湾	固定価格方式		2003	2004	Yes	Yes
タイ	固定価格方式			1994	Yes	Yes
ベトナム	入札	2005	継続中			
アフリカ・中東						
ケニア	固定価格方式					
イスラエル	入札、固定価格方式	1980まで		2008		
ヨルダン	固定価格方式					
パキスタン	固定価格方式			1995		Yes
南アフリカ	固定価格方式			1994		Yes
トルコ	固定価格方式	1994	1995 ³	1997		Yes

(注) 1. 2004年に1件例外案件あり。

2. 1988年以降入札を選択した企業は存在しない。しかし、政府による民営化案件においては1992年4月まで使用された。

3. 1995年に実質廃止（1997年に1件例外案件）。

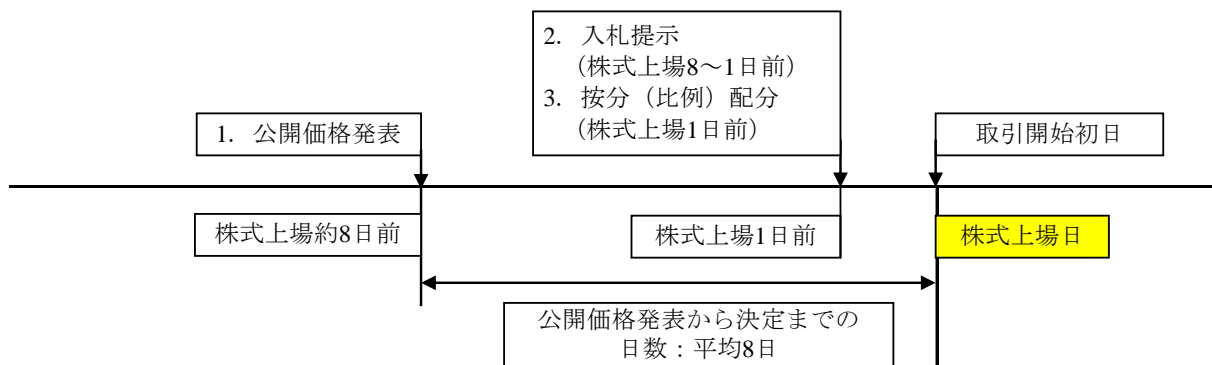
4. 原論文では“Yes”と記載されているが、これは誤りであろう。

(出所) Jagannathan et al (2009)を基に筆者作成

図表 2 2 : フランスの価格決定 3 手法の概要

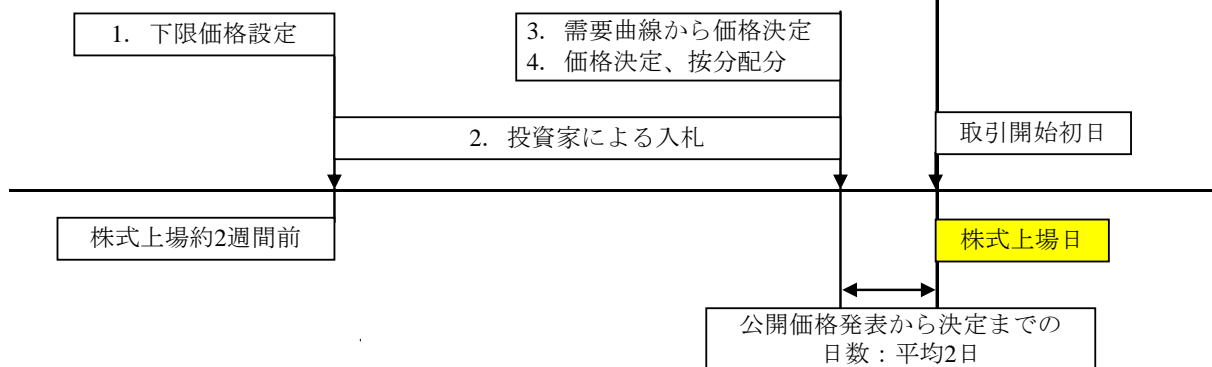
固定価格方式(Offre à prix ferme, OPF)

- Step 1: IPO価格（公開価格）が決定される
 Step 2: 投資家は購入希望株数を申し込み
 Step 3: 割当は完全なる按分（比例）配分



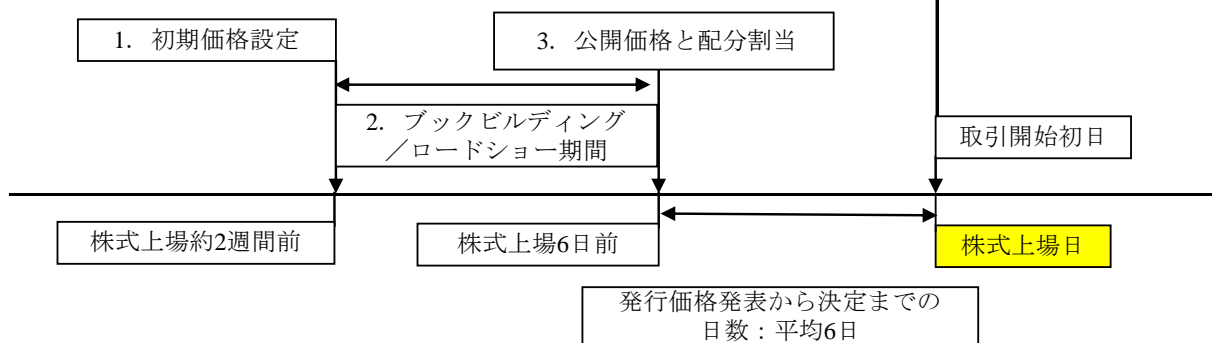
入札方式(Offre à prix minimal, OPM)

- Step 1: 入札下限価格が決定される
 Step 2: 投資家が入札価格・株数を申し込み
 Step 3: 有効な入札上限価格と IPO価格が決定される
 Step 4: IPO価格と上限価格の間の価格による入札者に完全なる按分配分



ブックビルディング方式(Placement Garanti, PG)

- Step 1: 引受会社は仮条件レンジを設定し、ロードショーを実施する
 Step 2: ロードショー期間中、投資家は購入可能性（株価や株数）に関して主幹事に伝達
 Step 3: 引受会社は公開価格を設定し、主幹事の裁量によって株式を配分



(出所) Derrien and Womack (2003) を基に筆者作成

図表 2 3 : 世界各国の割当実績（機関投資家への割当比率）

	観測数	平均	標準偏差	最小値	最大値
イギリス	843	93%	16%	0%	100%
Placings(株式割当)	651	100%	3%	35%	100%
リテール向け公募	6	0%	0%	0%	0%
ハイブリッド又はグローバル	186	73%	18%	14%	100%
フランス	244	76%	18%	0%	100%
ドイツ	144	58%	21%	0%	100%
イタリア	52	64%	15%	0%	97%
スウェーデン	47	70%	23%	0%	100%
ベルギー	45	65%	22%	21%	100%
フィンランド	40	76%	16%	30%	30%
オランダ	29	68%	20%	0%	93%
スペイン	27	74%	23%	25%	97%
ポルトガル	18	60%	28%	0%	100%
デンマーク	10	67%	25%	30%	97%
ギリシャ	3	13%	15%	5%	100%
オーストリア	1	73%	-	-	-
ルクセンブルグ	1	97%	-	-	-
EU15地域全体	1,504	82%	22%	0%	100%
ハンガリー	14	80%	20%	34%	100%
ポーランド	10	78%	10%	57%	94%
ノルウェー	7	62%	38%	0%	93%
クロアチア	1	63%	-	-	-
アイスランド	1	0%	-	-	-
スイス	1	80%	-	-	-
EU15地域以外のヨーロッパ	34	73%	26%	0%	100%
シンガポール	60	59%	25%	0%	93%
香港	19	65%	20%	25%	94%
南アフリカ	9	42%	34%	0%	90%
トルコ	8	75%	14%	50%	91%
オーストラリア	6	63%	17%	35%	85%
タイ	4	68%	5%	60%	70%
中国	3	93%	12%	80%	100%
マレーシア	2	84%	23%	67%	100%
バーレーン	1	53%	-	-	-
カナダ	1	80%	-	-	-
インドネシア	1	80%	-	-	-
イスラエル	1	93%	-	-	-
日本 ¹	1	50%	-	-	-
レバノン	1	100%	-	-	-
フィリピン	1	83%	-	-	-
ベネズエラ	1	82%	-	-	-
その他地域合計	119	63%	24%	0%	100%
米国	32	66%	16%	0%	100%
全体 ²	1,689	80%	23%	0%	100%
全体 ³	1,032	69%	21%	0%	100%

(注) 1. 原論文のサンプルでは5割であるが、実際には平均して2割以下である。

2. 全世界合計。

3. イギリスの株式割当とリテール公募を含まない全世界合計。

(出所) Ljungqvist and Wilhelm(2002)

図表 2 4 : 欧州主要国の割当制度

国	手法	概要	割当情報の開示
ドイツ	発行体は固定価格方式、入札、BBから自由に手法を選択可能	<ul style="list-style-type: none"> 固定価格方式の場合は完全に裁量による割当（申込株数に対して按分に割り当てる必要はない）。 入札方式ではダッチオークション形式で高い入札者から順に落札。 各証券取引所は、上場規則の一部として割当に関するルールを独自に設定することが可能。 個人投資家への割当については、按分配分や抽選など客観的で公平な割当を促している。ただし、機関投資家と個人投資家の間での配分に関しての規定は存在せず。 	従前は開示の必要性はなかったが、近年は財務省のガイドラインにより、個人への割当結果を案件終了後に報告することを義務化。
UK	Placing（割当）	・特定の投資家に株式を割り当てる手法。	
	公募	・既存株主による売り出しと、発行体による一般公募、および既存株主向けの公募の3つ。	
	Placings（割当）とのハイブリッド	・証券会社への割当公募（その場合、証券会社はそれぞれが抱える投資家に転売）、または一般公募とPlacings（割当）との組み合わせ。	
	グローバルオファー	・イギリス国内外の大規模投資家への株式発行。割当は発行体の裁量による。	
フランス	入札 (Offre a prix minimal)	・事前に設定された最低入札価格以上の入札を受け付け、入札実施後に入札数が発行数に見合う価格で単一の落札価格を設定する。ただし、その際に、異常に高い入札は除外される。	取引所が発行企業に対して割当情報の開示を求めている。
	固定価格 (Offre a prix ferme)	・割当は原則発行体の裁量で行うことはできない（按分が基本）。	
	Placement garanti (ブックビルディング)	・割当は主幹事の裁量。	
	Offre a prix ouvert (個人向け)	・ブックビルディングの際に実施されるもので、個人投資家向けのトランシェを設定する。割当は原則発行体の裁量で行うことはできない（按分が基本）。	
アメリカ	ほとんどの案件がブックビルディングにより行われる	・ブックビルディングでは割当は主幹事の裁量によって行われる。	開示不要。

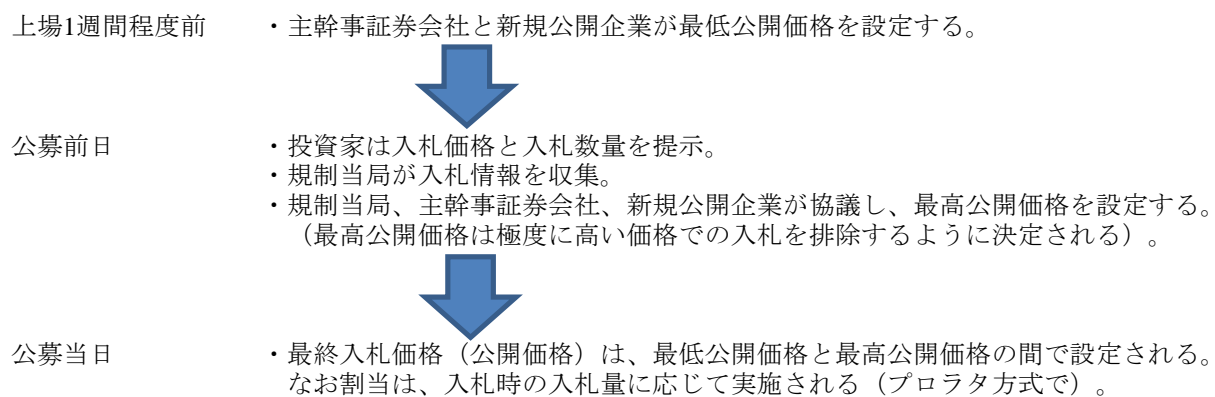
(出所) : Ljungqvist and Wilhelm(2002)を基に筆者作成

図表 2 5 : 極端なアンダープライシング、オーバープライシングの事例

社名	国	上場時期	初日リターン	概要
Tenaga Nasional	マレーシア	1992/5	34%	入札と公募のハイブリッド型
DDI	日本	1993/9	49%	公募価格はもっとも入札の多かった370万円に設定されたが、初日の終値は550万円。最高入札価格は602万円であった
JR東日本	日本	1993/10	58%	落札価格は35.2万円～62.3万円と広がりが大きかった。初日終値は60万円であったが、2日後には37万円にまで下落
Petron	フィリピン	1994/9	63%	国内投資家の最低落札入札価格は、海外投資家の最高入札価格よりも39%高く、仮条件価格よりは136%高かった
Andover.net	米国	1999/12	252%	初日の終値は、入札後の株価よりも164%も高かった
El Al	イスラエル	2003/6	40%	入札では申込が集まらず、すべて最低入札価格で落札。その2日後にテルアビブ証取で取引を開始すると、初日に40%、2日間合計で112%株価は上昇
日本テレコム	日本	1994/9	-15%	初日に加重平均落札価格から14.5%下落、その週の終わりまでにさらに10%下落。加重平均入札価格はPER219倍という高水準であった
日本たばこ	日本	1994/10	-24%	機関投資家の評価は80万円未満であったが、加重入札価格は143.5万円。上場後2週間で株価は33.5%下がり、最高入札者は初日に48%の損失を被った
Global Securities	トルコ	1995/5	-11%	入札方式による公募価格は仮条件価格を62.5%上回る。株価は取引開始後1時間で11%下落し、上場後3ヶ月で56.1%下落

