

Title	新規上場株式の公開価格に関するディスカウントとその発生要因
Sub Title	Offering price discounts of unseasoned new equity issues at Tokyo stock exchange
Author	鈴木, 貞彦
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1974
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.67, No.11 (1974. 11) ,p.1111(17)- 1129(35)
JaLC DOI	10.14991/001.19741101-0017
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19741101-0017

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

二の、現実の生活に合致するみかたでは、現実的な生きた諸個人そのものから出発して、意識はただかれらの意識としてだけ考察される。」⁽³⁸⁾ (傍点は引用者)

通常、下部構造の上部構造への規定性の強調とみなされるこの一節も、ここでは、人間の生活過程の中での意識と存在の一体性を示すものと理解することができよう。

それゆえ、共産主義も、現実によって一方的に規定される意識の形態ではなく、現実に対して積極的に働きかける現実的な人間たちの、現実的な運動、現実的な「意識」ということになる。

「共産主義とは、われわれにとって確立されるべきなんらかの状態、現実をそれに適合させるべきなんらかの理想 (ユートピア!!—引用者) ではない。われわれが共産主義と名づけるのは、いまの状態を廃棄する現実的な運動である。この運動の諸条件は、現に存在している前提からうまれてくる。」⁽³⁹⁾

総じてマルクスの立場が、独自の領域としての意識や「理念的なるもの」(Das Ideelle)の存在やその能動性を否定するものとするのはあやまりである。それらはまさに人間の労働を特徴づける人間固有の属性である。マルクスが拒否したのは「哲学としての哲学」であり、自分だけの足で立ち、ひとり歩きをする「理念」であって、人間の意識そのものでももちろんないし、その能動性でもない。この意味からすれば、マルクスの経済学といえどもそれ自体実体ではなく、人間の自分自身についての意識であり認識である。そもそも科学さえも実体ではなく、人間の認識なのである。

人間たちは、第一次的には自分たちについての認識を生活過程によって獲得するが、こんどはこの認識にもとづき未来にむかって働きかける。こうして歴史の主体としての精神や理念は否定されたが、人間の自分自身についての意識や精神、「理念的なるもの」、そしてその能動性は、マルクスはこれを正確に保持したのである。こうしてマルクスの思想は理念なきものではない。この「理念的なるもの」は存在するものの意識であり、存在によって拘束されながら、この拘束から自分を解放しようとするところさす意識である。「労働」「働きかけ」そして「実践」とは、肉体と精神とにリアリティを与え、この両者の本来の一体性を保証し、この両者をダイナミックに媒介するものである。このような能動性なしに人間の存在は考えることができず、したがって人間の特性もそれなしには存在しない。「パリ手稿」によって獲得され、「ドイツ・イデオロギー」によって具体化された人間たちの「共同労働」の概念は、単に社会観の内容をなすだけでなく、方法をも規定するものであり、「労働」の概念には人間の自由な働きかけ、能動性が最初から前提されていたのである。

(経済学部助教授)

注(38) Ibid., S. 31, 中野訳 212頁。

(39) Ibid., S. 37, 中野訳 225頁。

(40) その認識の多様性と共通性の根拠は、稿を改めて論じたい。

新規上場株式の公開価格に関する

ディスカウントとその発生要因

鈴木貞彦

目次

- I 序論
- II 分析方法
- III 仮説
- IV 標本および資料
- V 分析結果
- VI 結論
- 主な参考文献

I 序論

1970年以後、東京証券取引所に新規上場された株式の公開価格は、すべての場合に証券市場での最初の寄付き価格に対してディスカウントをつけていた。大きい場合には、ディスカウント率が60%を上回るような状態で公開価格が決定されていた。このような大幅なディスカウントの発生理由として第一に推測できることは、公開会社に関する情報が不十分であって流通市場での取引参加者達が公開会社の価値を過大に評価して最初の寄付き価格を「高すぎる」水準に決定してしまった場合である。このような考え方を採る人々は公開価格の水準は適正であって、流通市場が効率的に情報を吸収しえなかったことを暗黙に主張していることになる。したがって、最初の寄付き価格が成立した後に情報が増えるにつれて市場価格が適正とみなされる公開価格に収斂していくものと期待する。第二に推測できる理由は、公開会社および公開価格の算定にあたって重要な役割をになっている事務幹事引受証券会社が公開会社の価値を過小に評価して公開価格を「低すぎる」水準に決定してしまった場合である。流通市場が効率的に情報を吸収しているのであれば、市場価格はそのような恣意的に決定された公開価格を上回ることになる。したがって、公開価格に関するディスカウントがこのような理由によって発生しているのであれば発行「市場」のもっている資金の効率的配分という機能もゆがめることになる。

資本市場の一部としての新規公開株式「市場」の機能を高めるためには第一に過去にみられたディスカウントが何故発生したのかを解明しておく必要がある。資本市場に関する提言、政策が現実

の事象を客観的に分析することなしに行なわれる場合には非常に見当違いのものになりかねないであろう。

この論文は、このような問題意識のもとに、新規上場株式の公開価格が最初の寄付き価格に対してもつディスカウントがどのような理由によって発生したのかを分析することを目的としている。

II 分析方法

この論文においてディスカウントをDとして次式で示すことにする。

$$D = \frac{P_0 - P_m(0)}{P_m(0)} \quad (1)$$

したがって、Dはディスカウントの時はマイナスになっている。P₀は公開価格であり、P_m(0)は流通市場で初めて成立する価格である。ディスカウントは、この2種類の価格がどのようにして形成されるかに依存している。

まず、流通市場で形成される株価については利益説、配当説をはじめとして非常に多くの仮説が提示されている。ところが、実際に日本の流通市場で株価を形成する要因が何であるかということになると、ケイ線分析が多く発行会社の経営特性との関係を分析した研究が意外に少ない。ケイ線分析は市場参加者の心理状態を主に対象としているので、必ずしも否定されるべきアプローチではないが、経済的基礎データとの関係が必ずしも十分に説明されていない。発行会社の特性を考慮して包括的に株価評価関数を研究したものとしては、吉岡〔26〕が特に詳しい。吉岡の研究においては24個の変数の株式価格へ与える効果が種々の観点から検討されている。計測の結果では、1968年～1970年の期間において1株当り配当および1株当り経常利益は、いずれも1%水準で有意であり、前者は後者のほぼ2倍に近い反応係数を示している。また、成長率(総資産の変化率によって測定)はt値が上記2変数より低くなっているが株価への影響度においては上回っている。一方、負債比率によって測定された財務的危険は効果も弱いうえにt値はさらに低下している。これに対して総資本粗利益率の回帰に対する標準偏差によって測定された営業的危険のt値はあまり高くはないが、株価への影響力は成長率に近い強さをもっている。その他の変数のうちで考慮すべきものとしては規模(総資産によって測定)の効果があるが、これの株価への影響力はあまり大きくなくt値も低い。また、増資率(資本増加率によって測定)は強い効果をもっている。ただ、吉岡の研究は1970年までのデータにもとづいたものであり、その後の時価発行増資の増加がどのような効果を与えたかについては解明されていない。このほか、ダミーとして産業別(繊維、鉄鋼、機械)についても分析しているが、t値が比較的高くなっている。

次に参考文献としてあげられるのは、日興リサーチ・センター〔10〕である。この研究は、1969

年、1971年および1972年の各上期の経営指標を基礎にクロス・セクションの分析をしている。1株当り配当金、1株当り利益および1株当り純資産と株価との関係を代表的30社について分析した結果は次のようになっている。⁽¹⁾

