

2016年7月6日

第15章 企業はどのように証券を発行するのか (597p~647p)

担当：衣笠

本章の目的：地位を確立した企業が、さらに資金を調達するためにどのようなことを行なうのか

15.1 ベンチャー・キャピタル

ベンチャー・キャピタル：設立後間もない私企業への出資

- 資金調達のため、事業計画書を作成
- 担保として貯金全額のみならず、持っているものすべてを提供
- ベンチャー・キャピタルは経営陣が一生懸命に働くように強いインセンティブを付与する仕組みを構築しようとする→エージェンシー問題
- 新規事業がベンチャー・キャピタルの出資を募る場合、キャッシュフローの権利と企業の支配権とは、通常、別々に交渉が行なわれる

▶ ベンチャー・キャピタル市場

エンジェル投資家：裕福な個人投資家

- ベンチャー・キャピタルは、さまざまな投資家からの資金をプールし、生まれたばかりの投資先企業を探し出し、成長を目指してその企業と共同作業を行う
- ほとんどのベンチャー・キャピタル基金は、約10年間という固定期間のリミテッド・プライベート・パートナーシップとして組織されている
- 管理会社は、投資の組成や監督を行う責任があり、その見返りに固定の手数料と利益分配金を受け取る
- ベンチャー・キャピタル・パートナーシップの活動をまとめて、プライベート・エクイティ投資という
- ベンチャー・キャピタルの投資回収の2通りの方法
 - (1) 新規事業が実績を確立することで、大企業へ転売される
 - (2) 「キャッシュ・アウト」の機会が提供される
- ベンチャー・キャピタル投資の成功のための二つの法則
 - (1) 不確実性にしり込みしてはならない
 - (2) 損切りをしなければならない

15.2 新規株式公開

新規株式公開(IPO; initial public offering)：企業が追加資金を調達するための新規発行による場合もよれば、現株主が持分の一部を売却して現金化する売出しによることもある

発行済流通株式：発行済株式のうち、投資家によって保有されているもの

発行済非流通株式：再購入された株式で、消却されるか転売されるまで企業の金庫に保有される金庫株のこと

企業の新規株式公開により、新規資本を調達し、株主にキャッシュ・アウトが可能になることのほかにも、利点がある(図 15.2)

➤ 新規株式公開のアレンジ

- 新規株式公開するにあたり、経営陣は「引受人」を選定しなければならない
- 引受人の三つの役割
 - (1) 発行会社に対して手続面や資金調達面での助言を行う
 - (2) 発行株式を購入
 - (3) それを一般に売却
- 米国証券取引委員会(SEC)の審査のため登録届出書(registration statement)の準備。
- 申請書の最も大事な部分は目論見書(prospectus)の形式で投資家に配布される

➤ マービン株の売出し

➤ 引受人

- 引受けを成功させるには、強力な資金力と相当の経験が必要である
- 主要投資銀行や大手商業銀行が引受人の地位を牛耳っている
- 賢明な引受人は、投資家に提供されている情報が公正なものであると確信していない限り、発行業務を取り扱おうとはしない

➤ 新株発行のコスト

- 引受人はスプレッドの形で代金の支払いを受ける、つまり引受人は投資家に対する公募価格よりも安い価格で株式を購入することが許されている

➤ 新規株式公開における過小価格設定

- 売出価格は発行証券の真の価値を下回るもの
- 多くの投資銀行や機関投資家は、過小価格設定は発行会社の利益に沿っていると主張する。新規公開の際の売出価格が低ければ、市場取引された後には株価が上昇し、企業の資金調達力は強化される
- どの新規発行が魅力的であるかどうかを判断できる情報を与えられていない投資家を引きつけるために、平均して価格を過小に設定する必要が生ずる

➤ 証券の発行ブーム

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

- 新株発行ブームが生じるのは、投資家が過度に楽観的になるときであり、株式発行予定者は、新規株式公開のタイミングをそのような時期に合わせようとするからだと思える者もいる

15.3 その他の新規発行手続

ブックビルディング方式：米国における新規公開は、引受人が注文を見込んだブックを作成し、これに基づいて発行価格を設定する

公開競争入札：投資家は、購入しようとする証券の数と価格の両方を示して入札するように求められる

➤ 競争入札の種類：寄り道

- 価格差別入札では、すべての落札者は応札価格で購入しなければならない
- 単一価格入札では、最低落札者の応札価格で購入しなければならない
- 賢明な応札者であれば、単一価格入札なら高値で落札してしまうというコストがほとんどないのに対して、価格差別入札の場合には、高値落札に非常に高いコストが発生することを知っている

15.4 公開会社による証券の売出し

現金払込みによる公募の仕組みを取り上げる

➤ 公募

- 企業が米国で社債や株式の公募を行うときには、株式の新規公開の場合と同様の手続きを踏むことになる

➤ 国債市場での証券発行

- 自国市場での借入に代えて、企業は外国の国内市場で債券を発行することがある
- ユーロ債：国際銀行団によって引き受けられて、多くの国々の投資家に同時に売り出される
- グローバル債：超大型の債券で、一部は国際的にユーロ市場で、残りは国内市場で販売される

➤ 公募のコスト

- 企業は、引受人に対する報酬として、投資家から受け取ることを期待し得る価格を下回る価格で引受人に証券を売却しなければならない

➤ 株式発行に対する市場の反応

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。本資料には事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

- ある経済学者によると、株式発行の発表が一般に株価の下落をもたらすことを発見した
- 株価追加供給の見通しによって、単に株価が押し下げられたとするものである
- しかし、いまでは新株発行の際の株価下落は情報効果に基づくものであって、追加供給の結果ではないと解釈されている

➤ **株主割当増資**

- 株主割当増資(ライツシュー)：広範な投資家に向けて株式を発行する代わりに、企業が、既存株主に対して選考購入権を付与することがある

➤ **私募と公募**

- 企業が公募発行する場合は、常にその発行を SEC に登録しなければならない
- この高コストのプロセスは証券を私的に販売することで回避できる

【コメント】

- ◆ ベンチャー・キャピタル・ファンドへの投資での収益率は、大企業の株主に投資した場合より 10%近くも上回ることに驚いた。(605p)
- ◆ 英国の銀行 HBOS のストーリーがわかりにくかった。(613p)
- ◆ 過小価格設定のコストは他のすべての発行コストより上回ると書いてあるが、他のすべてのコストは具体的に何か。(617p)
- ◆ ブックビルディング方式の「ブック」とはどんなものなのか。(622p)
- ◆ 日本では、証券会社が政府関係者に新規公開株を分配してきたことが明らかにされるまでは、ブックビルディング方式が広く採用されていた、のどこが興味深いのか。(623p)