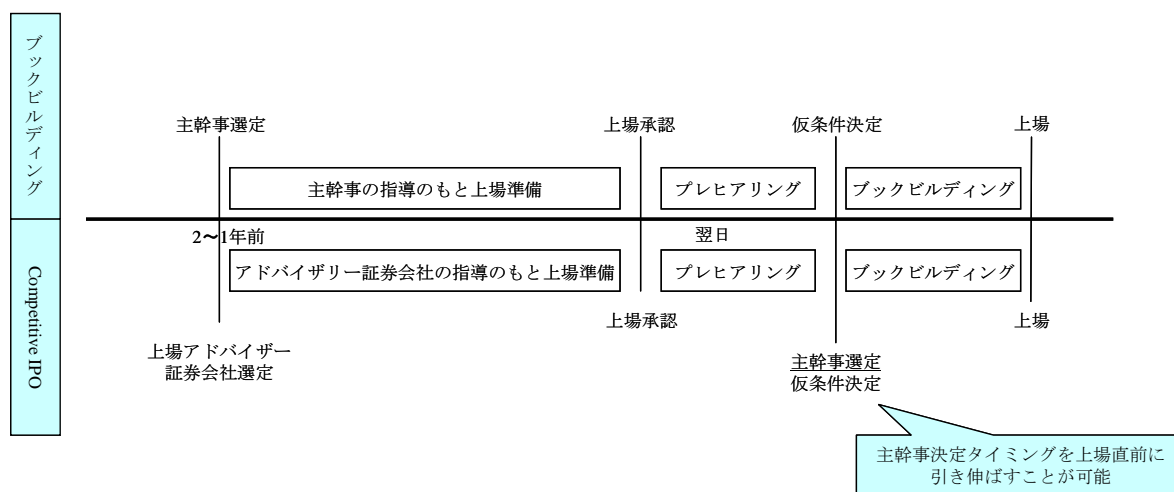
(出所) Jagannathan et al(2009)を基に筆者作成

図表 2 6 : フランスの単一入札価格決定フロー



(出所) Barnes(2006)を基に筆者作成

図表 27 : Competitive IPO とブックビルディング方式



(出所) Jenkinson and Jones(2009)を基に筆者作成

図表 28 : ドイツにおけるグレイ市場の概要

法制度	○グレイ市場 ¹ における取引は独証券取引法（the German Securities Trading Act、ドイツ語ではBundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel）に従う。
取引仕法	○現物決済による先渡し取引を行う店頭市場。取引は上場日に有効となり、現物決済は上場後1日～2日後に実施。
	○新規上場が中止された場合、上場が7日以上延期された場合、仮条件価格が変更になった場合、subscription periodが3日を越えて延長された場合には、グレイ市場の取引は無効とされる。
	○グレイ市場ではnaked short positionも許されており、取引所取引市場（regular market）に比べて空売り制約が緩い。
	○気配情報は各種情報端末（Reuter, Bloomberg等）やマーケット・メーカー（後述）のウェブを通じて発信される。但し、取引前には、マーケット・メーカーに直接確認する必要がある。気配情報は8am～11pmまで提示される。取引が開始される日の最初の気配値は、マーケット・メーカーが他の市場参加者からの意見聴取を踏まえて提示する。
取引可能期間	○仮条件価格が設定されてから上場日の前日の夕方まで。なお、公開価格が設定されてから取引開始となるケースもある。
	○仮条件が設定され公開スケジュールが公表された時点以降に取引が開始されるのは ² 、証券価格に関する市場参加者間の情報の非対称性を緩和するための工夫であると同時に、上場がキャンセルされた場合等にグレイ市場の取引が無効になってしまうリスクを低減するための実務的な対応である。仮条件価格が、適正な価格水準の目安とされることで、グレイ市場の取引が円滑に開始される。
取引参加者	○マーケット・メーカーは実質的に3社（Borsenmakler Schnigge AG, Lang & Schwarz Wertpapierhandel AG, Berliner Freiverkehr AG）。Schnigge社は80%以上の市場シェアを持つ。これらマーケット・メーカーはthe German Federal Banking Supervisory Officeからライセンスを取得。
	○機関投資家と個人投資家が参加している ³ 。但し、独証券取引法のインサイダー取引規制（paragraph14）の関係上、引受証券会社はグレイ市場には参加していない。これによって、引受証券会社が恣意的にグレイ市場の市場価格を操作することで、公開価格を自社にとって有利に設定することは回避されている。
	○個人投資家がショートポジションを取ることは実務上回避されているので、機関投資家のポジション全体はショートポジションとなる ⁴ 。機関投資家はショートポジションを、割当て取得した株式、あるいは、上場後に買い付けた株式を用いて解消する。

- （注） 1. ドイツ語では、“Graumarkt-Handel”，“Handel per Erscheinen”という。
2. 欧州のグレイ市場は必ず仮条件が公表されてから開始されている。
3. 個人投資家は証券会社（Retail Broker）を通じて取引及び決済を行なう。
4. 法的には個人投資家も空売りを行なうことは可能であるが、実務上は、証券会社が空売りに伴う無制限のダウンサイド・リスクを考慮して、個人投資家が空売りすることを抑制している。

（出所） Dorn(2009), Aussenegg et al(2006)等を基に筆者作成

図表 2 9 : 欧州主要新興市場の形式基準¹

項目	ドイツ			フランス			イタリア			オランダ		スペイン		スウェーデン			スイス	
	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	Neuer Markt	Premier Marche	Second Marche	Nouveau Marche (Euronext)	Borsa Valori	Mercato Ristretto	Nuovo Mercato	Officiele Markt	Nieuwe Markt	Premier Mercado	Segundo Mercado	A-list	OTC-list	O-list	SWX Hauptsegment	SWX New Market
決算報告	半期	半期	四半期	四半期	四半期	四半期			四半期	四半期	四半期						半期	
ロックアップ義務	なし	なし	内部者 ² は6ヶ月			3年間 ²			1年間 ²	180日							なし	12ヶ月
最低純資産	125万ユーロ	25万ユーロ	25万ユーロ			25万ユーロ			500万ユーロ	500万ユーロ		150万ユーロ ³	25万ユーロ ⁴				2,500万スイスフラン	250万スイスフラン
最低時価総額			500万ユーロ				500万ユーロ	50万ユーロ						3億クローナ	5,000万クローナ		2,500万スイスフラン	800万スイスフラン
発行規模																		
創業年数	3年以上	なし	1年以上			なし				3年以上	1年以上 ⁵			3年以上	3年以上	なし		1年以上
収益基準										過去5年中3年黒字				黒字	黒字	なし		
過去の決算				3期分	2期分		3期分		1期分			3期分					3期分	
株主数														2,000	500	300		
最低浮動株比率	25%	なし	25%	25%	10%		25%	20%	20%	10%			20%	25% ⁶	25% ⁶	10%	25%	20%
新株比率			50%			50%												50%
最低浮動株金額		なし			1,000万～2,000万ユーロ	150万ユーロ					500万ユーロ							
浮動株数・最低放出株数	5万株	1万株	10万株			10万株					10万株							
資金使途制約	なし	なし																
種類株発行	可能	可能																

(注) 1. 空欄は下記論文において記載されていないことを示す。また、表中の市場のいくつかは現時点では廃止されている。

2. 内部者は保有株式の80%以上をロックアップの対象とする。

3. 別途、直近2年間に於いて純資産の6%を配当として支払っているという規定もある。

4. 資本準備金ベース。

5. ニューエコノミー区分での年数。それ以外は3年以上。

6. 議決権ベースでは10%。

(出所) Schuster(2003)を基に筆者作成

図表 30：トロント証券取引所の新興市場における業種別上場基準・企業数

(1) 業種別上場基準

鉱業	<ul style="list-style-type: none"> ・Tier1の鉱山資産を有すること ・Tier1の鉱山資産に対して50万ドル以上の投資を行っていること ・一般管理費、およびTier 1鉱山資産を維持するための支払いの18か月分以上の資金手当てができていること ・地質調査報告書によって、保有する鉱山資産にプラスの価値がある可能性が提示されていること
石油&ガス	<ul style="list-style-type: none"> ・200万ドル相当以上の資源リザーブを有すること ・油田、ガス田を有すること ・地質調査報告書（資源価格を一定、割引率15%のもとで資源リザーブからのキャッシュフローの現在価値を算出すること） ・適切な水準の運転資金（最低50万ドル）を有すること
その他産業	収益基準、手元流動性基準など計数面での上場基準は存在するが、業種の特殊事情を考慮した上場基準は存在しない

(注) Tier 1 市場のもの（より基準の緩い Tier 2 市場も存在）。

(出所) トロント証券取引所 TMX の「Guide to Listing」を基に筆者作成

(2) 業種別企業数

	上場企業数	割合
鉱業	1,424	37.2%
多業種複合企業	421	11.0%
石油&ガス	403	10.5%
テクノロジー	286	7.5%
CPC	281	7.3%
ストラクチャード商品	254	6.6%
金融サービス	134	3.5%
ライフサイエンス	130	3.4%
クリーンテクノロジー	110	2.9%
不動産	99	2.6%
製造業	93	2.4%
ETF	84	2.2%
通信メディア	56	1.5%
電力、パイプライン	29	0.8%
林業製品	28	0.7%
合計	3,832	100.0%

(注) トロント証券取引所（メイン市場）と TSX Venture Exchange における上場企業業種別内訳（2008 年 12 月時点）を示す。

(出所) 上に同じ

図表 3 1 : NASDAQ の上場、上場維持基準

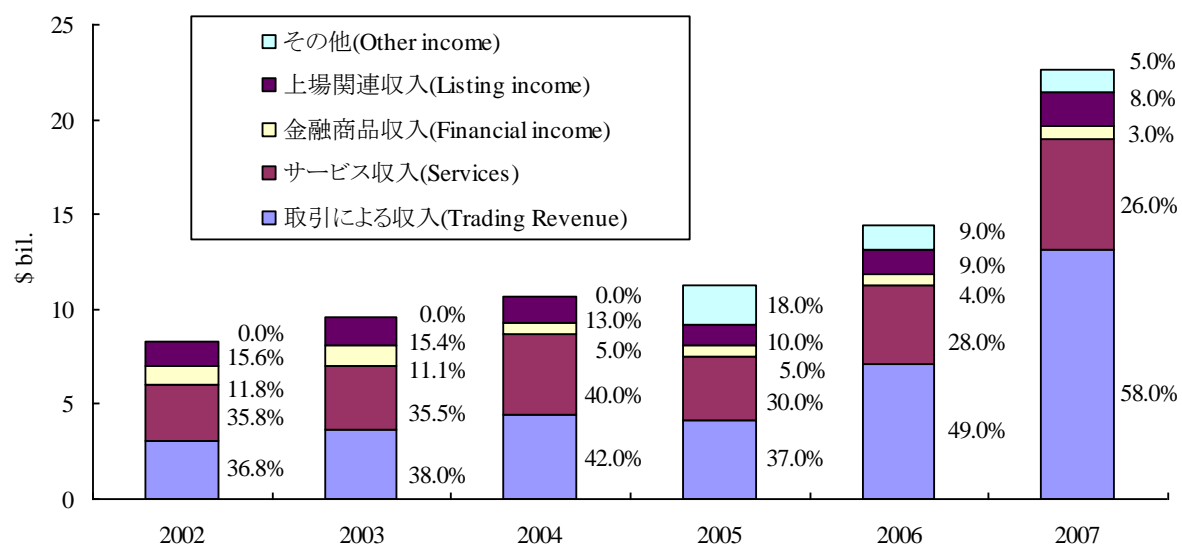
(単位：金額は千ドル)

	1981/8/24まで	1981/8/24から 1991/8/29まで	1991/8/30から 1997/8/21まで	1997/8/22から 2001/6/28まで	2001/6/28以降
上場基準					
総資産	1,000	2,000	4,000	NA	NA
純資産	NA	NA	NA	4,000 or	5,000 or
時価総額	NA	NA	NA	50,000 or	50,000 or
純利益 ¹	NA	NA	NA	750	750
資本金および剰余金	500	1,000	2,000	NA	NA
最低株価 (ドル)	NA	NA	3	4	4
浮動株時価	NA	NA	1,000	5,000	5,000
浮動株数 (株)	100,000	100,000	100,000	1,000,000	1,000,000
株主数	300	300	300	300	300
マーケットメイカー数	2	2	2	3	3
事業経過年数	NA	NA	NA	NA	1年 or
時価総額	NA	NA	NA	NA	50,000
コーポレートガバナンス	NA	NA	NA	必要	必要
上場維持基準					
総資産	500	750	2,000	NA	NA
純資産	NA	NA	NA	2,000 or	2,500 or
時価総額	NA	NA	NA	35,000 or	35,000 or
純利益 ¹	NA	NA	NA	500	500
資本金および剰余金	250	375	1,000	NA	NA
最低株価	NA	NA	1	1	1
浮動株時価	NA	NA	200	1,000	1,000
浮動株数	100,000	100,000	100,000	500,000	500,000
株主数	300	300	300	300	300
マーケットメイカー数	1	1	2	2	2
コーポレートガバナンス	NA	NA	NA	必要	必要