	コンスタント項	1株当り配当	1株当り利益	1株当り純資産
1969年上期	0.2232	1.3410(56.4%)	0.4218(26.5%)	0.1650(17.1%)
1971年上期	0.4157	1.2694(61.6%)	0.3583(24.9%)	0.1581(13.5%)
1972年上期	0.0146	0.3702(12.5%)	0.1332(6.8%)	0.9058(80.7%)

()内は寄与率

この分析結果によると、1972年には株価に対する1株当り純資産の影響力が強まってきている。一方、1株当り配当は1株当り利益よりも高い寄与率を示している。

上記二つの研究は、流通市場での価格形成にとって関係ある変数がどのようなものであり、株価に対してどの程度の影響力をもっているのかについて示唆を与えてくれている。1株当り配当、1株当り利益は関係のある変数とみなしてよいであろう。また、日興リサーチ・センターの研究結果から1株当り純資産も関係のある変数として含まれる。このほか、吉岡の研究からは成長率と営業的危険を示す変数も含まれることになる。したがって、流通市場での株価評価関数として次のような関係を想定できるであろう。

$$P_m(0) = P_m(d, e, a, g, \sigma_g) \quad (2)$$

dは1株当り配当、eは1株当り利益、aは1株当り純資産、gは1株当り利益の期待成長率、 σ_g は1株当り利益成長率の標準偏差を示している。

次に、公開価格については、公開会社の株価がそれまでに流通市場で成立していないために(2)式の各変数の係数を直接的に導くことはできなく、したがって、公開価格を直接的に算出することはできない。したがって、(2)式のような株価評価式を前提にして公開価格を決定しようとするれば、各係数の値を当該株式以外の情報によって求めざるを得ない。

現在、東京証券取引所に上場するにあたって用いられている類似会社方式は上述のような各係数の値を公開会社以外のところから求めるための試みの一つである。⁽²⁾この類似会社方式というのは、国税庁が相続税を算定するにあたって用いる類似業種方式を修正したもので、公開会社がこれから上場しようとしている証券取引所にすでに上場されている会社のなかから当該公開会社と類似する会社を選定し、それら類似会社との比較によって株価を算定しようとする方式である。このことは公開価格の決定にあたって類似会社の選択が非常に大きな影響を与えることを意味している。

通常、公開価格の算定を具体的に行なう事務幹事引受証券会社は1社から3社を類似会社として

注(1) 日興リサーチ・センター『株価分析システムの検討』(東京:日興リサーチ・センター, 1972年), p. 46.

(2) 1970年6月から大蔵省の指導のもとに引受委託幹事証券会社7社の申合せ事項として採用されている。如下, 沖見, 堀, 西浦『中小企業の株式評価』(東京:清文社, 1973年), p. 204.

選定する。⁽³⁾ 一般的に、類似性は次のような変数を考慮して決められているようである。⁽⁴⁾

- (1) 主要事業部門または主要製品
- (2) 部門または製品別の売上高構成
- (3) 業種および成長性 (売上高, 純利益の額およびその伸び率)
- (4) 資本規模
- (5) 配当性向

(1)と(2)に関して類似会社がみあたらない場合には(3), (4)および(5)について類似性の強い上場会社を選定することになる。一方、東京証券取引所でも公開価格の妥当性を検討する立場から独自に選定した類似会社を参考に発表している。事務幹事引受証券会社は東京証券取引所が選定した類似会社のなかから少なくとも1社を公開価格を算定する際に採用しなければならないことになっている。また、事務幹事引受会社が東京証券取引所の選定した会社とは異なる類似会社を選定した場合には、東京証券取引所に対して説明を行なうことを求められている。

このようにして類似会社が選定されると、次に、各類似会社について1株当り配当、1株当り経常利益および1株当り純資産を算出する。類似会社が複数の場合には各変数の値を単純に平均し、この平均値と公開会社の各変数との比率を次式にしたがって算定し、この比率に類似会社の平均価格⁽⁵⁾を乗じて公開会社の類似価格を算定することになる。

$$p = \frac{1}{3} \left(\frac{d}{\bar{d}} + \frac{e}{\bar{e}} + \frac{a}{\bar{a}} \right) \cdot \bar{p} \quad (3)$$

p は公開会社の類似株価、 \bar{d} は類似会社の1株当り配当の平均値、 \bar{e} は1株当り経常利益の平均値、 \bar{a} は1株当り純資産の平均値である。これらの値は原則として直近決算期(年2回決算会社の1株当り配当および経常利益については1年分)の数字を用い、その後公開時まで増資があれば修正を加えることになっている。 \bar{p} は類似会社の平均株価であり、原則として公開価格決定前の1カ月間の平均価格をさらに複数の類似会社について単純平均した値である。(3)式を変形すれば

$$p = \frac{\bar{p}}{3\bar{d}} \cdot d + \frac{\bar{p}}{3\bar{e}} \cdot e + \frac{\bar{p}}{3\bar{a}} \cdot a \quad (4)$$

が導かれる。これによって類似価格が(2)式で示された流通市場での価格評価式とどのような関係にあるかが明らかになるであろう。

ところで、類似会社方式はモジリアーニとミラーが用いた「等危険クラス」概念とその操作性において類似している。類似価格を算定するにあたって、危険を示す変数を明示的に導入しなくてもよいのは公開会社と類似会社とが同一危険クラスに属している場合である。しかし、公開会社の株

注(3) 山一証券株式引受部「株式の公開——その前夜まで——(11)」『商事法務』(No. 672, 1974年7月15日), p. 23.

(4) 河辺雅靖, 田口豊, 河本一郎『非公開株式の評価と税務』(東京: 商事法務研究会, 1973年), p. 16.

(5) 河辺雅靖, 田口豊, 河本一郎『前提書』pp. 8~23.

式がそれまで上場されていないこともあって、現実には「等危険クラス」に属する類似会社をみいだすことは非常に困難になっている。このため、実際には公開価格を算定するにあたっては、不確定あるいは危険を示す指標を採用して類似価格を修正することになる。例えば、河辺等によれば山一証券では企業規模の較差を危険の指標とみなして割引係数を次のように算定している。

$$l_s = \frac{1}{3} \left(\frac{R(k)}{R(k_s)} + \frac{R(w)}{R(w_s)} + \frac{R(s)}{R(s_s)} \right) \quad (5)$$

l_s は会社規模による割引係数、 k は資本金、 w は総資産、 s は売上高(または取引高)である。 $R(\)$ は各変数のランクを示すもので、各変数について1から5までのランクがつけられ、規模が大きいほどランクが高くなる。 $\bar{R}(\)$ は各変数についての類似会社のランクの平均値である。 l_s は公開会社の規模が類似会社よりも相対的に大きければ1以上となり、規模が小さいほど0に近づくことになる。修正は l_s だけでは必ずしも十分ではないとみなされ、成長性⁽⁷⁾、財務比率、市場の状況、引受業務上の危険も加味した修正もなされているようである。このうち、財務比率については数多くの比率をどのようにして具体的に比較可能な危険を示す変数に変換するのかが明らかでない。しかも、吉岡の研究から負債比率を無視しても大きな影響はないと思われる。このような理由から、財務比率についてはこの論文では分析を省略することにする。市況の状況については、この分析の対象とする公開会社を第二部市場の場合に限っているため、第二部市場の株価指数はかなりよく市場の状況を反映するとみなしてよいであろう。引受業務上の危険を示す指標には公開株式数や引受会社数が含まれるであろう。以上 l_s 以外の修正要因をまとめると次式のようなになる。

