

# IPO前後の価格形成

俊野 雅司 CMA

## 目 次

- |              |                      |
|--------------|----------------------|
| 1. はじめに      | 5. 公開価格と初値の関係        |
| 2. 公開価格の決定方法 | 6. IPO後の価格形成と公開価格の評価 |
| 3. 先行研究の整理   | 7. 本稿のまとめと今後の課題      |
| 4. 基礎データ     |                      |

わが国のIPO前後の価格形成過程を振り返ったところ、公開価格の決定方法がブックビルディング（BB）方式へ移行後は、高水準の初値収益率とIPO後の顕著なオーバーパフォーマンスが生じており、公開価格が過小値付けされてきた状況と整合的である。想定発行価格がIPOディスカウントの影響で過小になりやすく、仮条件の上下限値を超える水準で公開価格を決定できないというBB方式に関するわが国特有の制度的慣行が背景である可能性が示唆される。なお、本稿は本文と補論で構成されており、詳細を補論で述べている部分については本文中に注が付されている。

## 1. はじめに

株式市場には、赤字主体である企業の発行する株式を黒字主体である投資家が購入することで、資金過不足を調整する役割がある。この役割を効率的に果たすためには、適切な価格で株式が発行される必要がある。既上場株式の時価発行増資の場合には、過去の株価を基準にして新株の発行価格を合理的に決定しやすい。ところが、新規株式公開（IPO（注1））の際には、基準となる過去の

株価がない状態で上場前の時点で発行価格（「公開価格」という）が決定され、投資家に販売される。上場初日の株価（初値）が高騰しやすいことが知られており、公開価格が低すぎるためではないかという観点からアンダープライシング（過小値付け）と呼ばれている。もしこの呼称が示す通り、公開価格が低すぎるとすれば、発行企業の資金調達額の目減りという形で、公正な資源配分が阻害されている可能性がある。

過小値付けの発生原因については、忽那[2008]



俊野 雅司（としの まさし）

成蹊大学経営学部教授。1981年東京大学法学部卒業、1988年シカゴ大学MBA、2002年早稲田大学大学院商学研究科後期課程修了、2003年同博士（商学）。大和証券、大和総研、大和ファンド・コンサルティング、日本証券アナリスト協会、成蹊大学経済学部教授などを経て、2020年より現職。著書に、『証券論』（有斐閣、共著、2014年）、『オプション』（金融財政事情研究会、共著、2020年）、『ファイナンス論・入門』（有斐閣、共著、2020年）などがある。