(注) 1. 直近の決算期、または、直近3年のうち2年の決算期において純利益基準を満たす必要がある。

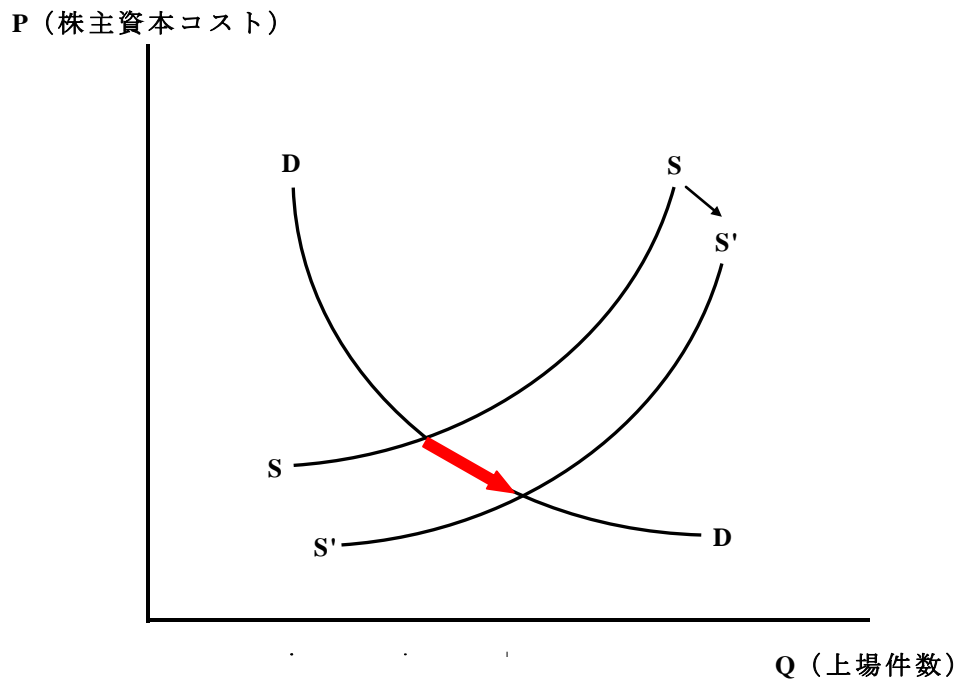
(出所) Fama and French (2004) を基に筆者作成

図表 3 2 : 世界取引所の収益構成推移



(出所) World Federation of Exchanges のデータを基に筆者作成

図表 3 3 : 供給曲線のシフト



(出所) Fama and French(2004)を基に筆者作成

図表 3 4 : IOSCO のクロスボーダー株式発行時の情報開示原則

情報開示基準	内容
1 取締役、経営陣（執行役）、アドバイザー	
a 取締役、経営陣（執行役）	: 氏名、役割、等
b アドバイザー	: 株式発行、上場にかかわる財務アドバイザー、法務アドバイザー
c 監査法人	: 過去3年間の監査法人の名称、等
2 発行概要とスケジュール	
a 発行の概要	: 発行手法、予想発行総額、予想公募価格、価格決定手法、発行予定株数
b 発行方法・発行スケジュール	: ターゲット顧客別の発行スケジュール、応募先、応募期間の延長・短縮の可能性、支払い方法、発行結果の公表方法、等
3 主要な情報	
a 主要財務情報	: 直近5年間（または3年間）の財務情報、及び、必要に応じて半期財務情報（営業収益、営業利益、当期利益、一株あたり利益、総資産、純資産、発行株式数、一株当たり配当金、等）
b 資本、負債の状況	: 60日以内の直近の状況と新株発行後のPro Formaベースのものを提出 ¹
c 新株発行の理由、資金使途	: 資金使途別の金額内訳と概要。資産買取や買収の場合には、その内容及び買取価格。負債返済の場合には、返済予定負債の金利、満期。過去1年以内に発生した負債への返済に充当する場合には、当該負債の利用使途
d リスク要因	: 自社及び自社の属する業界に特有のリスク情報、等
4 会社概要	
a 沿革・最近の状況	: 最近の状況には主要な資産の処分状況、直近3年間の資本的支出の内容を含む
b 事業概要	: 事業説明、競合状況、季節性、資源調達安定性、販売手法、特許の内容、等
c 組織構成	: 企業グループに属する場合には、関連会社の情報
d 設備の状況	: 主要な固定資産の内容、主要な投資案件の概要、等
5 事業、財務内容報告、見通し	
a 業績結果について	: 財務成果及びその変動の説明。収益の振れが大きい場合は詳細な背景説明 ²
b 手元流動性、資金調達の状況	: 運転資金・投資資金の確保、キャッシュフローの状況、有利子負債の満期・金利、等
c 研究開発、特許、ライセンスの状況	: 直近3年間の研究開発方針および各年度の発生費用
d 最近のトレンド情報	: 直前年度からの生産、売上、コスト、在庫、販売価格に関するトレンド情報
6 取締役、経営陣（執行役）、従業員	
a 取締役、経営陣（執行役）	: 取締役、経営陣のそれぞれの役割、経験、社外での活動、等
b 報酬	: 原則として、個人ベースで開示 ³
c 取締役会の状況	: 各取締役の任期、監査委員会・報酬委員会の構成員や任期等の開示
d 従業員の状況	: 直近あるいは直近3年間（平均）の従業員数（含む事業別内訳、等）。労働組合の状況
e 株式の保有状況	: 取締役、経営陣の株式保有状況、ならびに保有ストックオプションの内容
7 主要株主・関係者取引	
a 主要株主について	: 5%以上を保有する主要株主の保有状況（直近3年間の変化も含む）
b 関係者取引について	: 直近3年間の関係者取引の概要
c 外部専門家の関与	: 企業に関与する外部専門家の株式保有状況、等
8 財務情報	
a 連結財務諸表および付随情報	: 直近3年度分の貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書、及び、同期間の監査報告書。直前期終了から9ヶ月以上経過している場合には、半期報告書も必要
b 会計方針の主な変更点	: 直前期以降に重要な会計方針の変更があったか否かを記載
9 新株発行および上場の概要	
a 新株発行および上場の詳細	: 公募価格、価格決定手法、発行株式の種別。既上場株式の株価推移、売買停止の有無、等
b 株式の販売計画	: 引受証券会社の名称等。特定投資家群への配分枠を確保する場合はその概要 ⁴ ターゲットとする投資家群の明示。
c 上場先市場の概要	: 上場予定先の市場、上場予定日、等
d 売り出し株主	: 売り出し株主の概要・発行企業との関係、売り出し株数とパーセンテージ
e 希薄化	: 希薄化率、および希薄化前後の株主の持分割合の変化
f 発行に要する費用	: 引受主幹事に支払う手数料、及び、調達総額に占める比率。その他の各種費用
10 その他	
a 資本金	: 授権株数、潜在株数、自己株数、直近3年間のエクイティファイナンス状況、等
b 定款	: 事業目的、取締役の職務、議決権等の制限、株主総会に関する事項、等
c 経営上の重要な契約	: 直近2年間における重要な契約内容、等
d 資本の国際間移動制限	: グループ内での国際間資金融通制限、海外在住者への配当支払制限の有無
e 租税	: 源泉税の取扱、等
f 配当取扱機関	: 配当制限、配当の権利発生日、支払い方法、等
g 外部専門家からの書面	: 専門家の概要、等
h 資料開示、閲覧場所	: 閲覧場所等の情報
i 子会社、関係会社の状況	: 子会社情報

(注) 1. 負債は債務保証や偶発的債務を含む。

2. インフレ、為替、マクロ経済動向等も含む。

3. 本国の規制で個別開示が必要とされていない場合は除く。利益連動型報酬、将来への繰延報酬、ストックオプション等も開示。

4. オーバーアロットメント、グリーンシュエオプションの内容を含む。

(出所) IOSCO(1998)を基に筆者作成

図表 35 : フランス上場時の開示項目

項目	セカンドマルシェ ¹	ヌーボーマルシェ ²
公募増資の規模（対純資産割合、発行総額、発行株数、等）	<ul style="list-style-type: none"> ・純資産の10% ・発行金額500万ユーロ ・時価総額：3,000万ユーロ ・創業3年以上 	<ul style="list-style-type: none"> ・純資産の20% ・発行金額500万ユーロ ・最低1万株 ・調達額の半分は資本金に組み入れ ・純資産150万ユーロ以上 ・直前決算期にて、黒字計上
上場時の強制開示事項		
過去の実績	直近3年分の連結財務諸表	直近の連結財務諸表、及び（可能なら）直近3年分の連結財務諸表
将来予測	特になし	向こう3ヵ年予測
上場後の強制開示事項	四半期毎の売上、半期報告書、アニュアルレポート	四半期毎の損益計算書、キャッシュフロー計算書、半期報告書、アニュアルレポート、マーケットメイカーによる直近3ヵ年に関する分析レポート

（注）1. 中規模企業を対象とした市場。

2. 潜在的な成長余地の大きい企業を対象とした市場。

（出所）Cazavan-Jeny and Jeanjean(2007)を基に筆者作成

図表 3 6 : 欧米市場における情報開示に関する既存研究

トピック	概ねコンセンサスの得られている論点
法定開示情報の有効性	<p>○法定開示書類は、投資家にとって、投資判断に有益な情報を提供している。</p> <p>○法定開示に含まれる情報量は、国や企業によって異なっている。</p> <p>○1980年代以降、収益等の財務情報と証券価格との連関は弱まる傾向にある。</p>
監査人・金融仲介者の役割	<p>○監査人の適正意見は資本市場にとってタイムリーな情報を提供しているとは言えない。この背景については幾つかの可能性がある；</p> <p>(1)監査人が投資家のための情報提供ではなく、監査対象企業のために行動している</p> <p>(2)監査人はそもそも年次・四半期毎の財務諸表を監査しているのだから、タイムリーな情報提供はできない</p> <p>○証券アナリストは資本市場（投資家）にとって有益な情報を生産してきた。</p> <p>○証券アナリストの分析は証券価格に影響を与えているほか、資本市場の効率化に寄与している。例えば、アナリストカバーの多い企業の株価は、少ない企業に比べて、裁量的会計発生高やキャッシュ・フローに関する情報をより早く反映する。</p> <p>○証券アナリストの業績見通しは、特に、所属証券会社が引受証券会社となっている場合に、楽観的なバイアスを持つが、このバイアスは1990年代以降に減少している。</p> <p>○監査法人や証券アナリストは共に、利益相反に直面する場合があります、情報生産主体とし完全とは言えない。</p>
経営者の情報開示に係わる意思決定	<p>○監査制度や開示規制が不完全である場合には、経営者が何らかの目的で私的情報を操作する可能性がある。</p> <p>○自主的情報開示は、市場参加者の情報収集コストを低下させ、その結果、例えば、アナリスト・カバーを増加させる効果を持つ。</p>
トピック	コンセンサスの得られていない主要な論点
情報開示規制の在り方	<p>○情報開示規制はどのような条件で正当化されるのか？</p> <p>○どのような種類の情報開示が規制されるべきか（規制されないべきか）？</p> <p>○経営者と外部投資家の間の意思疎通の信頼感を高めるうえで、会計基準はどの程度有効か？</p> <p>○会計基準の有効性を決定する要因は何か？</p> <p>○法定開示対象の情報のうち、何を財務諸表に記載させるべきか。何を財務諸表以外の書類とするべきか？</p> <p>○グローバルスタンダードは望ましいのか（どのような条件で望ましくなるのか）？</p>
監査法人・金融仲介者の役割	<p>○財務諸表の信頼性を高めるうえで、監査法人による監査はどの程度有効か？</p> <p>○監査法人による監査と、経営者の虚偽記載に伴う訴訟リスクのどちらが開示情報の信憑性を高めるうえで有効か？</p> <p>○証券アナリストの情報仲介（情報生産）はどの程度有効か？</p> <p>○証券アナリストの有効性を決定する要因は何か？</p> <p>○企業の情報開示は、アナリスト・カバレッジにどのような影響を与えるのか？</p>
経営者の情報開示に係わる意思決定	<p>○経営者の情報開示に係わる意思決定に影響を与える要因は何か？</p> <p>○情報開示とコーポレート・ガバナンス、経営者のインセンティブは相互にどのように影響し合っているか？</p> <p>○情報開示の諸手続きにおいて、取締役会や監査役はどのような役割を果たしているか？</p>
情報開示が資本市場へ与える影響	<p>○投資家は情報開示に対してどのような反応を示しているのか？</p> <p>○財務諸表への記載以外の方法で開示された情報は投資家の信頼を得ているのか？</p> <p>○投資家は、財務諸表に記載された情報と、財務諸表以外の書類に記載された情報に対して異なる反応を示すか？</p> <p>○情報開示に対する投資家の信頼感は、国際的に違いがあるか？</p> <p>○情報開示は資源配分に如何なる影響を及ぼしているのか？</p>

（出所）既存研究を基に筆者作成

図表 37 : OTCBB の情報開示制度の変更

(1) 規制変更の経緯

- OTCBB 銘柄の約半数が次の条件に該当する等の理由から発行/継続開示義務を負っておらず、その結果、発行企業に対する情報がほとんど入手できないものも多数存在。
(1)1933年法上の登録をしていない。
(2)1934年法12(g)条の定める条件（株主数が500名を超え、且つ、資産が100万ドルを超える）に未達。
- これら発行/継続開示義務を負っていない企業に関する情報は、OTCBBでの取引（気配提示）前にマーケット・メーカーがRule 15c2-11に基づいて全米証券業協会に提出するForm 11のみであったが、同報告内容は監査済みである必要がないほか、Form 10-K等に比べて遥かに少ない項目しか開示されていなかった。
- こうした中で、OTCBB銘柄を含む未公開銘柄に関する不正取引等が横行し、一般投資家が損失を蒙っている可能性や市場への信頼感が喪失するとの懸念が台頭した（1990年代を通じて、投資家がペニーストック株の取引に関して、年間当たり60億ドルの損失を蒙っているとの推定もあり）。
- SECと全米証券業協会は共同でOTCBB銘柄の情報開示制度の在り方を検討。
- 全米証券業協会は1998年5月に、OTCBB登録銘柄はSECや関連当局に最新の財務諸表（Form 10-K, Form 10-Q, 8-K）等を報告する義務を負うことを内容とするEligibility Ruleを提案。その後、1999年1月にSECはEligibility Rule を許可し、OTCBB登録銘柄の発行企業に1934年法上の開示義務を課す。この結果、発行企業は開示内容に関する民事責任も負うことになった。
- Eligibility Ruleは新規登録銘柄については即時適用され、既存の登録銘柄には猶予期間が設けられた（1999年7月～2000年6月）。
- 規制変化によって、OTCBB銘柄の75%以上に相当する約3500社が法定開示が新たに義務付けられることになり、そのうちの一部はピンクシートへ移行した。

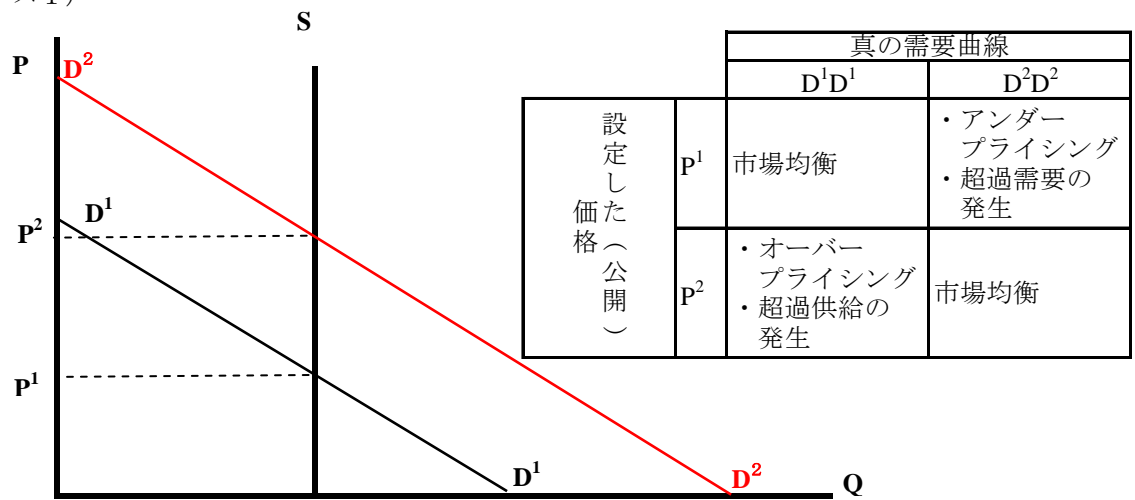
(2) OTCBB 登録銘柄の制度変更前後の開示規制・エンフォースメントの変化

市場タイプ	上場基準	上場フィー	監査済 財務諸表	SECコンプライアンス基準	賠償責任
OTCBB（99年4月1日以前）					
うちSEC登録企業	なし	なし	必要	あり	あり
うちSEC未登録企業	なし	なし	不必要	なし	なし
OTCBB（99年4月1日以後）					
全企業	なし	なし	必要	あり	あり
(参考)					
NASDAQ Small Cap	あり	あり	必要	あり	あり
ピンクシート	なし	なし	不必要	なし	なし

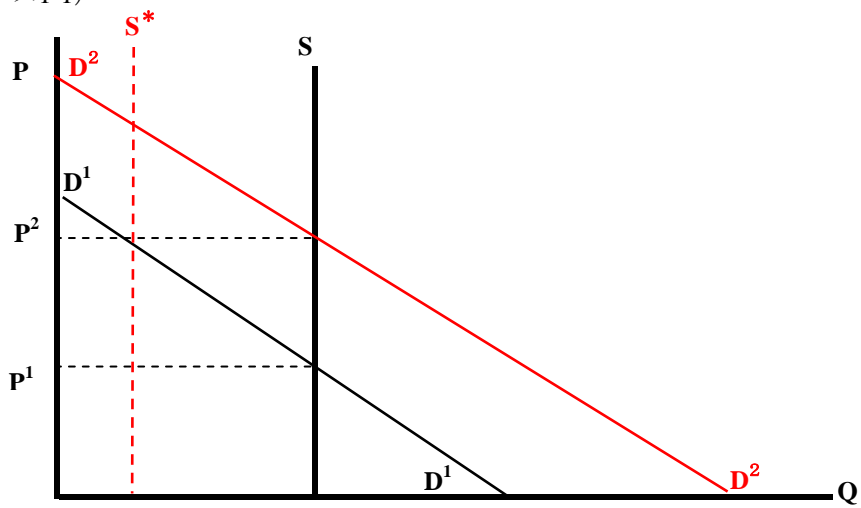
（出所）ラトナー&ハーゼン（2002）、大崎（1998, 2003）、Bushee and Luez（2005）を基に筆者作成