$$l_o = l_o(g, \sigma, m, n, h) \quad (6)$$

m は第二部市場株価指数、 n は公開株式数、 h は引受会社数である。 l_s と l_o とをまとめた修正係数を l とすれば公開価格は

$$P_o = p + bl + u \quad (7)$$

b は計算の単純化のために l を p へ乗せずに加減項として処理するための係数である。 u は公開会社の経営特性とは独立に与えられる修正値である。⁽⁸⁾したがって、ディスカウントは(1)式と(7)式とによって次式のように示すことができる。

$$D = \frac{p + bl + u - P_m(0)}{P_m(0)} \quad (8)$$

ところで、引受会社側では「現在、公開価格の算定はあらゆる点からみて、極めて合理的に行な

注(6) 河辺雅靖, 田口豊, 河本一郎『前提書』pp. 8~23. 他社の調整方式については公表資料からは明らかでない。ただ、インタビューの結果によれば、大手証券4社のうち1社は財務比率を用いて割引率を算出しており、他2社は山一証券や前1社のような明示的な算式による修正を行っていないとのことであった。

(7) 厳密には期待成長率と成長率のパラッキとに分けて考えられるので、この段階で行なわれる修正は、危険部分だけに限定されない結果になっている。

(8) インタビューをしたある会社では、上場会社が時価発行増資をするときにディスカウントをするのと同じ理由によって、さらに10%程度以内で追加的にディスカウントをして公開価格を決定しているとのことであった。

われており、そのため理論的には上場時の寄付き値とあまり大きな乖離がみられることはないはずである。⁽⁹⁾という考えを示しているところもある。それではなぜ「実際に流通市場で受ける評価は公開価格とかなり異なったものになる」⁽¹⁰⁾のであろうか。前述の引受会社の説明によれば「株式流通市場の内部要因として既存の上場銘柄に比較してかなり浮動株が明確に把握できる等々。さらに何が新しいものを求める機運にあるときはそれが非常に強く機能する場合もある」⁽¹¹⁾ことが指摘されている。しかし、流通市場で形成される株価が、このような情報を吸収するのは異常なことであるとして解釈しているように思われる。はたして、大幅なディスカウントが引続き発生していた事実を常に流通市場の異常性に帰すことができるのであろうか。公開価格の算定方法には問題がないのであろうか。

以上の諸問題を整理すれば、ディスカウントの発生要因は次のように要約されるであろう。

- (1) 流通市場で(2)式内の変数の係数についてその安定性が崩れた場合
- (2) 公開価格算定にあたって適当な変数を選択しなかった場合。すなわち、不必要な変数を導入したり、必要な変数を排除したことによる誤差。
- (3) 適当な変数を選択した場合でも、その変数の予測値に関する誤差。
- (4) 適当な変数を選択し、予測値も適当であったとしても(2)式と(7)式との間で係数に差異がある場合。

第1の要因は、流通市場での価格形成にディスカウント発生の原因がある場合で、第2から第4の要因は、公開価格の算定に問題がある場合である。

III 仮説

前節の第1から第4の要因の順に主要変数とディスカウントとの関係は、次のような仮説としてまとめることができるであろう。

A. 流通市場参加者による異常反応

ディスカウントが流通市場参加者の一時的に異常な行動によって発生したのであれば、時間の推移とともに修正されることになるであろう。したがって、ディスカウントが大きいほど上場後の価格下落率は大きくなるであろう。上場後の価格変化率を

$$r(t) = \frac{P_m(t) - P_m(0)}{P_m(0)} \quad (9)$$

注(9) 山一証券株式引受部、前掲「株式の公開」、p. 23.

(10) 山一証券株式引受部、前掲「株式の公開」、p. 23.

(11) 山一証券株式引受部、前掲「株式の公開」、p. 23.

とすれば、ディスカウントとの関係は $\frac{\partial D}{\partial r(t)} > 0$ となるものと推定される。

B. 公開価格決定者側の要因

1株当り配当、1株当り利益、1株当り純資産 各変数の(2)式における係数の値と(4)式における係数の値との大小関係は一義的には明らかではない。もし、(4)式の係数が相対的に低い場合には各変数値の増加はディスカウントを拡大させ、たとえば $\frac{\partial D}{\partial d} < 0$ の関係が仮定される。これに対して(4)式の係数の値が相対的に高い場合には逆に $\frac{\partial D}{\partial d} > 0$ の関係が仮定される。

第二部市場株価指数の変化 事務手続上、公開価格は上場日の2週間前には決定されていなければならない。現実には約40日前に決定されることもあるが、多くの場合には約1カ月前に決定されているとのことである。しかも、公開価格算定の時に基準となる類似会社の株価は、公開価格決定前1カ月間程度の平均株価である⁽¹²⁾。この場合には、上場日の株価を予想して決定するようなことをしていないとのことである。したがって、市況の変化によって類似会社の株価が変化すれば、それに応じて公開会社の最初の寄付き値段も公開価格決定時の水準とは異なる可能性が強まる。したがって、公開価格決定後に上場株式の価格が上昇する場合にはディスカウントも大きくなり $\frac{\partial D}{\partial m} < 0$ の関係が仮定される。

成長性 流通市場で形成される株価への影響力はかなり大きいにもかかわらず、公開価格算定にあたっては類似価格の単なる修正要因として扱われており、公開価格にあまり大きな影響を与えていないのではないかと推定される。この場合には期待成長率が高いほど流通市場での評価との乖離が大きくなりディスカウントも拡大し $\frac{\partial D}{\partial g} < 0$ の関係が仮定される。また、成長率のパラッキについては流通市場では強い負の効果が計測されているにもかかわらず、公開価格算定にあたっては単なる修正要因にすぎない。このためパラッキが大きいほどディスカウントは小さくなり $\frac{\partial D}{\partial \sigma_g} > 0$ の関係が仮定される。

規模調整ファクター 吉岡の研究では、総資産によって計測された規模の効果は弱いにもかかわらず、山一証券方式では類似会社との比較における相対的規模が l_i という形でディスカウントの一要因となっている。したがって、その場合には公開会社の規模が相対的に小さいほどディスカウントは大きくなり $\frac{\partial D}{\partial l_i} > 0$ の関係があるものと仮定されている。

公開株式数 需要の価格弾力性が無限でない領域では、公開株式数の相異は価格に影響を与える。発行者側がこのような関係を前提にして公開株式数に応じて公開価格を下げている場合に、実際の流通市場ではその規模での価格弾力性が無限に近い領域であったとすれば、それは公開株式数の株価へ与える影響力を誤まって予測したことになる。過去の例では多くの場合に新規公開株式に対す

注(12) 山一証券株式引受部、前掲「株式の公開」p. 22.

