

第15章 企業はどのように証券を発行するのか(459p~498p)

担当：鈴木 駿一

15, 1 ベンチャー・キャピタル

➤ マービン社の例

- ・ ゼロ段階：銀行に預けられた9万ドルと家庭用ガーグル・プラスターという新製品のアイデアのみ。
- ・ 第1段階：ファースト・メリアム・ベンチャー・パートナーズは100万株を1株1ドルで購入することに合意。
- ・ 第2段階：150万ドルファースト・メリアム社から250万ドルは2つのベンチャーキャピタルと裕福な個人投資家から出資を受ける。
- ・ 第3段階：メザニン・ファイナンスがアレンジされる。

➤ ベンチャー・キャピタル市場

- ・ 資金の調達先
家族の資金や銀行ローン、エンジェルとよばれる個人投資家、ベンチャー・キャピタル
- ・ プライベート・エクイティ投資
リミテッド・プライベート・パートナーシップを組織する。ジェネラル・パートナーは投資の組成や監督を行い、手数料と利益分配金の一定割合を受け取る。
- ・ ベンチャー・キャピタル投資成功のための二つの条件
10のベンチャー投資のうち、採算がとれるのは2、3件であり、マービン社のような大きな利益を上げることは、ほとんど稀である。
 - 1、不確実性にしり込みしてはならない。
 - 2、損切りしなければならない。

15, 2 新規株式公開

➤ 新規株式公開

新規株式公開(IPO: initial public offering)は、新規発行(primary offering)と売り出し(secondary offering)がある。また、借り入れコストを引き下げることが可能にする。

- 新規株式公開のアレンジ
 - ・ 引受人(under-writer)
株式を公開決断したら、最初に行う。引受人は、手続面や資金調達面で助言を行い発行株式を購入し、それを一般に売却するという役割をもつ。
 - ・ 登録届出書 (registration statement)
資金調達の提案、企業の歴史、現在の事業及び将来の計画が記載された書類で、米国証券取引委員会 (SEC) の審査のために準備する。また、申請書の中で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。

- マービン社株の売出し
 - ・ マービン社と引受人で発行価格の確定作業を行う。株価収益率や CF の割引現在価値計算を何度も行う。
 - ・ 潜在的な投資家に対して会社説明をするための、ロードショーを行う。
 - ・ 投資家たちの投資予定を参考に、仮注文書を作り上げる。

- 引受人
 - ・ 発行が失敗に終わると、不要な株式を抱え込んでしまうというリスクを背負うことになる。
 - ・ 引受けを成功させるためには、強力な資金力と相当な経験が必要となる。

- 新規発行のコスト
 - ・ 引受人はスプレッドという形式で代金の支払いを受ける。すなわち、投資家に対する公募価格よりも安い価格で、引受人は株式を購入することが許されている。
 - ・ かなりの事務コストがかかる。

- 新規株式公開における過小価格設定
過小価格設定 (underpricing)
売出価格は発行証券の真の価格を下回るもの。
 - ・ 過小に価格設定されている理由
株式が市場で評価されるようになると、株価が上昇し、会社の資金の追加調達力を強化する。また、情報の乏しい投資家を引き付けるために、平均して価格設定を過小にする必要がある。

15, 3 その他の新規発行手続き

- 新規公開の方式

- ・ ブックビルディング方式
引受人が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。
 - ・ 固定価格売出
売却価格を固定する。勝者の災いにさらされる可能性が高い。
 - ・ 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を求められる。
- 競争入札の種類
- ・ 価格差別的入札 (discriminatory-price auction)
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。非常に高いコストが発生する可能性がある。
 - ・ 単一価格入札 (uniform-price auction)
勝者の災いが起こりにくく、結果的に発行者により多くの収入をもたらす。

15, 4 公開会社による証券発行

- 一般公募
企業は SEC に申請書を出せば、一括登録とよばれる、いつでも簡潔な書類を追加するだけで証券発行を行うことができる。
- 国際市場での証券発行
- ・ 証券を国際市場で売り出すときの留意点
 - 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、国際的な債権発行は、一括買取引受という形態をとることがある。
 - ・ 他国の方が高い株価がつくと予想された場合、自国で全く取引されない会社の株式もある。
- 一般公募のコスト
かなりの事務コストと引受人に対する報酬としてのスプレッド。
- 株式発行に対する市場の反応
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 (privileged subscription あるいは rights issues)
広範な投資家に向けて株式を発行する代わりに、現存の株主に対して先行購入権を付与することがある。

15.5 私募と公募

- ・ 私募のメリットとデメリット
SEC に登録するという高コストが回避できる半面、投資家が証券を容易に転売できない。市場性をさほど気にしない社債の分野で発展した。
- ・ 144A
1990年に非登録債の購入者および取引者について規制を緩和した。私募債の流動性を高め、金利や発行コスト引き下げることを目指した。

【コメント】

- ◆ 過小価格は、市場で取引されることにより株価が上昇するとして、それが果たして本当に企業の資金の追加調達力を強化出来るか疑問に思った。
- ◆ 過小価格設定によって、なぜ情報の乏しい投資家を引き付けることができるのか疑問に思った。
- ◆ 単一価格入札が結果的には発行者により多くの収入をもたらすことの原因がよくわからなかった。