図表 38 : オーバーアロットメントオプション

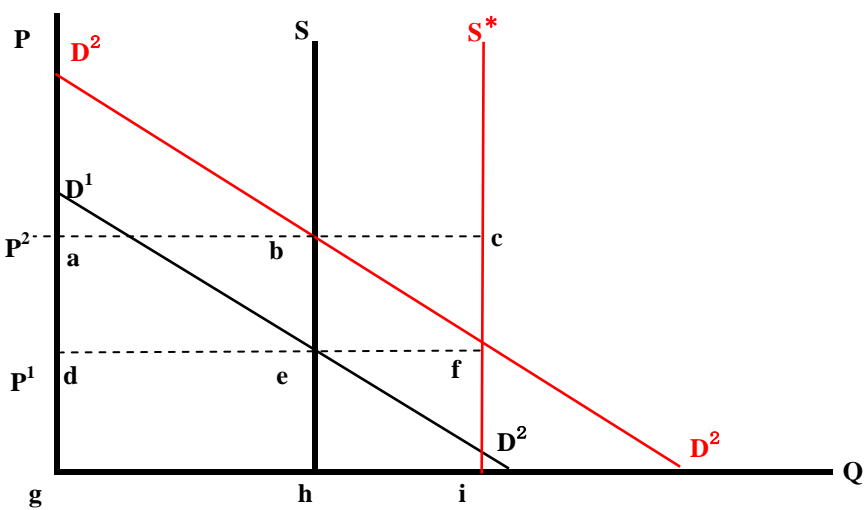
(ケース 1)



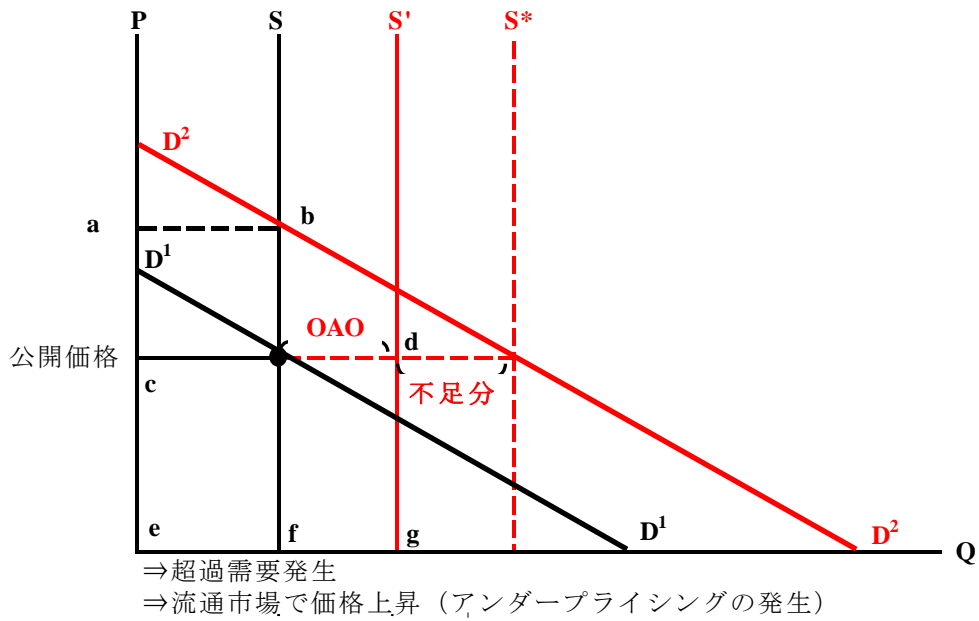
(ケース1-1)



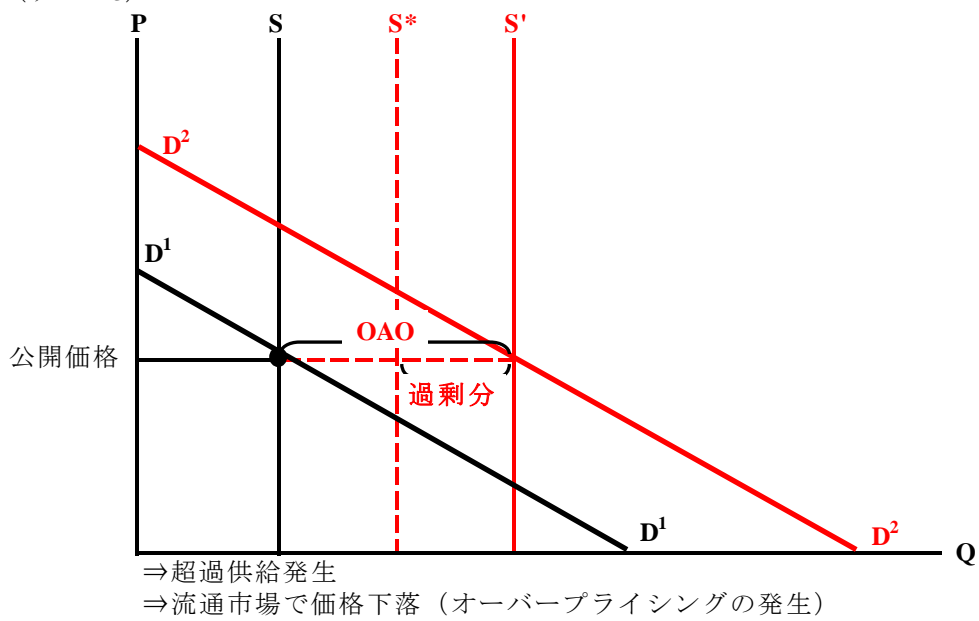
(ケース1-2)



(ケース2)



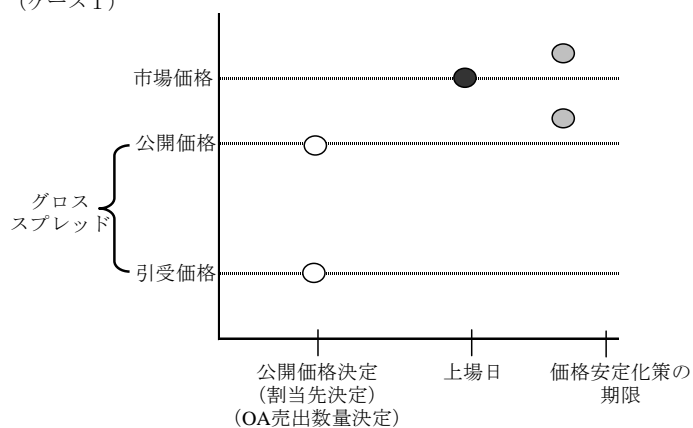
(ケース3)



(出所) 筆者作成

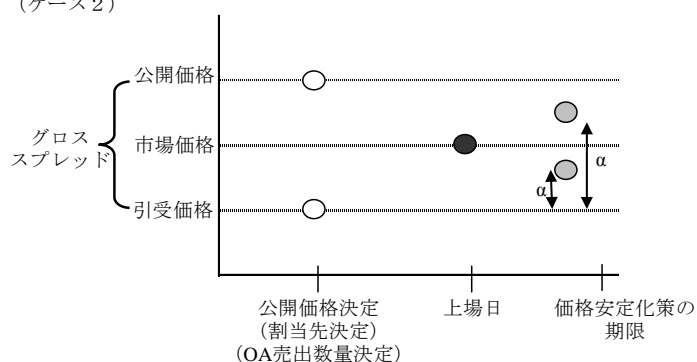
図表 39：価格安定化

(ケース 1)



【ケース1：主幹事証券会社の行動と利益】
 グリーンシュエーション行使＝引受価格でショートカバー
 利益＝（公開価格－引受価格）×OAO売出し数量
 ＝グロススプレッド×OAO売出し数量

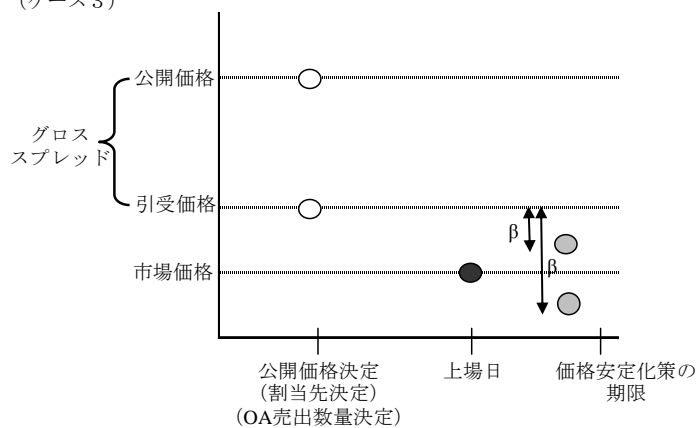
(ケース 2)



【ケース2-1：主幹事証券会社の行動と利益】
 グリーンシュエーション行使＝引受価格でショートカバー
 利益＝（公開価格－引受価格）×OAO売出し数量
 ＝グロススプレッド×OAO売出し数量

【ケース2-2：主幹事証券会社の行動と利益】
 シンジケートカバー取引＝市場価格でショートカバー
 利益＝（公開価格－市場価格）×OAO売出し数量
 ＝（グロススプレッド－α）×OAO売出し数量

(ケース 3)



【ケース3：主幹事証券会社の行動と利益】
 シンジケートカバー取引＝市場価格でショートカバー
 利益＝（公開価格－市場価格）×OAO売出し数量
 ＝（グロススプレッド＋β）×OAO売出し数量

(出所) 筆者作成

図表 40：世界の株式市場の売買制度

国	株式市場	売買手法	1銘柄当りの マーケットメイカー数 ¹
北アメリカ			
アメリカ	ニューヨーク証券取引所	オーダードリブンフロア市場	1
	ナスダック	オーダードリブン電子市場	最低1
カナダ	トロント証券取引所	オーダードリブン電子市場	1
ヨーロッパ			
イギリス	ロンドン証券取引所	オーダードリブン電子市場	最低1
		オーダードリブン電子市場 (SETS)	なし
ドイツ	ドイツ証券取引所	オーダードリブンフロア市場	1
		オーダードリブン電子市場(Xetra)	1
フランス	ユーロネクストパリ	オーダードリブン電子市場	ほぼ1以上
オランダ	ユーロネクストアムステルダム	オーダードリブン電子市場	ほぼ1以上
ベルギー	ユーロネクストブリュッセル	オーダードリブン電子市場	ほぼ1以上
ポルトガル	ユーロネクストリスボン	オーダードリブン電子市場	ほぼ1以上
スペイン	マドリード証券取引所	オーダードリブン電子市場	ほぼ1以上
イタリア	イタリア証券取引所	オーダードリブン電子市場	ほぼ1以上
ギリシャ	アテネ証券取引所	オーダードリブン電子市場	最大1
デンマーク	コペンハーゲン証券取引所	オーダードリブン電子市場	ほぼ1以上
オーストリア	ウィーン証券取引所	オーダードリブン電子市場	ほぼ1以上
フィンランド	ヘルシンキ証券取引所	オーダードリブン電子市場	最大1
ノルウェイ	オスロ証券取引所	オーダードリブン電子市場	ほぼ1以上
スイス	スイス証券取引所	オーダードリブン電子市場	ほぼ1以上
アイスランド	アイスランド証券取引所	オーダードリブン電子市場	なし
アジア			
日本	東京証券取引所	オーダードリブン電子市場	なし
イスラエル	テルアビブ証券取引所	オーダードリブン電子市場	なし
香港	香港証券取引所	オーダードリブン電子市場	なし
新興国市場			
ポーランド	ワルシャワ証券取引所	オーダードリブン電子市場	最低1
チェコ共和国	プラハ証券取引所	オーダードリブン電子市場	最低1
スロバキア	リュブリャナ証券取引所	オーダードリブン電子市場	なし
マルタ	マルタ証券取引所	オーダードリブン電子市場	なし
エストニア	エストニア証券取引所	オーダードリブン電子市場	最大1
キプロス	キプロス証券取引所	オーダードリブン電子市場	なし
エジプト	カイロ証券取引所	オーダードリブン電子市場	なし
トルコ	イスタンブール証券取引所	オーダードリブン電子市場	なし
インド	ボンベイ証券取引所	オーダードリブン電子市場	なし

(注) 1. 「最低1」は必ず1社以上必要な国。「ほぼ1以上」とは、マーケットメイカー取引が禁じられていない銘柄で、1社以上のマーケットメイカーが存在することを意味する。

(出所) Charitou and Panayides(2009)を基に筆者作成

図表 4 1 : 上場廃止基準の日米比較

	日本 新JASDAQ	日本 JASDAQ	日本 マザーズ	アメリカ NASDAQ ¹
株主数	150人	150人	150人	400人
流通株式時価総額	2.5億円 ²	-	2.5億円 ²	\$5m
流通株式数	500単位	-	-	500,000
株式流通比率	-	-	5%	-
時価総額	-	5億円	5億円 ³	\$35m ⁵
純資産 (債務超過条項)	債務超過2年	正	正 (上場後3年間は猶予)	\$2.5m ⁵
利益等	5年連続で営業利益 又は営業CFが負	-	純利益1億円	純利益\$0.5m ⁵
1株株価	10円	2円 ⁴	2円 ⁴	\$1
値付率	-	20%	-	-
株価水準	-	N/A	IPO公募価格の1割	-

(注) 1. Nasdaq Capital Market (小型株) での上場維持基準。

2. 平成22年12月末までは1.5億円未満。

3. 平成22年12月末までは3億円未満。

4. 時価総額が発行済株数の2倍未満になった場合。

5. これらのうちひとつを満たすこと。

(出所) 各証券取引所ウェブサイト公開資料を基に筆者作成

図表４２：日米の事由別上場廃止件数

アメリカ

		1999		2000		2001		2002		2003		2004	
		件数	比率	件数	比率	件数	比率	件数	比率	件数	比率	件数	比率
N Y S E	自発的上場廃止	204	6.6%	225	7.4%	148	5.2%	82	2.9%	77	2.8%	116	4.2%
	非自発的上場廃止	50	1.6%	61	2.0%	65	2.3%	63	2.3%	63	2.3%	18	0.7%
	最低株価基準	6	0.2%	28	0.9%	46	1.6%	43	1.5%	11	0.4%	5	0.2%
	時価総額制限	25	0.8%	44	1.5%	50	1.7%	44	1.6%	12	0.4%	9	0.3%
	破産、財政制限、清算	13	0.4%	19	0.6%	19	0.7%	22	0.8%	8	0.3%	5	0.2%
	SEC報告書滞納	3	0.1%	1	0.0%	3	0.1%	1	0.0%	1	0.0%	3	0.1%
	純有形資産、純利益制限	21	0.7%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
	その他	3	0.1%	2	0.1%	2	0.1%	4	0.1%	2	0.1%	2	0.1%
	上場会社数	3,114		3,025		2,862		2,798		2,783		2,750	
N A S D A Q	自発的上場廃止	433	7.8%	235	4.5%	275	5.4%	289	6.6%	267	6.8%	258	7.8%
	非自発的上場廃止	440	7.9%	240	4.6%	390	7.7%	280	6.4%	193	4.9%	64	1.9%
	最低株価基準	257	4.6%	97	1.9%	218	4.3%	109	2.5%	83	2.1%	7	0.2%
	時価総額制限	0	0.0%	4	0.1%	3	0.1%	8	0.2%	95	2.4%	19	0.6%
	破産、清算	31	0.6%	36	0.7%	79	1.6%	48	1.1%	19	0.5%	16	0.5%
	報告書滞納	40	0.7%	31	0.6%	53	1.0%	32	0.7%	25	0.6%	15	0.5%
	純利益制限	190	3.4%	95	1.8%	138	2.7%	133	3.0%	65	1.6%	16	0.5%
	上場基準不足	93	1.7%	31	0.6%	54	1.1%	0	0.0%	5	0.1%	0	0.0%
	公益営業	28	0.5%	29	0.6%	71	1.4%	17	0.4%	13	0.3%	9	0.3%
	マーケットメーカー不足	40	0.7%	15	0.3%	23	0.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
	その他	57	1.0%	26	0.5%	34	0.7%	11	0.3%	56	1.4%	10	0.3%
	上場会社数	5,583		5,210		5,053		4,363		3,947		3,306	

