

# DEALWATCH

2021/07/15 10:58:47

## 「IPO関係者全員の意識改革必要」ースタートアップアクセラレータ

### 「IPO関係者全員の意識改革必要」ースタートアップアクセラレータ

投資銀行出身で、現グロービス経営大学院講師、またスタートアップアクセラレータとして活動している秋山智紀氏が15日までにDealWatchの取材に応じ、IPOにおける価格設定プロセスについて「制度だけの問題だけではなく、引受、営業部隊、そして投資家も含めて全員の意識改革が必要だ」との認識を示した。

スタートアップを中心とする新規上場企業の公開価格が、初値やセカンダリーの株価に比べると過小評価となり、新規上場企業が利益を得る機会を逸してしまう「アンダープライシング問題」。既に国会でも議論が始まっており、6月に閣議決定された成長戦略案にも記載された。

秋山氏は、日本の多くのIPOで現在配分の主要プレーヤーとなっている個人投資家に対するブックビルディングを含む勧誘活動の一部が形式的になっているとして、「実際には買わないような大きな単位で需要を申告している個人投資家も数多く存在し、その総和が、上場直後の株価が必要以上に動いてしまうことの原因の1つにもなっている」と指摘。「このような状況で、2倍3倍の初値がついてしまったり、逆にIPO価格を大きく割り込んでしまったりするのはスタートアップ企業からすると納得ができないのも理解できる」と話した。

個人投資家については「目論見書を読むのではなく、株価が上がるか下がりそうかをネットの書き込みなどだけを見て注文を入れている人も多く、真っ当な価格形成に寄与できる形になっていないのではないか」と投資姿勢を問題視した。

このような状況が生まれている背景として個人投資家に勧誘活動を行う証券会社の営業担当者が、「本質重視ではなく、形式重視になってしまっている。例えば目論見書についての確認も、投資家が中身をしっかり理解したかではなく、届いたかどうかという確認に終始している。営業担当者が目論見書を読んでいないことも多く、専門用語を正しく投資家に説明していなかったり、目論見書もブックビルディング期間ではなく、条件が決定され、各投資家に配分が決まった後に、送り届けるというようなことも行われており、『意識改革』により大きな改善の余地がある」と指摘する。

このような実際の勧誘・販売の現場の状況を把握しないまま、「引受側が更なる制度設計を行っても、必要以上に複雑な手順が生まれ、更に現場の営業は形式重視という悪循環に陥るのではないかと懸念する。

一方で、スタートアップが上場時に開示する業績予想については、成熟企業と異なりぶれることが多いという現実問題がある。秋山氏は「創業者の夢や情熱が予想に入るのも理由の1つで、新興企業の予測はぶれやすい。ただ、この創業者の意志が新興企業の成長の源になっていることも事実。投資家もIPO企業への投資を検討する時は、会社の沿革や、現在の事業状況に加えて、創業者や中心メンバーの経歴などにも関心を持って、積極的にチェックを行ってほしい」と話す。逆に言うと、現在の目論見書の内容に加えてこのあたりの情報を充実させる等、更なる議論と改良の余地もあると指摘した。

他国市場の設計思想を参考にしてみるのも一つの考え方とみている。例えば「日本が細かく規則・規制を最重要視している一方、米国市場は、開示を重視するのとセットで当事者責任が念頭にある。日本市場が、より多様化と厚みを持った健全な市場に発展していくため、『形式』をそのまま輸入するのではなく、他国を参考に比較・検討することも有効ではないか」と提言した。

秋山氏は、「まずは、手段が目的化している日本の現状——『指示されたこと』を遂行するだけでなく『本質は何か』ということを常に考え、能動的に活動を展開することにより、世界中の企

業、スタートアップが上場を目指すような日本市場を自分自身も含め、関係者全員で作り上げていきたい」と意気込みを語った。

(小澤 亮介 DealWatch / Refinitiv)

※ディールウォッチのコンテンツはRefinitiv（リフィニティブ）から直接提供するという方法でのみ配信いたしております。従いまして提供されましたお客様限りでご使用ください。コンテンツのいかなる部分も一切の権利はRefinitivに帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製、翻訳または転送を行わないようお願いいたします。

記事の内容や利用等に関するお問い合わせおよび照会はTEL:03-6441-1119または、  
markets.dwsales.jp@refinitiv.com  
までお問い合わせ下さい。