る需要が強く、公開株数の多少の相異は公開価格を修正するほどの意味をもっていなかったのかもしれない。したがって、公開株数が多いからといって公開価格を下げているとすれば、ディスカウントもそれに伴って大きくなり、 $\frac{\partial D}{\partial n} < 0$ の関係が成立する可能性が強い。

幹事引受会社数 幹事引受会社の数は多い場合には6社にも及ぶことがある。幹事引受会社の数とディスカウントの関係については三種類の推測が可能なるように思われる。

第一の推測は幹事引受会社の数が増えるのは、新規公開株式の販売能力を高めるためであるというものである。この場合には、同時に公開株式の魅力が高まるように公開価格を低くして通常市場日に先立つ10日前に行なわれる公開株式の販売を容易ならしめようとするものである。したがって、ディスカウントの拡大する可能性も強まる。しかし、過去の新規公開株式に対する需要は販売能力が問題になるほど小さかったとは推測されない。1970年途中から要求されるようになった値付け玉(冷し玉)⁽¹³⁾は上場の際に予想される超過需要によって値段が寄付かない状態になることを回避するために、追加供給量として別枠にして準備されるほどであったことから明らかであろう。幹事引受会社が販売に困るほどに需要が少なかった例はむしろ少なく、上場日以後公開価格を上回った市場価格によってもなお需要が多すぎて数日間価格が成立しなかった例さえみられる。むしろ、上場する10日ほど前に流通市場とは別個の特別利害関係者が中心の発行「市場」をつくり狭い範囲の潜在投資家に限定して「割当」を行なっていることが問題であって、ディスカウントを販売能力の面から説明出来る可能性は薄い。

第二に推測されることは幹事引受会社の数が多いほど、その発行会社に対する人気が強いのことを意味するというものである。人気の高い発行会社については幹事引受会社のほうでも取引関係を強化しようとする希望が強くなり、公開価格も高めに決まりディスカウントも少なくなると考えられるかもしれない。

第三に推測できることは事務幹事引受会社の営業政策との関係である。すなわち、幹事引受会社のうち公開価格を算定して発行会社にアドバイスをする立場にあるのは事務幹事引受会社⁽¹⁵⁾である。

注(13) 1970年7月から、証券取引所が幹事証券会社に対して株主の同意を得たうえで、一定数の値付け玉(冷し玉)を準備するように要求している。証券取引所の要求株数は、公開会社の上場時の資本金によって異なっている。具体的には、

上場時資本金	3億円以上6億円未満	では値付け玉	15万株以上
"	6 " 10	"	20 "
"	10億円以上では	"	30 "

となっているが、このほか市況、業種、業績等を勘案して取引所と協議のうえ適切と認められる数量が準備される。実際に必要となるのは公開株式への人気にも依存するが、過去の例では30万株程度のものであれば100万株以上のケースもある。特に最近では、資本金の規模、業績等にかかわらず、最低100万株程度は要求されることが多いとのことである。山一証券株式引受部「株式の公開——その前夜まで——(10)」『商事法務』(No. 671, 1974年7月5日), p. 35.

(14) 「公開株式の募集時に希望する投資家がそれを入手することが比較的容易でない」状態であるといわれている。山一証券株式引受部「株式の公開——その前夜まで——(11)」『商事法務』(No. 672, 1974年7月15日), p. 23.

(15) 公開価格は、実質的には発行会社と事務幹事引受証券会社との協議によって決定されるが、形式的には事務幹事引受証券会社が作成した株価算定書に基づき、発行会社が取締役会決議によって公開価格を決定することになっている。東京証券取引所調査部「公開株の増加とその問題点」『証券』(1970年4月), pp. 12~13.

しかし、事務幹事会社は公開株式については指導的な立場にあるとはいえ、複数の幹事引受会社が参加してくる場合については、公開価格の算定については慎重にならざるを得ないであろう。特に副幹事あるいは通常の幹事会社として参加するのは、多くの場合競争相手の大手3社であることを考えるとディスカウントの過度の拡大については抑止力が働く可能性がある。発行会社としても、場合によっては事務幹事以外の引受会社に対しても一応公開価格の妥当な水準を打診する場面があるとのことである。このようなことから、単独で引受を行なうほうが引受会社の営業政策に合うように公開価格を修正できる可能性は高いであろう。したがって、第2および第3の推測を重視すれば、幹事引受会社の数が少ないほどディスカウントが大きくなり、 $\frac{\partial D}{\partial h} > 0$ の関係が仮定できるであろう。

公開価格 すべての発行会社が公開価格が高ければ高いほど、好ましいとは考えていないようである。発行会社によっては公開価格が自社の期待している水準よりも高く算定される場合には、将来その水準に株価を維持できる自信がなければ、むしろ公開価格を抑えぎみに決定する会社もあるとのことである。逆の場合には公開価格を高めるように要請する会社もあるといわれている。したがって、公開価格とディスカウントの間には、 $\frac{\partial D}{\partial P_0} < 0$ の関係を仮定することができるであろう。

IV 標本および資料

分析の対象とした会社は1970年1月から1973年12月までの4年間に野村、山一、日興および大和の各証券会社⁽¹⁶⁾が事務幹事引受会社となって、東京証券取引所の第二部市場に新規上場された会社である。このうち、東京証券取引所に上場する以前に他市場に上場されていなかった会社で銀行および証券会社を除くと78社になるが、1社だけが額面500円であるので、この会社を除く77社を標本として選んだ。証券会社別内訳は野村証券26社、山一証券21社、日興証券17社、および大和証券13社である。東京証券取引所に上場される以前に他市場に上場されていた会社を除いたのは、公開価格決定問題を分析するには市場価格について、直接的情報がない場合のほうが一層問題の性格を明らかにすると考えられたからである。銀行および証券会社を除いたのは研究の準備段階で、これら業種の平均ディスカウントが他産業の会社に比べて非常に少なく、別クラスに属すると考えられたからである。500円額面株式を除いたのは、上場後の価格変化の面で50円額面株式と必ずしも同クラスに属すると考えられなかったからである。公開価格については、東京証券取引所発行の「証券」記載のデータを利用し、補足として朝日新聞記載のデータを参考にした。市場で

注(16) 東京証券取引所発行の「証券」によって識別したが、明示的に示されていないときは、幹事引受会社への公開株式割当数を示す欄に第1位で記入されている証券会社を事務幹事引受会社とみなした。

(17) 4社のほか、新日本証券3ケース、勸業角丸証券3ケース、和光証券1ケースの計7ケースがみられるが、証券会社別の分析をするには標準が少なすぎるので除いた。

格が初めて成立した日の寄付き値と終値については、日本経済新聞記載のデータを利用した。ディスカウントは株価指数が終値で示されているほうが利用しやすいので、それとの対応で最初に価格が成立した日の終値に対して算出した。上場後の価格変化率は1週間後(6日)、1ヵ月後、2ヵ月後、3ヵ月後、6ヵ月後の日の終値と最初に価格が成立した日の終値との比率によって計測した。該当日に価格が成立していなかった場合には、遡って価格のついている日の終値を用いた。これらの価格は日本経済新聞から収集した。なお、この研究の対象としている期間中、新規公開株式は第二部市場には最低6ヵ月とどまることを要求されており、6ヵ月以後は第一部市場への資格さえ満たせば第一部市場へ移っていた。したがって、上場後6ヵ月以後には多くの会社が第一部市場に移動してしまっている。第一部市場と第二部市場とでは価格の動きが必ずしも同一クラスに属するとは考えられないので、上場6ヵ月以後の価格変化率については分析を断念した。第二部市場株価指数について朝日新聞を利用した。