(出所) Macey et al (2008)

日本

市場	2005年		2006年		2007年		2008年		2009年3月迄	
ジャスダック	56	5.9%	44	4.6%	46	4.7%	72	7.4%	21	9.1%
マザーズ	3	2.5%	3	2.0%	4	2.2%	7	3.6%	3	6.1%
ヘラクレス	7	6.4%	6	4.8%	11	6.5%	12	7.0%	9	21.3%
セントレックス	0	0.0%	0	0.0%	2	6.5%	2	6.3%	0	0.0%
アンビシャス	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	9.1%	1	9.1%
Q-board	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
合計	66	5.6%	53	4.2%	63	4.6%	94	6.7%	34	2.5%

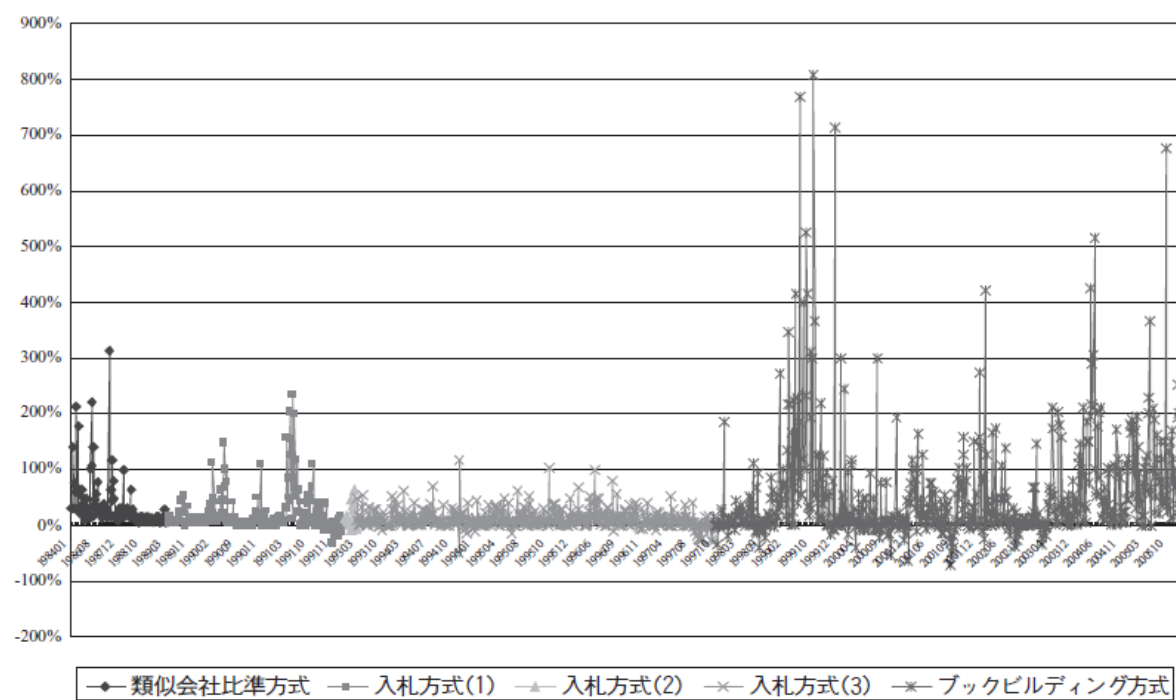
(注) 各年右欄の%は前年末上場企業数に対する割合。2009年3月迄の上場企業数割合は年率換算。

上場廃止理由	ジャスダック	%	マザーズ	%	ヘラク レス	%	セント レックス	%	アンビ シャス	%	合計	%
上場廃止申請 (くら替え)	89	2.2%	0	0.0%	17	2.8%	2	1.6%	0	0.0%	108	33.1%
完全子会社化	78	1.9%	7	1.0%	11	1.8%	1	0.8%	1	2.9%	98	30.1%
全部取得	30	0.7%	1	0.1%	4	0.6%	0	0.0%	1	2.9%	36	11.0%
事業活動の停止	19	0.5%	0	0.0%	6	1.0%	0	0.0%	0	0.0%	25	7.7%
破産・再生・更生	21	0.5%	1	0.1%	4	0.6%	1	0.8%	0	0.0%	27	8.3%
有報等への虚偽記載	4	0.1%	3	0.4%	1	0.2%	0	0.0%	0	0.0%	8	2.5%
有報等・半期提出遅延	2	0.0%	1	0.1%	1	0.2%	0	0.0%	0	0.0%	4	1.2%
債務超過	1	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.3%
銀行取引の停止	2	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.6%
監査意見不表明	5	0.1%	4	0.6%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	9	2.8%
公共・投資者保護	0	0.0%	4	0.6%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	4	1.2%
上場時価総額未達	1	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.3%
株式事務代行 委託契約解除	0	0.0%	1	0.1%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.3%
上場契約違反	0	0.0%	0	0.0%	2	0.3%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.6%
合計	252	6.2%	22	3.1%	46	7.5%	4	3.3%	2	5.8%	326	5.9%
(うち非自発的上場廃止)	36	0.9%	14	2.0%	8	1.3%	1	0.8%	0	0.0%	59	1.1%

(注) 2005年から2009年3月迄の合計値。各年右欄の%は2004年末から2008年末の上場企業数合計に対する割合。

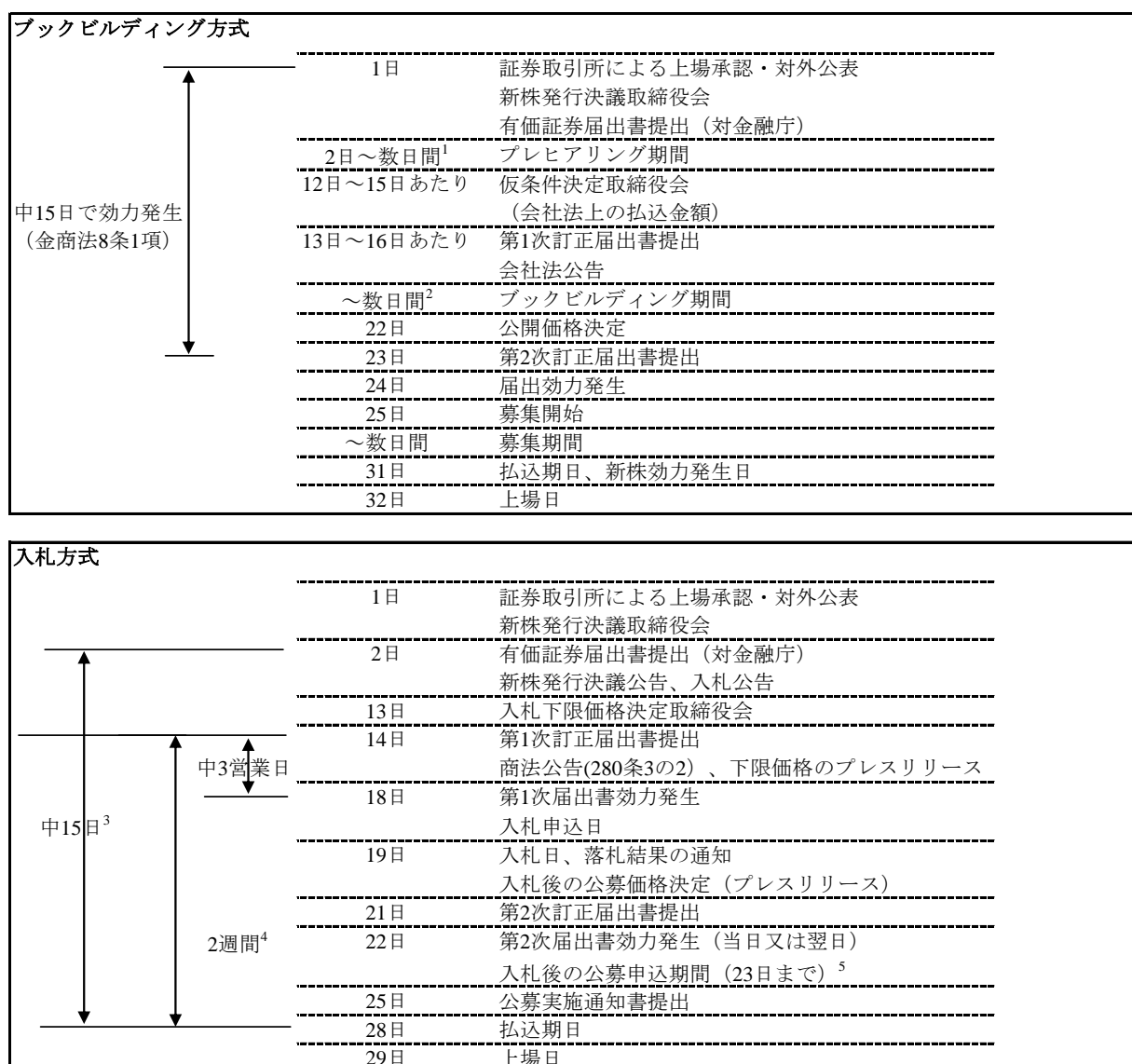
(出所) 日本証券業協会「新興市場のあり方を考える委員会報告書」(平成21年5月19日)を基に筆者作成

図表 4 3 : ジャスダック市場のアンダープライシング



(出所) 忽那(2007)より転載

図表 4 4 : ブックビルディングと入札方式の実務フロー



- (注) 1. 東証の「新規上場の手引き2009」による。但し、「株式上場の実務」(金融財政事情研)によれば8営業日程度とされる。
 2. 東証の「新規上場の手引き2009」による。但し、「株式上場の実務」(金融財政事情研)によれば1週間程度とされる。
 3. 東証の「新規上場の手引き1996」による。但し、期間は30日まで延長可能とされる。
 4. 東証の「新規上場の手引き1996」による。但し、「新株発行ハンドブック」(商事法務研究会)によれば2週間以上とされる。
 5. 東証の「新規上場の手引き1996」による。但し、「新株発行ハンドブック」(商事法務研究会)によれば10日以内とされる。

(出所)「新規上場の手引き 2009」、「新規上場の手引き 1996」、「株式上場の実務」を基に筆者作成

図表 45：プレヒアリングにおけるヒアリング内容

株価・バリュエーション
1. 発行体の比較対象となる類似企業をあげて下さい。 () () () () () ()
2. 購入してもよい価格（公募価格）を教えてください。 _____円
3. 上場後のセカンダリーマーケットでの価格として適切だと思われる株価（フェアバリュー）を教えてください。 価格： _____円
4. 上記バリュエーションを行うにあたり基準とする決算期 <input type="checkbox"/> 2010/3（予想） <input type="checkbox"/> 2009/3（実績） <input type="checkbox"/> その他決算期(H /)
5. 上記バリュエーションにおいて重視する指標と適切だと思われる倍率を教えてください（複数回答可） <input type="checkbox"/> PER()倍 <input type="checkbox"/> PBR()倍 <input type="checkbox"/> EV/EBITDA()倍 <input type="checkbox"/> DCF <input type="checkbox"/> PCFR()倍 <input type="checkbox"/> その他()
投資魅力および懸念点
1. 発行体の投資魅力をあげて下さい。
2. 発行体の懸念事項をあげて下さい。
ブックビルディングへの参加予定
<input type="checkbox"/> 参加 <input type="checkbox"/> 多分参加 <input type="checkbox"/> 多分不参加 <input type="checkbox"/> 不参加 <input type="checkbox"/> 未定 不参加の場合はその理由を教えてください
投資姿勢
1. 日本株市場について <input type="checkbox"/> 強気 <input type="checkbox"/> やや強気 <input type="checkbox"/> 中立 <input type="checkbox"/> やや弱気 <input type="checkbox"/> 強気
2. 新規公開株市場について <input type="checkbox"/> 強気 <input type="checkbox"/> やや強気 <input type="checkbox"/> 中立 <input type="checkbox"/> やや弱気 <input type="checkbox"/> 強気

（出所）実務家へのヒアリング内容等を踏まえ筆者作成

図表 4 6 : 主要証券会社の割り当て方針

証券会社名	個人への配分予定数量の10%に対する抽選	完全抽選割合が10%を超える？	補記
いちよし	実施	超える。15%が完全抽選。85%が一部顧客を優先する抽選	引受株数の20%を機関投資家に、72%を個人、8%を一般法人に割当。個人、法人に割り当てられる株のうち、15%を完全抽選、85%をステージ抽選（顧客属性に応じて抽選配分割合が変わる抽選）。抽選対象者はブックビルディング期間中に需要申告を行った投資家。
日興コーディアル	実施	超える場合もある。最大20%分を完全抽選	完全抽選以外での割当株数は、完全抽選での株数の10倍以内とする。
大和証券	実施	超える場合もある。抽選への申込み数量が、販売数量を上回る場合は15%を完全抽選、5%を優先抽選（上回らない場合は10%の完全抽選のみ）	完全抽選以外にも、顧客の保有する「交換ポイント」を基準とした優先抽選も実施される。原則として価格決定のためのブックビルディングは受け付けていない。
みずほインベスターズ	実施	超える場合もある。10%以上を完全抽選。残りを優先抽選	優先抽選対象者は預かり資産、手数料、取引年数、売買金額、売買単元数を基にポイント換算。上限5単位。配分回数の制限あり。半期を通じて5回まで、ホットインシュアでは1人1単元。
東海東京	実施	超えない。10%を完全抽選。残りを優先抽選	優先抽選対象者は、6ヵ月ごとの預かり資産金額や手数料によって決まる。上限5単位。
野村	実施	超える場合もある。10%以上を完全抽選	完全抽選以外での割当株数は、完全抽選での株数の10倍以内とする。
UBS	実施しない	抽選は実施しない	申込み総量が配分予定数量を上回る場合は、原則として比例配分。ブックビルディングに需要申告していない客にも配分を行うと明記。
大和証券 SMBC	実施しない	抽選は実施しない	ホールセール業務に特化のため原則として抽選は採用しない。ブックビルディングに需要申告していない客にも配分を行うと明記。
マネックス	実施	超える。当社配分量の全てを完全抽選	ブックビルディング期間中に需要申告を行った投資家が抽選の対象者。配分株数は1投資単位。
SBI	実施	超える。70%を完全抽選、30%を優先抽選	年間の配分回数上限は8回。

