

第 15 章 企業はどのように証券を発行するのか(459p～498p)

2012 年 6 月 28 日

担当：中川

15.1 ベンチャー・キャピタル

➤ ベンチャー・キャピタル市場

- 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となる会社を探し出し、その会社と成長を目指して共同作業を行う。
- ベンチャー・キャピタル投資は 2000 年をピークに、ドット・コム・バブルの終焉とともに減退した。
- ほとんどのベンチャー・キャピタル基金はリミテッド・プライベート・パートナーシップとして組織され、管理会社は・パートナーであるが、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**とよばれる利益の一定割合を受け取る。
- **プライベート・エクイティ投資**：苦境に陥っている会社への資金提供を行ったり、会社を丸ごと購入したり、公開会社の一部門を購入して非公開とするような活動を指す。
- ベンチャー・キャピタルの投資回収には二通りの方法があり、新規事業がいったん成功を収めると、大企業へと転売される場合と、株式を公開し、初期の支援者に「キャッシュ・アウト」の機会を提供する場合がある。

15.2 新規株式公開

➤ 新規株式公開のアレンジ

1) 引受人の選定

引受人には三つの役割があり、まず発行会社に対して手続面や資金調達面での助言を行い、発行株式を購入し、それを一般に売却する。

2) 米国証券取引委員会(SEC)の審査のための登録届出書の準備

この申請書は資金調達の提案、企業の歴史、現在の事業および将来の計画についての情報を含んだ詳細な書類であり、申請書のもっとも重要な部分は**目論見書**の形式で投資家に配布される。

3) ブルースカイ法に発行が準拠しているかどうかのチェック

➤ マービン社の売出し

- 1)株式の発行価格の確定作業
- 2)潜在的な投資家に対して会社の説明をするためのロードショーを行う
- 3)発行価格を確定するための会合
- 4)投資家への売却

グリーンシュール・オプション：引受人が損失を被る心配なしに追加の株式を販売できる制度

➤ 引受人

- 引受人は発行が失敗に終わり、不要の株式を抱え込んでしまうというリスクを負っている。→引受けを成功させるためには強力な資金力と相当の経験が必要。
- 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ことを確信していない限り、発行事務を取り扱わない。

➤ 新規発行のコスト

- 引受人は役割を果たす代わりに、**スプレッド**という形式で代金の支払いを受ける。
→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できる。
- 登録申請書や目論見書の準備や、新証券の登録費用や印刷費用、通信費などの事務費はかなりのコストがかかる。

➤ 新規株式公開における過小価格設定

- **過小価格設定**：売出価格は発行証券の真の価値を下回っている。通常、過小価格設定のコストは他のすべての発行コストを上回る。
- 新規公開の際の低い売出価格は、その後株式が市場取引されるようになると、株価の上昇をもたらし、会社の資金の追加調達力を強化すると投資家たちは主張している。
- 情報の乏しい投資家を引き付け、勝者の災いを防ぐために、価格設定を過小にする必要がある。→引受人は、不要な株式を抱え込んでしまうリスクを減らし、得意先に株式を割り当てて評判を得ようとする、と主張している人もいる。

15.3 その他の新規発行手続

ブックビルディング方式：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セットする方式

固定価格売出：売却価格を固定しておいて売出株数を広告する

→勝者の災いが起こりやすい

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求められ、最も高い応札者に対して売却される

➤ 競争入札の種類

価格差別的入札：すべての落札者はその応札価格で購入しなければならない入札

単一価格入札：最低落札者の応札価格で購入する入札

15.4 公開会社による証券発行

➤ 一般公募

- 企業が社債や株式の公募を行うときは、株式の新規効公開と同様の手順を踏む。
- 一括登録：大企業に対して、最長2年間に及び資金調達計画をカバーする、単一の申請書の提出を認めるもの。

➤ 国際市場での証券発行

1)米国内で公募されない限り、SECへの登録は不要。しかし、会社は目論見書あるいは募集回状を用意しなければならない。

2)国際的な債券発行は、一括買取引受という形態をとることがある。この場合、1ないし数社の引受人がすべての発行証券を購入する。一括買取引受の場合は、会社は極めて短期日にうちに債券が発行できる。

➤ 一般公募のコスト

企業が証券の一般公募を行う場合には、通常かなりの事務コストがかかる。さらに企業は、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

- 株式発行の発表が、一般に株価の下落をもたらす。

→見解1)株式の追加供給の見通しによって、単に株価が押し下げられた。

見解2)新株発行の際の株価下落は情報効果に基づくものである。

- 優先株式や社債発行の発表が行われた場合には、かろうじて認識できる程度の株価の下落があるに過ぎない。

➤ 株主割当増資

株主割当増資：広範な投資家に向けて株式を発行する代わりに、会社が現存の株主に対して先行購入権を付与すること。

例)ラファージ社

→会社が新株を成功裏に販売できれば、株主割当増資の場合の発行価格はどうでもよい。

15.5 私募と公募

- 私募は投資家が証券を容易に転売できないことが難点
→社債の分野では私募債市場が活発化
- 公募を行うよりも私募を行う方が安上がり
- SEC は 1990 年に非登録債の購入者および取引者についての規制を緩和
→私募債の流動性を高め、金利や発行コストを引き下げることを目指す

コメント

- p485 の「優先株式や社債発行の発表が行われた場合には、かろうじて認識できる程度の株価の下落があるに過ぎない」のがなぜかというのがわかりづらかった。
- 新株発行は株価の下落をもたらすし、この章にあるように大変な手間やコストもかかるのならば、企業が資金調達を大部分を内部資金に頼るのもわかるような気がした。
- 日本の企業では公募と私募のどちらが活発に行われているのかが気になった。