1株当り純利益、1株当り配当および1株当り純資産については「証券」に記載されているので、これを利用した。ただし、1株当り純利益が正確に計算されていない例が1970年および1971年の数値にみられたので、誤りが明らかな場合には有価証券報告書をもとにして修正した。1株当り純利益と1株当り配当について、年2回決算会社の場合には直近決算2回分を合計し、1株当り純資産については直近決算期の数値を用いた。予想成長率は「証券」にも一部記載されていたが、すべてのケースに十分な数値でないため公開前3年間および公開後1年間(予想値が記載されていない場合には実績値)の1株当り純利益変化率を求め、その平均値を期待成長率、平均値のまわりの標準偏差を成長率の標準偏差とした。

割引係数 l を算出するにあたって、類似会社として「証券」記載の会社を、前から順に数えて3社を用いた。なお、1ケースについては、全く類似会社が記載されていなかったため、同産業内の会社を任意に用いた。類似会社の資本金、総資産、総売上高についてはダイヤモンド社発行の「会社要覧」(18)を利用した。また、ランクについては山一証券で用いていると思われる方法を使用した。公開株式数、幹事引受会社数については「証券」を利用した。重回帰計算にあたってはDEMOSのLIBRARY PMLRGを使用した。

V 分析結果

A. 流通市場参加者の異常反応

第1表はディスカウントと上場後の価格推移との関係を示したものである。それによると、上場後6ヵ月までの平均値は公開価格に対してだけでなく、最初に価格の成立した日の終値をも上回っ

注(18) 河辺雅晴, 田口豊, 河本一郎『前掲書』p. 21.

新規上場株式の公開価格に関するディスカウントとその発生要因

第1表 ディスカウントと市場価格成立後の価格変化率との関係

	1週間後		1ヵ月後		2ヵ月後		3ヵ月後		6ヵ月後	
	平均値 (標準偏差)	係数 (t値)								
コンスタント		-30.930 (-15.706)		-30.780 (-15.628)		-30.983 (-15.843)		-30.948 (-15.651)		-31.290 (-15.928)
市場価格成立日の 終値に対する比率	2.07 (12.24)	-0.176 (-1.109)	2.98 (15.38)	-0.172 (-1.371)	3.23 (24.38)	-0.097 (-1.214)	5.88 (32.24)	-0.059 (-0.978)	3.38 (40.17)	-0.002 (-0.034)
相関係数		0.12704		0.15638		0.13882		0.11223		0.00401

ている。最初に価格の成立した日の寄付き値段が当日の終値に対して平均0.76パーセント⁽¹⁹⁾のディスカウントになっているところから、平均値で見るとほとんどの場合公開価格を大幅に上回っている。さらに、ディスカウントと上場後の価格変化率との間には、ディスカウントが大きいほど上場後の上昇率は大きくなっている。すなわち、公開価格が最初に価格が成立した日の終値より低いほど、その後の上昇率は大きいという結果になっている。これは流通市場参加者が過大に反応したために、ディスカウントが発生したという仮説とは相反するものである。逆に、最初に価格の成立した日の終値は、まだ十分に高くなかったという結果がでていいる。したがって、上場後の価格の動きはディスカウントをうめるためのものではなく、拡大するためのものであったといえよう。

ところで、このような追加的な動きは流通市場が効率的に情報を吸収しなかったことを意味するのであろうか。これを判定するための一つの基準としては、上場後に参加してきた投資家が価格の

第2表 公開株式を上場後取引した場合の利回り(年率%)

	売却時点	売却時点				
		1週間後*	1ヵ月後	2ヵ月後	3ヵ月後	6ヵ月後
購入時点	初日	23.46 (0.45)	16.32 (1.36)	9.66 (1.61)	17.00 (4.25)	3.52 (1.76)
	1週間後*		-11.42 (-0.72)	-3.37 (-0.49)	9.49 (2.16)	-0.71 (-0.34)
	1ヵ月後			-16.56 (-1.38)	7.56 (1.26)	-2.95 (-1.23)
	2ヵ月後				12.24 (1.02)	-4.44 (-1.48)
	3ヵ月後					-16.48 (-4.12)

() は取引費用差引後の価格較差

* 1週間を7日、1ヵ月を30日として計算

注(19) 最初に価格が成立した日の初め値と終値との間の比率 $\frac{(\text{初値}-\text{終値})}{\text{終値}}$ は、次のような値を示していた。

	平均値	標準偏差
4社合計	-0.76	5.49
野村証券	.48	6.19
山一証券	-1.29	4.86
日興証券	-0.49	4.57
大和証券	-2.76	5.36

「三田学会雑誌」67巻11号 (1974年11月)

第3表 市場価格成立後の価格変化率と第二部市場株価指数の変化率との関係

		四社計(77社)		野村証券(26社)		山一証券(21社)		日興証券(17社)		大和証券(13社)	
		平均値	係数 (t値)	平均値	係数 (t値)	平均値	係数 (t値)	平均値	係数 (t値)	平均値	係数 (t値)
1 週間 後	コンスタント		2.312 (1.635)		2.140 (0.915)		0.825 (0.469)		1.250 (0.371)		5.950 (1.181)
	第二部市場株価 指数の変化率 相関係数	-0.219	1.083 (1.193)	-0.174	1.558 (1.201)	-0.328	1.705 (1.559)	-0.308	-1.324 (-0.456)	-0.018	-0.278 (-0.077)
1 ヵ月 後	コンスタント		3.018 (1.779)		2.769 (0.834)		1.366 (0.474)		1.083 (0.312)		8.704 (1.750)
	第二部市場株価 指数の変化率 相関係数	-0.035	0.854 (2.692)	0.804	0.852 (1.208)	0.662	0.886 (1.985)	-1.532	0.847 (1.081)	-0.878	0.897 (1.027)
2 ヵ月 後	コンスタント		3.810 (1.529)		5.843 (1.017)		5.304 (1.232)		2.161 (0.594)		-1.377 (-0.330)
	第二部市場株価 指数の変化率 相関係数	-0.480	1.191 (4.591)	0.785	2.003 (3.109)	0.829	0.779 (2.032)	-3.300	1.362 (2.545)	-1.436	0.578 (1.541)
3 ヵ月 後	コンスタント		3.796 (1.219)		3.883 (0.548)		1.917 (0.443)		1.196 (0.369)		4.183 (0.708)
	第二部市場株価 指数の変化率 相関係数	1.306	1.602 (5.818)	3.046	3.027 (4.960)	2.615	0.886 (2.516)	-2.536	1.307 (2.648)	0.736	0.567 (1.316)
6 ヵ月 後	コンスタント		-4.457 (-1.156)		-1.515 (-0.182)		-13.192 (-3.155)		2.223 (0.653)		-6.212 (-0.725)
	第二部市場株価 指数の変化率 相関係数	5.639	1.390 (6.690)	5.612	2.481 (5.432)	10.260	0.847 (4.379)	0.898	1.547 (5.039)	4.427	0.895 (2.245)

上昇によって他に投資するよりも多くの利益を確実に得られたかどうかを検討することである。たとえば、投資家が最初に価格の成立した日に3万株以下の購入をし、後に売却するものと仮定しよう。その場合には取引費用として最も費用の高くなると思われる3ヵ月について計算すると1.63パーセントが、最も少ない費用は1週間後で1.62パーセントが必要とされる。このような取引費用を差引いた後の価格較差に基づく利回りは、第2表のようになる。第2表によると、最初に価格の成立した日の終値で購入した場合には、3ヵ月までは平均的にかなり高い利回りの機会があったことを示している。(20) これに対して、1週間以後に購入した場合には、ほとんどの場合に損失を記録

注(20) 証券市場の効率性問題については、次の論文に要約されている。Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance* (May, 1970), pp. 383-420.