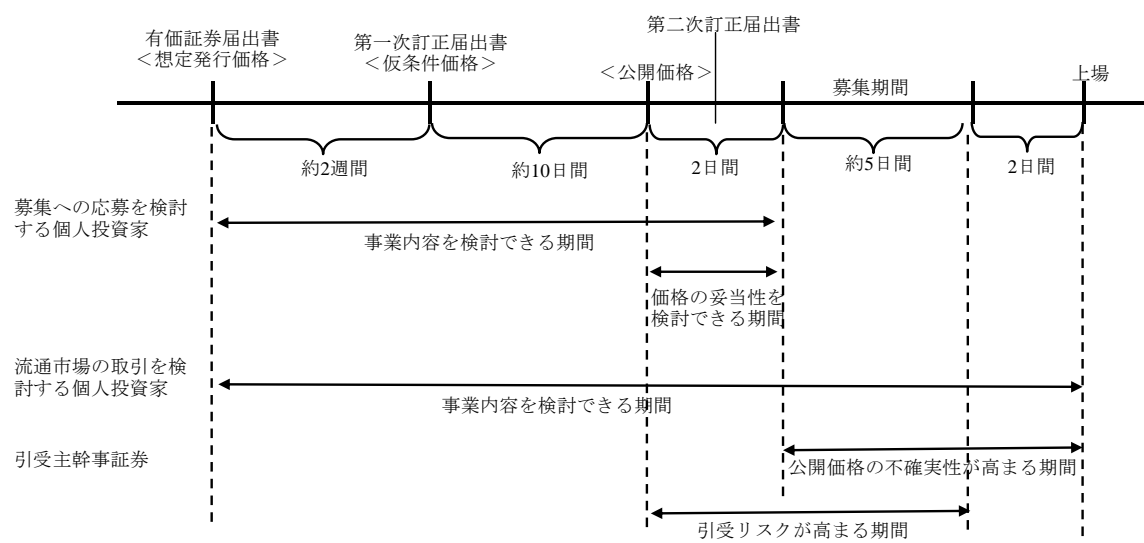
（出所）各社公表資料を基に筆者作成

図表 4 7 : 本邦における情報開示制度

	取引所上場	店頭登録	公募 (前提：非上場・非店頭市場)	グリーンシート (前提：公募しない場合)
①対象株券	無制限 (但し、審査基準等を満たすもの)	無制限 (但し、審査基準等を満たすもの)	無制限	非上場・非店頭登録の内国株券のみ (但し、証券業協会が規則で定めるもの)
②対象投資家	無制限	無制限	無制限	無制限
③開示規制				
(1)発行開示	法定開示	法定開示	法定開示	自主規制開示
(2)継続開示	法定開示 ・ 有価証券報告書 ・ 四半期報告書 ・ 内部統制報告書 ・ 臨時報告書	法定開示 ・ 有価証券報告書 ・ 四半期報告書 ・ 内部統制報告書 ・ 臨時報告書	法定開示 ・ 有価証券報告書 ・ 半期報告書 ・ 臨時報告書	自主規制開示
(3)英文開示	平成21年3月31日までに実施	同左	同左	-
(4)外国企業に許容される会計基準	金融庁長官が認めるもの	金融庁長官が認めるもの	金融庁長官が認めるもの	-
(5)その他の開示規制	適時開示 (証券取引所規則)	適時開示 (証券取引所規則)	なし	適時開示 (証券取引所規則)
④転売規制	なし	なし	なし	なし
⑤公開買付け規制の適用				
(1)第三者による公開買付け	あり	あり	あり	なし
(2)発行者による公開買付け	あり	あり	なし	なし
⑥大量保有報告規制の適用	あり	あり	なし	なし

(出所) 筆者作成

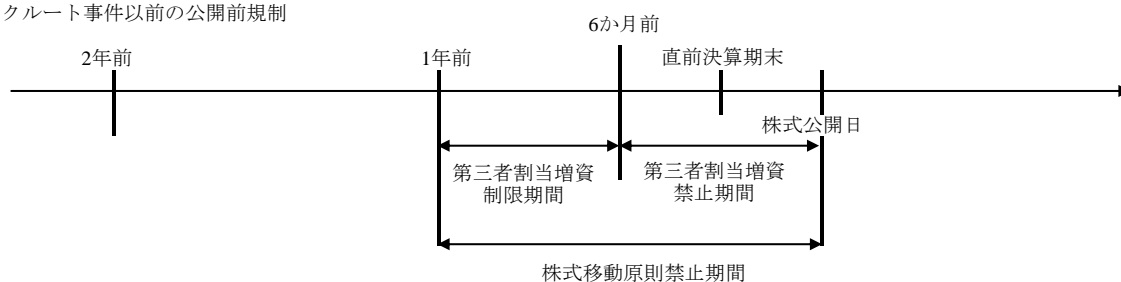
図表 4 8 : 本邦における情報開示間隔



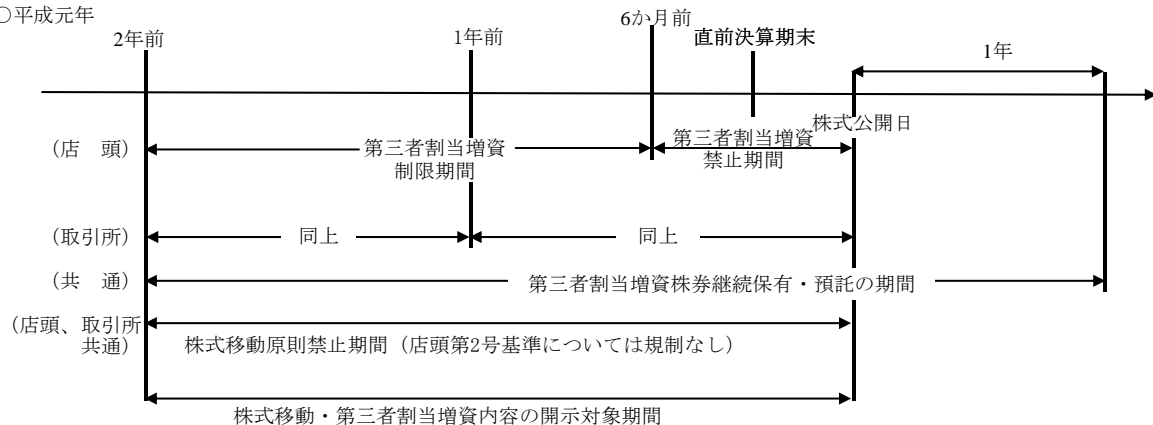
(出所) 筆者作成

図表 4 9 : 公開前規制の変遷

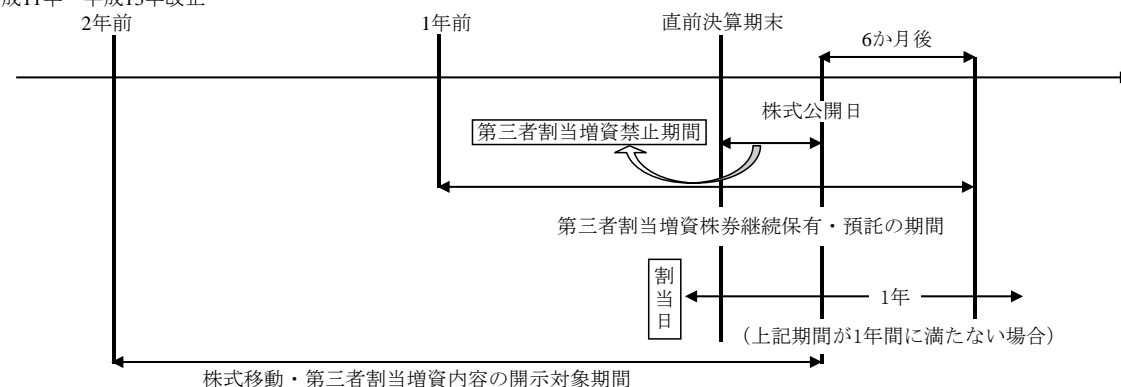
○リクルート事件以前の公開前規制



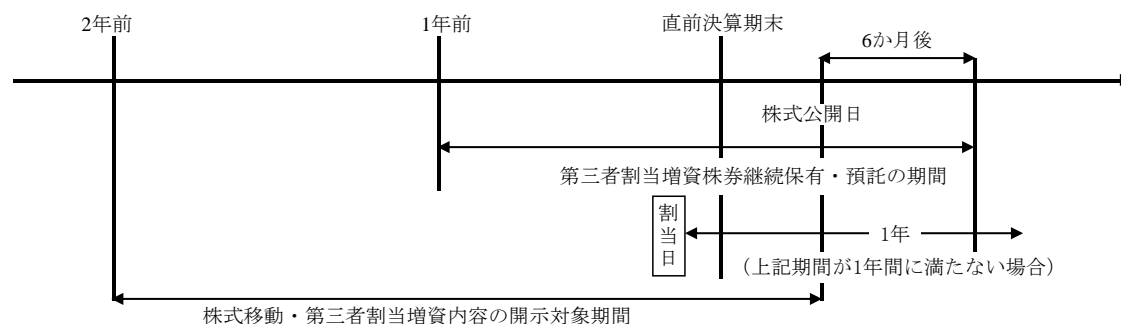
○平成元年



○平成11年～平成13年改正



○現行規制 (平成13年9月4日施行)



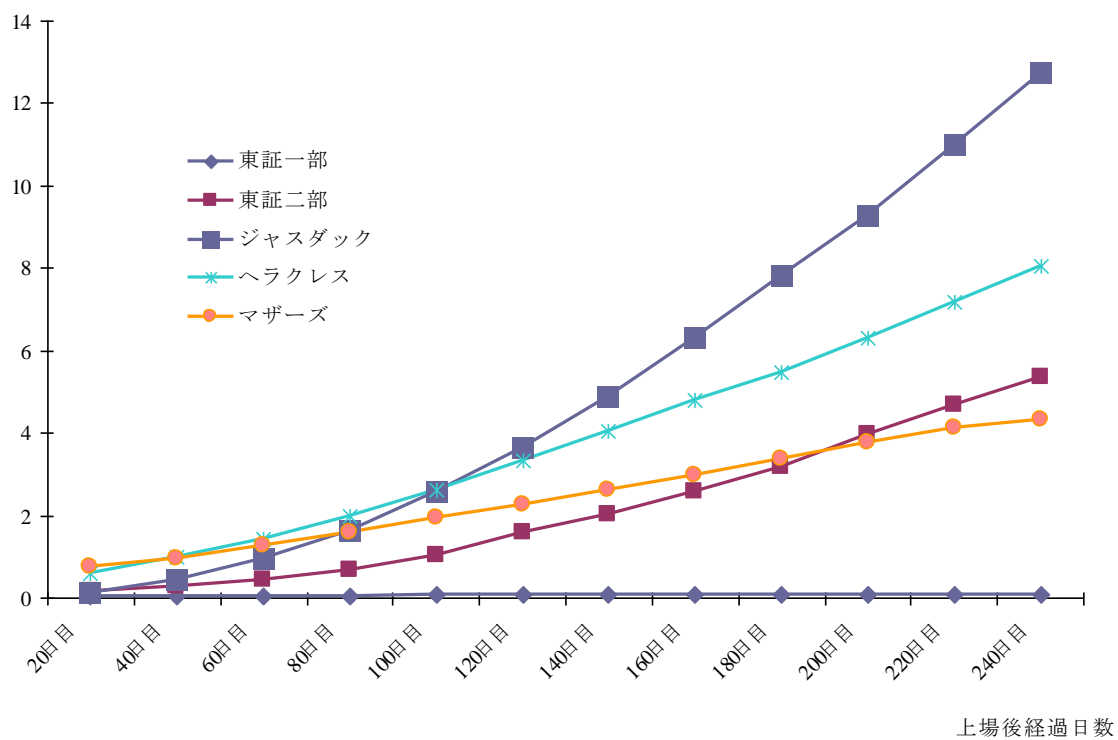
(出所) 筆者作成

図表 5 0 : 本邦主要市場における貸借銘柄指定割合

	東証市場第1部		東証市場第2部		ジャスダック		東証マザーズ	
	制度信用 銘柄	貸借銘柄	制度信用 銘柄	貸借銘柄	制度信用 銘柄	貸借銘柄	制度信用 銘柄	貸借銘柄
1997年末	98.87%	76.79%	57.11%	5.65%	-	-	-	-
1998年末	99.55%	79.18%	58.03%	5.22%	-	-	-	-
1999年末	99.56%	83.50%	64.64%	10.08%	-	-	-	-
2000年末	99.52%	86.25%	60.28%	13.82%	-	-	-	-
2001年末	99.33%	86.26%	60.07%	14.24%	-	-	-	-
2002年末	99.87%	86.43%	61.62%	15.15%	-	-	-	-
2003年末	99.54%	85.33%	63.09%	15.64%	-	-	-	-
2004年末	99.44%	84.78%	71.27%	18.85%	21.40%	6.60%	-	-
2005年末	98.11%	82.53%	81.42%	20.75%	36.78%	8.46%	48.34%	15.89%
2006年末	98.50%	82.34%	85.34%	22.00%	49.18%	10.08%	66.84%	18.72%
2007年末	98.97%	82.10%	86.94%	22.48%	52.76%	10.61%	72.73%	19.70%
2008年末	99.25%	82.49%	87.66%	21.86%	54.36%	10.01%	72.73%	18.69%