(21) 495円(最初に市場で価格が成立した日の終値の平均値: 公開価格の平均値は341円でディスカウントは31.16パーセントであるから、 $P_n(0) = 341 / (1 - 0.3116)$)で購入して、5.88パーセント上昇した524円で売却した場合、1株につき6.50円の手数料と1.57円の有価証券取引税(売却価格の41万分の30)が必要となる。したがって、取引費用は1.63パーセント(=8.072/495)となる。

(22) ある証券会社では、公開価格をあまり高く決定するとブローカー部門の営業をしにくくなるという見解を述べてくれたが、このインタビューの結果推定できることは、これら大手証券会社は引受部門とブローカーとしての営業部門を同時に動かしているために、特定の顧客のために上場日に成立する価格で購入しても短期的にキャピタル・ゲインをあげられるような価格体系を、暗黙のうちに目標としていたものと推定される。

しておりプラスとなっている場合でも、1回の例外を除けば、他の投資機会よりも特別に高い利回りではない。流通市場において有利な投資対象とみなされるような状態は、1週間で消滅してしまったといえる。このことは流通市場が1週間程度で公開株式に関する情報を吸収して適正とみなされる水準に調整していったことを意味するであろう。この程度の調整速度であれば、流通市場での情報吸収が効率的でなかったとはいえないであろうし、逆にこれ以上に効率的であれば、ディスカウントはさらに拡大していた可能性が高い。

一方、第3表は、公開株式の上場後の価格変化率と第二部市場株価指数の変化率との間の関係を分析したものである。相関係数は2ヵ月以後から急速に高くなり、第二部市場株価指数の係数も2ヵ月を過ぎた頃からは比較的安定した状態になってきている。最初の2ヵ月近くまでは公開株式という特性が払拭されないで残っていることを示している。したがって、公開価格が適正であったか否かによるディスカウントへの影響はこの2ヵ月程度の株価の推移に限定され、それ以後の水準は証券市場との連関がより強くなっており、公開株式という特性による影響をあまり受けなくなっていることを意味している。

以上、三つの観点からの分析は最初に市場で成立した価格は、流通市場参加者の過大反応であったとはいえないことを指摘している。平均して30パーセントを上回るようなディスカウントを発生せしめた原因として、流通市場参加者の反応の仕方を問題にするよりも、公開価格水準を低く決定してきた発行「市場」関係者の行動こそを検討してみる必要がある。

B. 公開価格決定者側の要因

第4表はディスカウントとその決定要因との間の係数を示したものであり、第5表はその各種要因間の相関関係を示したものである。

1. 類似価格算定要因

1株当り配当 4社とも共通に1株当り配当が大きいかほどディスカウントも大きくなるという結果になっている。1株当り配当と公開価格とは比較的高い正の相関関係(0.624)を示しており、公開価格を高める要因となつてはいるものの流通市場での評価よりは低かったといえる。ディスカウントへの影響という点では、野村証券を除く3社では比較的強い。したがって、類似価格を算定するにあたって1株当り配当についての係数を若干高める必要があるように思われる。

1株当り純資産 4社とも共通に1株当り純資産が大きくなるにつれて、ディスカウントも大きくなっている。1株当り純資産と公開価格との相関関係は、1株当り配当の値よりも低いものの、正の関係を維持している。したがって、類似価格算定式における係数は流通市場での評価よりも低くなっていると思われる。ただ、影響力の点では日興証券において非常に強く表われている。

第4表 ディスカウントとその決定要因との関係

	4社合計		野村証券		山一証券		日興証券		大和証券	
	平均値	係数 (t値)	平均値	係数 (t値)	平均値	係数 (t値)	平均値	係数 (t値)	平均値	係数 (t値)
1株当り配当金(円)	10.5	-0.821 (-1.417)	11.4	-0.322 (-0.340)	9.9	-1.700 (-1.560)	10.1	-2.332 (-1.358)	10.2	-1.594 (-1.350)
1株当り純資産(円)	213.9	-0.018 (-1.095)	208.7	-0.045 (-1.223)	214.3	-0.006 (-0.113)	200.6	-0.145* (-2.192)	246.0	-0.015 (-0.506)
1株当り純利益(税引前)(円)	94.3	0.038 (0.890)	90.0	-0.038 (-0.443)	95.2	-0.026 (-0.199)	83.4	0.082 (0.299)	115.4	0.315** (2.078)
株価指数変化率(第二市場)(%)	1.43	0.643* (2.232)	2.39	0.131 (0.253)	-0.38	3.953 [△] (3.147)	2.59	-0.341 (-0.414)	0.95	1.872 (1.550)
1株当り純利益成長率の平均値(%)	12.5	-0.182 (-1.378)	7.4	-0.012 (-0.039)	15.6	-0.430 (-1.075)	7.3	-0.246 (-0.726)	24.5	-0.265 (-1.080)
1株当り純利益成長率の標準偏差(%)	43.5	0.010 (0.088)	36.7	0.003 (0.010)	47.4	0.211 (0.731)	40.0	0.080 (0.301)	55.4	-0.494* (-2.474)
規模調整ファクター	0.91	15.137 (0.952)	0.92	10.732 (0.237)	0.86	-15.216 (-0.301)	0.94	26.397 (0.506)	0.92	68.218* (2.424)
公開株式数(千株)	2354	0.001 (0.823)	2235	-0.001 (-0.348)	2519	0.003 (0.564)	2159	0.002 (0.348)	2584	0.000 (0.237)
引受会社数(社)	2.6	1.062 (0.610)	2.6	4.131 (0.921)	2.6	-2.122 (-0.480)	3.1	-8.840 (-1.548)	1.84	-10.955** (-1.953)
公開価格(円)	341	0.006 (0.519)	405	0.001 (0.079)	315	0.010 (0.152)	313	0.978 (1.600)	288	-0.083 (-0.977)
常数項(%)		-43.103		-33.448		-3.451		-12.177		-41.129
ディスカウント(%)	-31.16		-31.20		-31.50		-26.66		-36.43	
重相関係数	0.456		0.492		0.772		0.800		0.979	

△1%水準で有意 *5%水準で有意 **10%水準で有意

1株当り純利益 ディスカウントに与える影響の方向は一致していない。野村証券と山一証券では、1株当り純利益の増加は若干ではあるがディスカウントの増加につながっているが、日興証券と大和証券とは逆に減少している。4社全体としても減少している。しかし、4社とも共通して公開価格との相関関係はかなり高くなっている。ただ、ディスカウントへの影響力の点では、大和証券において非常に強く表われている。

2. 類似価格の修正要因

第二市場株価指数の変化率 日興証券だけが仮説通りに株価指数の増加に伴ってディスカウントが拡大しているが、他の3社では逆にディスカウントが縮小している。これら3社は、インタビューで述べられたように約1ヵ月後に予想される株式市場の変化を明示的に公開価格に反映させていなかったのかもしれないが、1ヵ月後に株価指数が上昇するような状態であれば、公開価格決定時においても株式市場に比較的活気のあるケースが多かったものと予想され、公開価格への需要、したがって、インタビューで重要視されていると判明した「数量化できない人気」というものが大きくなると予想していたものと推定される。ただ、ディスカウントへの影響力は弱くなっている。

平均成長率 4社とも共通に、仮説通りに平均成長率が高いほどディスカウントも大きくなると

第5表 ディスカウント決定要因間の相関関係

	1株当り配当金	1株当り純資産	1株当り純利益(税引前)	株価指数変化率(第二市場)	1株当り純利益成長率の平均	1株当り純利益成長率の標準偏差	規模調整ファクター	公開株式数	引受会社数	公開価格
4社計	1.000	.502	.523	-.075	-.191	-.017	.033	.021	.063	.624
野村	1.000	.396	.357	-.133	-.273	-.136	.332	.107	-.048	.605
山一	1.000	.715	.736	.506	-.156	.012	.062	-.204	.321	.552
日興	1.000	.323	.446	-.208	.042	.151	-.024	-.309	-.076	.748
大和	1.000	.727	.767	-.282	-.378	.055	-.363	.318	.222	.732
1株当り配当金										
4社計		1.000	.623	-.081	-.256	.013	.020	-.079	.117	.258
野村		1.000	.380	-.203	-.197	-.015	.098	-.026	.336	.266
山一		1.000	.858	.354	.293	.035	.007	-.146	.200	.184
日興		1.000	.273	-.311	-.223	-.070	.207	-.352	-.452	.476
大和		1.000	.589	-.248	-.557	-.004	-.075	.046	.374	.602
1株当り純資産										
4社計			1.000	.043	.134	.400	-.262	-.107	.205	.353
野村			1.000	-.087	.005	.339	-.409	-.156	.455	.418
山一			1.000	.424	-.028	.241	-.248	-.325	.240	.204
日興			1.000	-.094	.708	.823	-.301	-.383	.128	.298
大和			1.000	.090	-.036	.442	-.139	.186	.263	.896
1株当り純利益(税引前)										
4社計				1.000	-.050	.079	-.042	.060	.162	-.125
野村				1.000	-.104	.097	-.377	.095	.141	-.164
山一				1.000	-.034	.056	.313	.022	.362	.337
日興				1.000	.028	.085	.085	.287	.015	-.363
大和				1.000	.174	.420	.028	-.062	.112	-.249
1株当り純利益成長率の平均										
4社計					1.000	.762	-.149	.050	.007	-.036
野村					1.000	.717	-.193	.262	.119	.009
山一					1.000	.812	-.392	-.136	-.104	.236
日興					1.000	.835	-.176	-.052	.322	.183
大和					1.000	.421	.252	-.004	.020	-.001
1株当り純利益成長率の標準偏差										
4社計						1.000	-.262	-.143	.063	.086
野村						1.000	-.409	-.048	.229	.200
山一						1.000	-.248	-.315	.087	.163
日興						1.000	-.301	-.180	.225	-.006
大和						1.000	-.139	-.143	-.154	.378
規模調整ファクター										
4社計							1.000	.199	.198	-.001
野村							1.000	.327	.179	.082
山一							1.000	.400	.153	-.038
日興							1.000	-.026	.129	.106
大和							1.000	.129	.477	-.307
公開株式数										
4社計								1.000	.116	.056
野村								1.000	.216	.139
山一								1.000	-.031	-.025
日興								1.000	.386	-.093
大和								1.000	.180	.202
引受会社数										
4社計									1.000	.085
野村									1.000	.131
山一									1.000	-.165
日興									1.000	.083
大和									1.000	.220
公開価格										
4社計										1.000
野村										1.000
山一										1.000
日興										1.000
大和										1.000

いう結果になっている。しかし、ディスカウントへの影響力はあまり強くない。

成長率の標準偏差 野村、山一、日興の3社では、仮説通りに標準偏差が大きいほどディスカウントは小さくなっている。しかし、大和証券では逆にディスカウントは大きくなっており、影響力も比較的強くなっている。

規模調整ファクター 野村、日興、大和の3社では、仮説通りに規模調整ファクターが大きくなるほどディスカウントは小さくなっている。これに対して、山一証券では仮説とは反対の結果になっている。前述のように、この論文では、山一証券で使用していると思われる方法にしたがって、を算出しているし、インタビューによって他の3社では規模による公開価格の修正を行っていないと思われるだけに、このような結果の解釈が問題となってくる。第一に推測できることは、各証券会社が採用した類似会社が「証券」記載の上位3社と大幅に異なっていることであろう。第二に推測できることは、規模の影響を明示的にはとり入れなかったものの間接的には考慮していたかもしれないということである。ただ、この要因のディスカウントに与える影響力は大きいので、さらに正確なデータにもとづいて検討する必要がある。

公開株式数 野村証券を除く3社では、公開株式数が多いほどディスカウントは小さくなっており、全体として仮説が棄却されている。しかし、4社について共に公開株式数の差異がディスカウントに及ぼす影響力は弱くなっている。

幹事引受会社数 野村証券では、幹事引受会社数が大きくなるにつれてディスカウントが小さくなっており、全体としても仮説通りになっている。しかし、他の3社では逆になっている。幹事引受会社数は他の変数、特に類似価格算定諸要因との相関関係はあまり高くなく、証券会社の販売能力説や公開会社優劣説にもあまり説得力がないと思われる。ただ、ディスカウントへの影響力は強いので、今後、解明の必要がある変数である。

公開価格 大和証券を除く3社において公開価格が高いほどディスカウントは小さくなっており、全体としては仮説が棄却されている。

3. 幹事引受会社別の評価

回帰式の説明力が最も高いのは大和証券で、以下、日興証券、山一証券と続き、野村証券についてはあまり結果はよくない。この論文でとりあげた10個の変数による影響力については、山一証券ではコンスタント項が最も低く、各変数の影響力が最も大きいと思われる。これに対して、大和証券、野村証券ではコンスタント項が大きくなっている。大和証券の場合には回帰式の説明力も高いだけに、このような大きなコンスタント項の存在は大幅なディスカウントを外生的に与えていたためではないかと推定される。野村証券については回帰式の説明力が悪いので、重要な変数がこのコンスタント項のなかに説明されないで残っている可能性がある。一つの可能性としては、流通市

場において株式評価に用いられていると考えられている変数とは、別個の変数が恣意的にディスカウントを発生させるのに用いられている場合であり、第2には実際に用いられた類似会社が「証券」記載の会社と意識的に異なっていた場合とが類推される。

各変数別にみると、1株当たり配当、1株当たり純資産、1株当たり純利益成長率の平均値をのぞいては各社共通の結果を示していない。また、各変数のディスカウントへの影響力という点でも、野村証券、山一証券では特別に大きな影響力をもっている変数が少ないのに対して、日興証券、大和証券では多くの変数がそれぞれ相殺するような形ではあるがディスカウントに大きな影響力を与えている。ただし、ディスカウントに対する影響力の強さは各社でまちまちである。

以上の結果をまとめると、野村証券を除く3社についてはディスカウントを発生せしめた原因が比較的識別されやすくなっている。しかし、分析結果によれば、それは単一の原因によるのではなく、複数の要素がからみあって生じていることが指摘されている。したがって、今後はこのように識別された要因の評価を流通市場での評価に近づけるための努力が必要とされることになる。

VI 結 論

ディスカウントが流通市場参加者の一時的な過大反応の結果であったのか、あるいは発行関係者側の公開価格を低すぎる水準に決定した結果であったのかを正しく理解しておくことは、ディスカウントが異常に拡大するのを防ぐための対策をとるためにも重要である。