(出所) 東証、ジャスダックのウェブサイトを基に筆者作成

図表 5 1 : 市場別の約定未成立日数の推移（平均値）



(注) 縦軸は、上場後の約定未成立日（累積）を示す。

(出所) 脇屋勝氏からデータの提供を受け、脇屋（2009）の図表 9 を複製

図表５２：グリーンシートから新興市場に上場した銘柄一覧

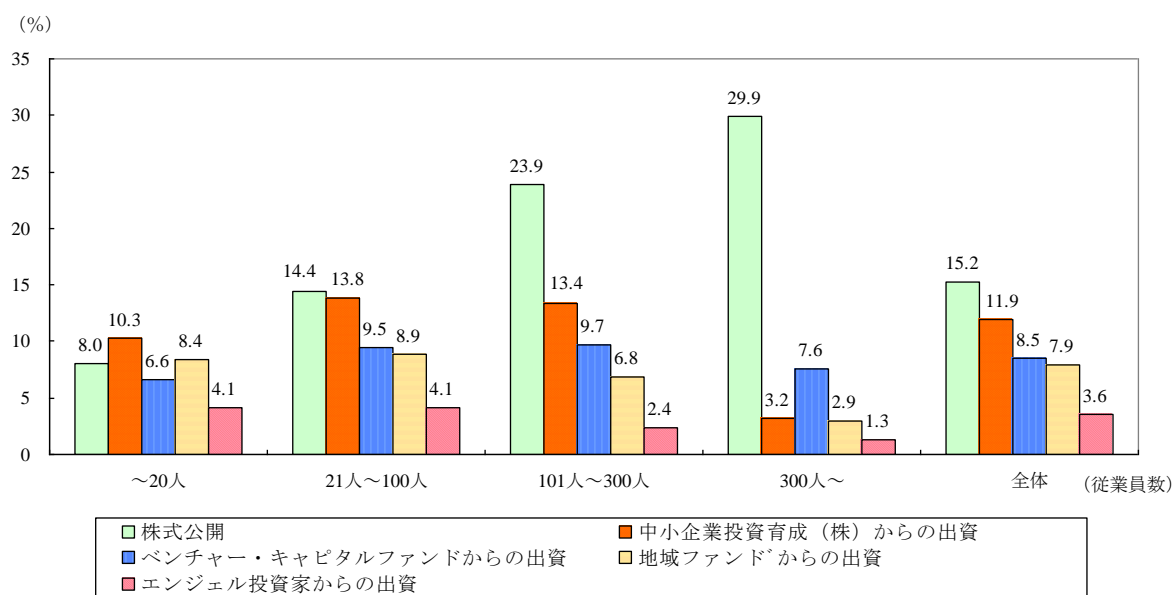
銘柄名	上場先市場	上場日	上場承認日	GS最終 取引日 ¹	GS最終 取引価格	GS直近10 取引日 平均価格
オストジャパングループ	札幌アンビシャス	2007/9/10	2007/8/6	2007/8/1	239,000	238,700
インネクスト	札幌アンビシャス	2007/2/14	2007/1/15	2007/1/15	57,000	56,300
マルマエ	マザーズ	2006/12/26	2006/11/28	2006/11/7	550,000	559,500
ラ・アトレ	ヘラクレス	2006/6/12	2006/5/9	2006/5/1	450,000	444,500
エイジア	マザーズ	2005/10/5	2005/8/30	2005/8/29	1,010,000	793,000
アルファ・トレンド	札幌アンビシャス	2004/3/16	2004/2/12	2004/1/8	67,000	69,350
イーディーコントライブ	マザーズ	2003/5/1	2003/4/1	2003/4/1	45,000	38,800
ビジネス・ワン	福岡Q-Board	2003/2/14	2003/1/8	2002/12/25	69,000	64,600

銘柄名	(a) GS直近25 取引日 平均価格 ²	想定発行 価格	仮条件		(b) 公募価格	(c) 初値	(c)/(b)-1 アンダープ ライシング	(b)/(a)-1 GS価格対 公募価格	(c)/(a)-1 GS価格対 初値
			下限	上限					
オストジャパングループ	198,174	117,000	97,000	117,000	117,000	101,000	-13.7%	-41.0%	-49.0%
インネクスト	69,317	35,000	29,000	35,000	35,000	28,500	-18.6%	-49.5%	-58.9%
マルマエ	547,167	470,000	420,000	470,000	470,000	1,010,000	114.9%	-14.1%	84.6%
ラ・アトレ	360,192	279,000	260,000	300,000	300,000	650,000	116.7%	-16.7%	80.5%
エイジア	368,533	300,000	280,000	320,000	320,000	672,000	110.0%	-13.2%	82.3%
アルファ・トレンド	121,500	60,000	55,000	65,000	65,000	150,000	130.8%	-46.5%	23.5%
イーディーコントライブ	33,350	25,000	20,000	25,000	25,000	41,000	64.0%	-25.0%	22.9%
ビジネス・ワン	61,500	55,000	50,000	60,000	60,000	35,000	-41.7%	-2.4%	-43.1%

(注) 1. 取引所の上場承認が降りた日にGSの指定取消し銘柄となっている。従って、GSでの最終取引日から取引所上場までは約1ヶ月間空いている。
2. 取引が成立した直近の25日の平均値（GSでは毎日取引が成立する銘柄はほぼ皆無）。ただし、アルファ・トレンドはGS登録後13取引日しか存在しないためその平均値とした。
3. 表中の企業以外に、カワセコンピュータサプライが2001年3月にGS登録銘柄から取引所上場を果たしたが、GS取引価格が入手不能なため除外。

(出所) 日本証券業協会のデータを基に筆者作成

図表 53：エクイティ・ファイナンスへの関心（従業員規模別）

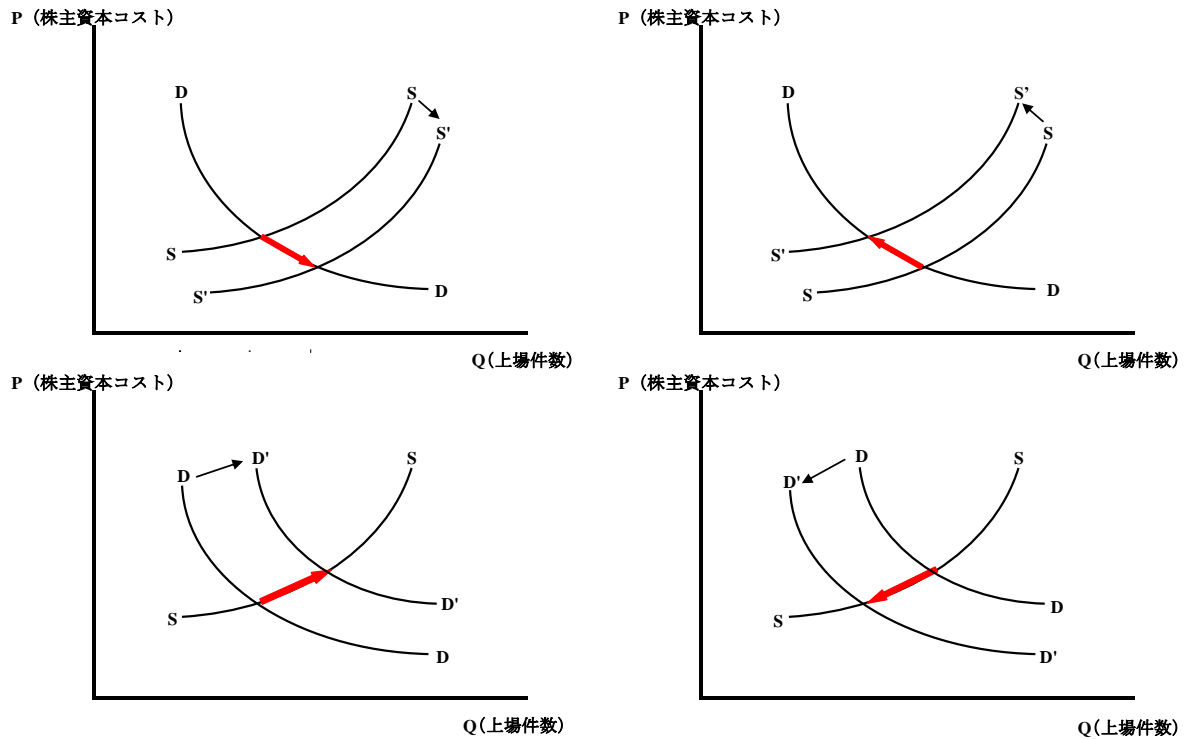


- (注) 1. 各資金調達手段について「関心がある」と回答した企業の割合を集計。
 2. ベンチャーキャピタル・ファンドとは、高い成長性が見込まれる未公開業に対し、資金をエクイティ（株式）投資の形で提供し、経営支援等を通じて企業価値を高め、株式公開によるキャピタルゲインを得ることを目的とする基金を指す。
 3. 地域ファンドとは、主に地元金融機関・地元企業、地方公共団体などが主体となってファンドに出資を行い、限定された地域における企業に投資を行うために組成された基金を指す。
 4. エンジェル投資家とは、創業期の企業へ個人投資を行うことで、将来の株式公開によるキャピタルゲイン等の高いリターンを求める一般投資家を指す。

（出所）中小企業白書(2008)に記載されている(株)東京商工リサーチ「資金調達に関する実態調査」（2007年11月）のアンケート結果

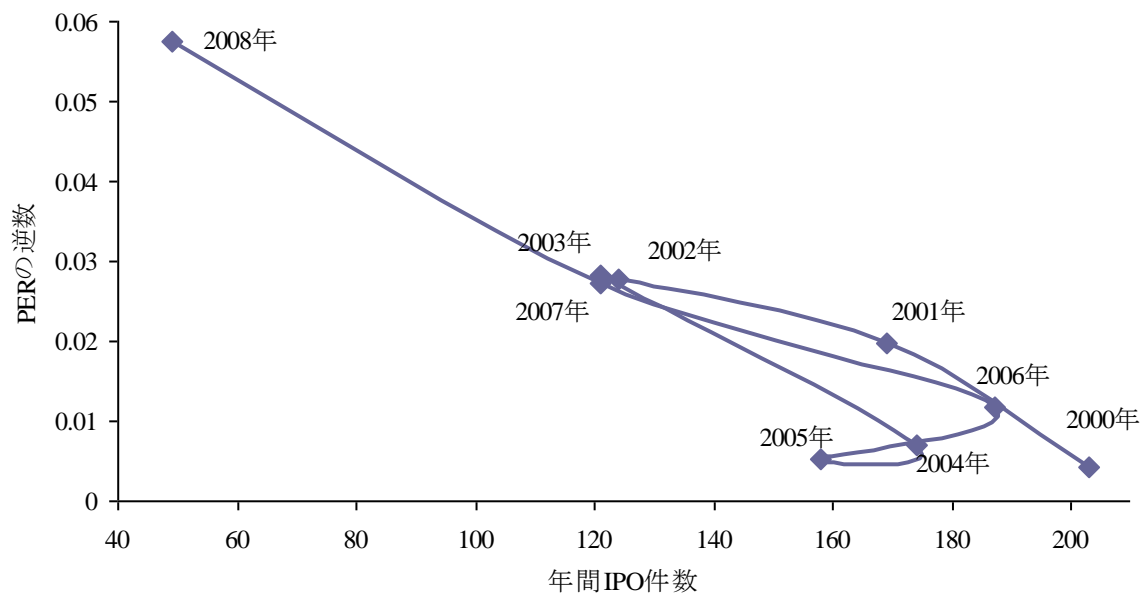
図表 5 4 : 2000 年以降の需給動向 (IPO 件数と資本コスト)

(1) 需給変動の類型化



(出所) 筆者作成

(2) 2000 年以降の需給動向



(注) PER は初値ベースでの予想 PER。

(出所) Tokyo IPO のデータを基に筆者作成

図表５５：資金使途別比率

上場年	観察数	設備投資		負債返済		運転資金		余資運用	
2001	169	119	70.4%	42	24.9%	45	26.6%	28	16.6%
2002	124	81	65.3%	35	28.2%	36	29.0%	25	20.2%
2003	121	75	62.0%	28	23.1%	37	30.6%	28	23.1%
2004	175	121	69.1%	36	20.6%	53	30.3%	18	10.3%
2005	158	104	65.8%	48	30.4%	60	38.0%	31	19.6%
2006	188	136	72.3%	66	35.1%	64	34.0%	33	17.6%
2007	121	82	67.8%	31	25.6%	33	27.3%	17	14.0%
2008	49	36	73.5%	10	20.4%	14	28.6%	8	16.3%
合計	1,105	754	68.2%	296	26.8%	342	31.0%	188	17.0%

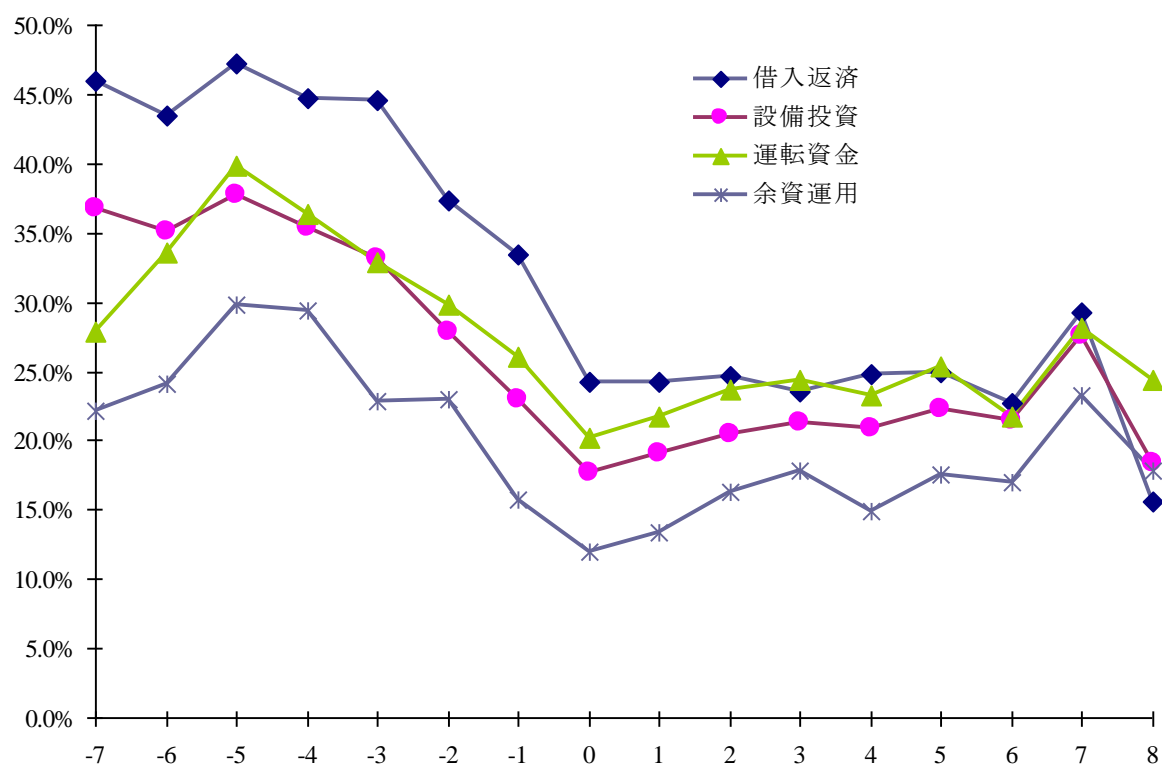
上場市場	観察数	設備投資		負債返済		運転資金		余資運用	
東証1部、2部	142	90	63.4%	42	29.6%	23	16.2%	24	16.9%
東証マザーズ	214	172	80.4%	39	18.2%	75	35.0%	55	25.7%
ジャスダック	487	330	67.8%	145	29.8%	144	29.6%	50	10.3%
大証ヘラクレス	183	124	67.8%	41	22.4%	65	35.5%	50	27.3%
名証セントレックス	35	18	51.4%	17	48.6%	14	40.0%	6	17.1%
福証Q-Board	10	3	30.0%	3	30.0%	6	60.0%	0	0.0%
札証アンビシャス	13	8	61.5%	3	23.1%	9	69.2%	1	7.7%
大証2部	16	8	50.0%	5	31.3%	4	25.0%	2	12.5%
その他	5	1	20.0%	1	20.0%	2	40.0%	0	0.0%
合計	1,105	754	68.2%	296	26.8%	342	31.0%	188	17.0%