分析結果によれば、大幅なディスカウントを発生せしめた原因を流通市場参加者の一時的過大反応として把らえることには無理がある。むしろ、原因は公開価格を低すぎる水準に決定した発行関係者側の行動にあったといえよう。補足的に行なった証券関係者とのインタビューでも新規公開株式の引受業務に伴う危険が多いことも強調されていたが、特に重要なことは、幹事引受会社がブローカー部門での競争を支援するために、意識的に公開価格を低くして新規公開株式を特定の顧客に対するボーナスあるいは他の証券についての取引を促進するためのパッケージの一部として利用していたことを認めていたことであろう。したがって、そのような営業目的のために暗黙のうちに必要ディスカウント率が計算され、それが外生的に与えられていた場合が多かったことと推定される。

このような公開価格の決定の仕方は、1973年にいたって証券取引上の不正行為を誘発する原因となっていたことが明らかになった。この段階にいたって監督官庁としてもいくつかの措置を講ぜざるを得なくなった。しかし、大幅なディスカウントがなぜ発生したかという点の理解の点では、その原因を流通市場での過大反応に帰せしめるものであったと思われる。1973年10月19日から施行された改正管理方式においては流通市場参加者の行動規制に重点がおかれていた。その第1は

「最初の約定値段が決まるまでは、①買付け代金を即日徴収する、②証券会社のディーラー(自己売買)による買い付けを禁止する⁽²³⁾」というものであり、第2には上場日の呼び値の制限値幅を公開価格の30パーセントにしたことである。特に、第2の価格規制には問題があろう。しかも、この30パーセントという値は、1972年1月から1973年6月までに公開された株式の公開価格に対する上場日の初め値の平均値が133パーセントであったからというものである。証券監督官庁としては30パーセントという大幅なディスカウントを是認したことになる。この規制措置はその施行以来、人気が高いと予想される公開株式に適用され、事実、公開株式についてのディスカウントは大幅に減少⁽²⁵⁾している⁽²⁶⁾ので、ディスカウントを少なくしようとした監督官庁の目的は達成されている⁽²⁷⁾。

しかし、監督官庁による措置は、その目的においてもまた問題認識の点においても疑問を呈せざるを得ない。たとえ、直接に価格水準を規制していなくても価格変動に幅を設けることは、公開価格が適正に決定されていない場合には流通市場での価格形成面で適正水準への収斂を遅らせることになる。その調整が遅れる過程において資金の効率的流れをゆがめることになる。すなわち、価格に介入するという事は、数量を市場メカニズム以外の基準によって供給と需要の両面において割当⁽²⁷⁾をする危険性を強めることになる。

監督官庁が目的とするところは単にディスカウントを縮小するという現象的問題ではなく、株式市場で自由な競争を促進させ競争制限的な行動を排除することにあるのではなからうか。競争的環境のもとで成立した価格であれば特定の利害関係者達にとっては好ましくないのかもしれないが、介入すべきではない。そのほうが発行市場での資金の有効な配分につながるからである。このように考えてくると、公開価格の決定を制限なしで成立する流通市場価格に近いところに決定するように発行側が努力することが、なによりも重要である。このためには、流通市場で形成される株価と各変数との関係を一層分析しておく必要がある。1973年暮以来の規制は、間接的に供給者側に公開価格の決定について反省をうながした点において意義が認められるものの、制限のない自由な流通市場での価格形成という目的に合致しているかについては疑問を残している。

主な参考文献

- [1] ダイヤモンド経済情報編集部「公開——第1部50社にみるその栄光と挫折」『ダイヤモンド経済情報』(1974年7月11日) pp. 30~52.

注(23) 『日本経済新聞』(1974年6月23日) p. 16.

(24) 市総、高橋「新規上場銘柄の初め値の決定方法等に関する規則の整備について」『証券』(1973年12月), p. 74.

(25) 『日本経済新聞』(1974年6月15日夕刊)「人気わく新公開株」p. 4.

(26) 実際には初日のディスカウントを少なくしておけば、監督官庁からの批判をまぬがれることから、ある会社では、流通価格が公開価格からあまりはなれないように努力(これは流通市場価格の介入と解してもよいであろう)した場合もあったとのことである。

(27) ひきのばされた調整期間中に、値付け玉を無理に追加させるとか、価格操作をする等の方法をとった例があったこともインタビューで指摘されていた。

新規上場株式の公開価格に関するディスカウントとその発生要因

- [2] ————「公開——第2部83社にみるその栄光と挫折」『ダイヤモンド経済情報』(1974年7月21日) pp. 26~55.
- [3] Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance* (May 1970), pp. 383~420.
- [4] 畑下辰典, 沖見圭祐, 堤哲, 西浦康邦『中小企業の株式評価』(東京:清文社, 1973年)
- [5] 市総, 高橋「新規上場銘柄の初め値の決定方法等に関する規則の整備について」『証券』(1973年12月) pp. 73~74.
- [6] 河辺雅靖, 田口豊, 河本一郎『非公開株式の評価と税務(別冊商事法務17)』(東京:商事法務研究会, 1973年)
- [7] 宮本惇夫「野村証券の“企業発掘”機関を解剖する」『財界』(1973年6月1日) pp. 116~119.
- [8] Franco Modigliani and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," in *The Theory of Business Finance: A Book of Readings* (New York: The Macmillan Company, 1967), pp. 125~160.
- [9] 日刊工業新聞「中小企業上場への道しるべ——投資育成会社の投資先から」(1974年7月4日, 7月6日)
- [10] 日興リサーチ・センター「株価分析の検討」(東京:日興リサーチ・センター, 1972年)
- [11] 日本経済新聞「意外に少ない新規上場会社——非製造業中心に20前後」(1972年9月12日) p. 15.
- [12] ————「株価はだれが決める(1)~(4)」(1973年3月16日~3月20日)
- [13] ————「親引けはなぜ問題か——殖産住宅事件」(1973年6月28日) p. 15.
- [14] ————「親引け」は全面禁止——東証株式公開改善策決める」(1973年7月1日) p. 13.
- [15] ————「株式公開制を抜本改正」(1973年7月4日) p. 1.
- [16] ————「新規公開は減りそう——上場基準の強化が響く」(1974年3月22日夕刊) p. 4.
- [17] ————「人気わく新公開株——売買取引の規制相次ぐ」(1974年6月15日夕刊) p. 5.
- [18] 佐藤正之「第2部市場の役割と今後の方向」『ダイヤモンド経済情報』(1972年8月21日) pp. 2~5.
- [19] 東京証券取引所調査部「公開株の増加とその問題点」『証券』(1970年4月) pp. 8~23.
- [20] 東洋経済新報社「問い直される新規公開, 公募のあり方」『東洋経済』(1973年7月14日) pp. 74~77.
- [21] 山一証券経済研究所「公開売出し」『増資白書(商事法務)』(No. 664, 1974年4月20日) pp. 63~65.
- [22] ————「株式公開制度の運用方針について」『増資白書(商事法務)』(No. 664, 1974年4月20日) pp. 74~75.
- [23] 山一証券株式引受部「株式の公開——その前夜まで——(10)」『商事法務』(No. 671, 1974年7月5日) pp. 34~35.
- [24] ————「株式の公開——その前夜まで——(11)」『商事法務』(No. 672, 1974年7月15日) pp. 22~23.
- [25] 山崎「未上場会社における株価算定」『大和投資資料』(1973年6月) pp. 16~37.
- [26] 吉岡恒明「株式評価関数の計測」『証券経済学会年報』(No. 8, 1973年5月) pp. 87~111.

(慶應義塾大学ビジネス・スクール助教授)