業種	観察数	設備投資		負債返済		運転資金		余資運用	
水産・農林業、鉱業	3	0	0.0%	1	33.3%	1	33.3%	0	0.0%
建設業	18	7	38.9%	5	27.8%	11	61.1%	3	16.7%
食料品	18	9	50.0%	8	44.4%	4	22.2%	1	5.6%
製造業	73	56	76.7%	31	42.5%	18	24.7%	5	6.8%
金属製品、非鉄金属	17	15	88.2%	6	35.3%	0	0.0%	0	0.0%
機械	38	26	68.4%	14	36.8%	9	23.7%	1	2.6%
電気機器	54	44	81.5%	25	46.3%	16	29.6%	4	7.4%
不動産業	93	29	31.2%	10	10.8%	45	48.4%	11	11.8%
運輸、倉庫・運輸関連業	13	9	69.2%	4	30.8%	2	15.4%	2	15.4%
情報・通信業	154	126	81.8%	30	19.5%	61	39.6%	35	22.7%
電気・ガス	4	2	50.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
サービス業	319	222	69.6%	71	22.3%	106	33.2%	81	25.4%
化学	26	23	88.5%	10	38.5%	3	11.5%	4	15.4%
卸売業	92	52	56.5%	36	39.1%	38	41.3%	17	18.5%
小売業	135	113	83.7%	38	28.1%	16	11.9%	20	14.8%
銀行、証券、保険など金融業	48	21	43.8%	7	14.6%	12	25.0%	4	8.3%
合計	1,105	754	68.2%	296	26.8%	342	31.0%	188	17.0%

(注) 産業分類はTokyo IPOの採用する東証33業種を基に分類（製造業には繊維製品、パルプ・紙、石油・石炭、ゴム製品、ガラス・土石製品、輸送用機器、精密機器、その他製品、医薬品を含む）。

(出所) Tokyo IPO のデータを基に筆者作成

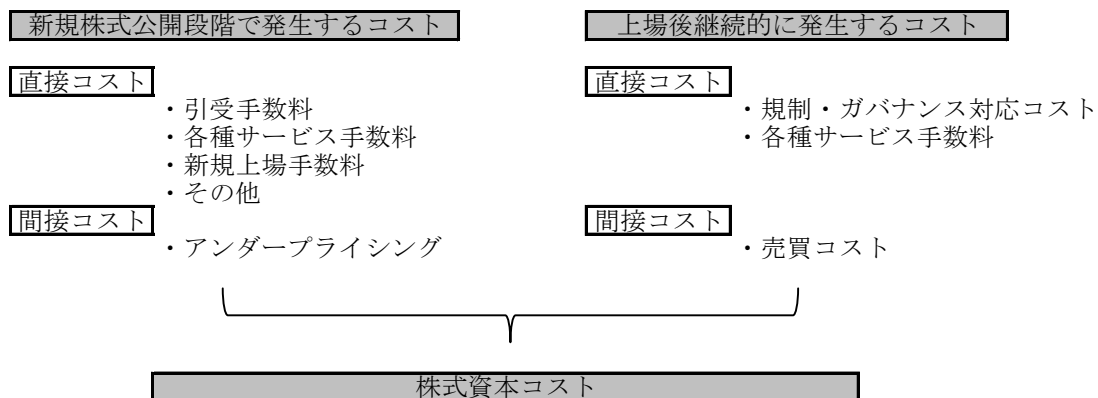
図表 5 6 : 資金使途別・上場前後のレバレッジ比率の変化



(注) 縦軸は有利子負債対総資産割合、横軸は 0 を上場年とする時間を示す。

(出所) 有利子負債、総資産金額は Quick AMSUS。上場資金の資金使途の情報は Tokyo IPO を基に筆者作成

図表 5 7 : 資本コストの構成要素



(出所) Oxera(2006)

図表 58：新規公開企業と中小企業の業種別分布

	中小企業全体		IPO予定・希望群		新規上場企業計	
	企業数	割合	企業数	割合		
水産・農林業、鉱業	9,876	0.8%	0	0.0%	4	0.3%
建設業	365,973	29.2%	NA	NM	23	1.8%
食料品	22,382	1.8%	NA	NM	22	1.7%
製造業	80,592	6.4%	188	21.9%	84	6.4%
金属製品、非鉄金属、鉄鋼	26,335	2.1%	NA	NM	21	1.6%
機械	27,344	2.2%	NA	NM	45	3.4%
電気機器	14,194	1.1%	NA	NM	71	5.4%
不動産業	62,696	5.0%	58	6.7%	99	7.6%
運輸・倉庫・運輸関連業	34,877	2.8%	25	2.9%	17	1.3%
情報・通信業	7,776	0.6%	NA	NM	159	12.2%
電気・ガス	1,415	0.1%	NA	NM	4	0.3%
サービス業	221,742	17.7%	395	45.9%	390	29.8%
化学	4,504	0.4%	NA	NM	29	2.2%
卸売業	186,447	14.9%	130	15.1%	116	8.9%
小売業	179,151	14.3%	55	6.4%	172	13.1%
銀行、証券、保険など金融業	7,366	0.6%	9	1.0%	52	4.0%
合計	1,252,670	100.0%	860	100.0%	1,308	100.0%

	東証1部		東証2部		東証マザーズ		ジャスダック		大証ヘラクレス	
	新規上場企業数		新規上場企業数		新規上場企業数		新規上場企業数		新規上場企業数	
水産・農林業、鉱業	2	3.5%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.3%	0	0.0%
建設業	1	1.8%	2	1.8%	2	0.8%	11	1.9%	3	1.4%
食料品	0	0.0%	5	4.6%	2	0.8%	10	1.7%	2	0.9%
製造業	7	12.3%	7	6.4%	12	5.0%	42	7.2%	7	3.2%
金属製品、非鉄金属、鉄鋼	3	5.3%	4	3.7%	0	0.0%	12	2.1%	1	0.5%
機械	2	3.5%	7	6.4%	3	1.2%	29	5.0%	2	0.9%
電気機器	4	7.0%	6	5.5%	12	5.0%	38	6.5%	7	3.2%
不動産業	4	7.0%	8	7.3%	16	6.6%	48	8.2%	8	3.6%
運輸・倉庫・運輸関連業	1	1.8%	4	3.7%	2	0.8%	5	0.9%	3	1.4%
情報・通信業	3	5.3%	10	9.2%	66	27.4%	38	6.5%	29	13.2%
電気・ガス	1	1.8%	2	1.8%	1	0.4%	0	0.0%	0	0.0%
サービス業	14	24.6%	15	13.8%	88	36.5%	154	26.4%	100	45.5%
化学	0	0.0%	6	5.5%	1	0.4%	18	3.1%	3	1.4%
卸売業	1	1.8%	13	11.9%	9	3.7%	65	11.1%	16	7.3%
小売業	2	3.5%	13	11.9%	22	9.1%	100	17.1%	24	10.9%
銀行、証券、保険など金融業	12	21.1%	7	6.4%	5	2.1%	12	2.1%	15	6.8%
合計	57	100.0%	109	100.0%	241	100.0%	584	100.0%	220	100.0%

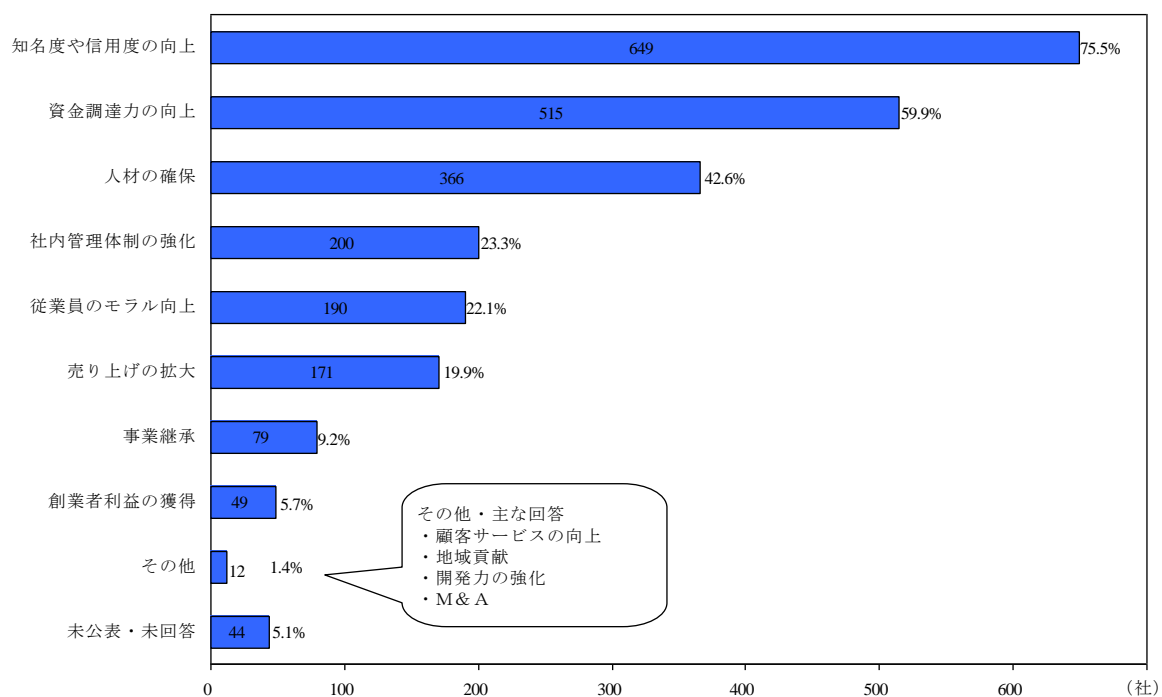
	名証セントレクス		福証Q-Board		札アンビシャス		大証2部		その他	
	新規上場企業数		新規上場企業数		新規上場企業数		新規上場企業数		新規上場企業数	
水産・農林業、鉱業	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
建設業	0	0.0%	1	10.0%	0	0.0%	0	0.0%	3	27.3%
食料品	0	0.0%	0	0.0%	1	7.7%	0	0.0%	2	18.2%
製造業	2	5.7%	0	0.0%	1	7.7%	6	21.4%	0	0.0%
金属製品、非鉄金属、鉄鋼	0	0.0%	1	10.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
機械	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	7.1%	0	0.0%
電気機器	0	0.0%	0	0.0%	1	7.7%	2	7.1%	1	9.1%
不動産業	7	20.0%	3	30.0%	0	0.0%	4	14.3%	1	9.1%
運輸・倉庫・運輸関連業	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	3.6%	1	9.1%
情報・通信業	8	22.9%	1	10.0%	4	30.8%	0	0.0%	0	0.0%
電気・ガス	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
サービス業	7	20.0%	2	20.0%	5	38.5%	4	14.3%	1	9.1%
化学	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	3.6%	0	0.0%
卸売業	5	14.3%	2	20.0%	0	0.0%	4	14.3%	1	9.1%
小売業	6	17.1%	0	0.0%	1	7.7%	3	10.7%	1	9.1%
銀行、証券、保険など金融業	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	3.6%	0	0.0%
合計	35	100.0%	10	100.0%	13	100.0%	28	100.0%	11	100.0%

(注) 1. 新規上場企業数は2000年から2008年の間に上場をした企業のすべてが対象（データはTokyo IPO）。

2. 中小企業全体のデータは「帝国データバンク業種別都道府県別企業数（2009年10月13日時点）」の数値を利用（中小企業数のみを抽出したものではないが、同データに含まれる企業のうち、資本金5,000万円以上の企業は10%未満であるため、同データを我が国の中小企業数の代替データとして使用）、上場企業数はAstra Managerより取得。
3. 産業分類はTokyo IPOの採用する東証33業種をもとに集約化して分類。製造業には繊維製品、パルプ・紙、石油・石炭、ゴム製品、ガラス・土石製品、輸送用機器、精密機器、その他製品、医薬品を含む。
4. IPO予定・希望企業数は帝国データバンク第12回「株式上場予定・希望企業動向調査」概要(2009年4月24日)によるが、情報取得が可能であった8つの業種区分のみのデータで分類。不動産業58社には建設業の企業も含む。

(出所) Tokyo IPO、Quick Astra Manager、帝国データバンク業種別都道府県別企業数（2009年10月13日時点）、帝国データバンク第12回「株式上場予定・希望企業動向調査」概要(2009年4月24日)

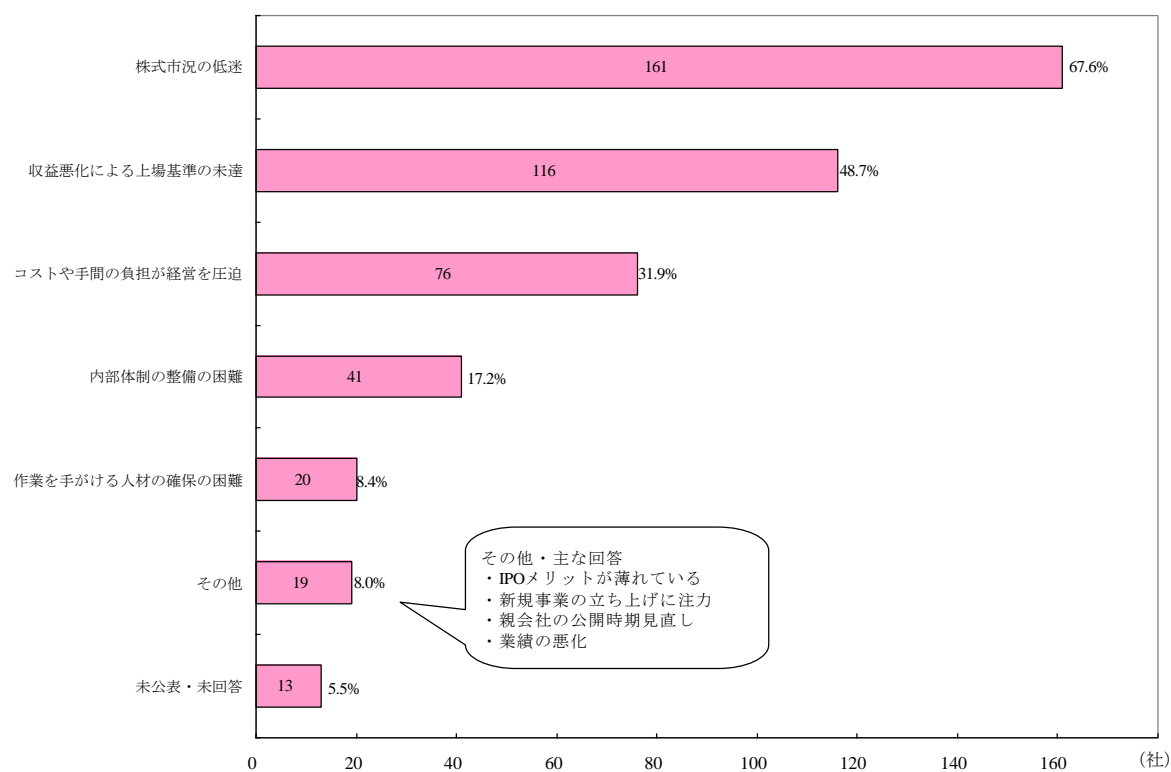
図表５９：株式上場を目指す理由



(注) 1. 複数回答。
2. %は860社に占める割合（選択率）。

(出所) 帝国データバンク(2009)

図表 6 0 : 株式上場の中断理由



(注) 1. 複数回答。対象は上場予定はあるが、準備を中断（上場時期を延期）している企業（238社）。
2. %は238社に占める割合（選択率）。

(出所) 帝国データバンク（2009）



金融庁金融研究研修センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7 号館 金融庁 15 階

Tel.03-3506-6000(内線 3293)

Fax.03-3506-6716

URL. <http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>