

第15章 企業はどのように証券を発行するのか (459p~498p)

2014年7月9日

担当：渡辺

15.1 ベンチャー・キャピタル

ビジネスプランを持ったゼロ段階の企業は、事業のために資金を集めなければならない。そこへ出資することをベンチャー・キャピタルと呼ぶ。

➤ チェックポイントごとの資金調達

ベンチャー・キャピタリストが全ての必要な資金を、創立間もない会社に出資することはほとんどない。

• 第一段階の資金調達

起業家は、ベンチャー・キャピタリストにビジネスプランをプレゼンし、株式を売って事業の準備のための資金を調達する。

• 第二段階の資金調達

事業の準備がうまくいった場合、スムーズに製品の試作、施行販売などのための資金の融資段階(第二段階)へと進むことができる。

• 第三段階の資金調達

業務が順調に進んでいけば、株式を公開し(新規公開)、さらに広い範囲で資金を調達できる。しかしそれは厳しい戦いの始まりでもある。

➤ ベンチャー・キャピタル市場

創業期の会社への出資は身内の資金や銀行ローン、エンジェル投資家と呼ばれる裕福な個人投資家による場合もあるが、多くは専門のベンチャー・キャピタルによることが多い。

• プライベート・エクイティ投資

広義にはプライベート・エクイティとは未上場企業の株式を指し、未上場企業の株式の取得・引受を行うことをプライベート・エクイティ投資と呼ぶ。ベンチャー・キャピタルはその一種である。

➤ ベンチャー・キャピタル投資成功の二つの法則

• 第一の法則：低い成功率を受け入れる

• 第二の法則：不良化した会社には潔く見切りをつける

15.2 新規株式公開

- 新規発行

会社が必要とする資金を、新たに株を発行することで調達する方法。

- 売り出し

会社の創業者やベンチャー・キャピタリストが既存の株式を売却して資金調達する方法。

株式公開の利点⇒株価が会社の業績を測る尺度になり、ストックオプションの付与や株式の換金が可能に。しかし、非公開のまま成長を続ける企業もある。

➤ 新規株式公開のアレンジと引受人

新規株式公開には膨大な手間がかかる。それをサポートしてくれるのが引受人と呼ばれる役割である。

- 株の売り出し準備

株価の売り出し価格を選定した後、潜在的な投資家にたいして会社の説明を行う。その後に正式な発行価格を決めるための会合。

- 引受人の役割

①発行会社へ発行の手続き、資金調達のアドバイス、②発行会社の株式を購入し、③市場へ売り出す。

→自分の信用確保のため、投資家を騙して新規発行株式を売りつけることはない。

- 引受人のリターン

株の販売等のリスクをもつ代わりに、スプレッドで現金の支払いを受ける(7パーセントへの集中というパズル)。

➤ 過小価格設定

投資家が新規の株式にいくら支払うのかという判断は、引受人にとって非常に難しいものである。ゆえに価格は低く設定されることがあり、新規公開株式はその後平均的に収益を上げている。

- 過小価格設定のメリット

①その後の市場取引の中で株価は上昇し、会社の資金調達力を強化する

②勝者の災い:情報不足の投資家を引き付ける⇒グレイ・マーケット

(③引受人が不要な株式の抱え込みリスクを回避し、自らの評判も保とうとする)

犠牲にされた既存株主は、その後の株価上昇にそのコストを忘れる⇒行動心理学

15.3 その他の新規発行手続き

- 米国における新規発行方法: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、それに基づいて発行価格を決める方法。
- 固定価格売出
企業は証券の売却価格を固定し、売り出し証券数を広告、売れ残った株式は引受人が購入。⇒過小価格設定の問題が起りやすい
- 競争入札
投資家は購入予定の証券数、価格それぞれを示して入札し、最も高い値を提示した応札者に落札される。①価格差別的入札、②単一価格入札の二つがある。
⇒過小価格設定の問題は起りづらい

15.4 公開会社による証券発行

- 一般公募
公開企業の社債や株式の公募を行う場合、新規株式公開とほぼ同じ手順を踏む。企業は、一括登録をするだけでいつでも好きな時に証券発行ができる。
⇒引受人のスプレッドは普通株式に比べて小さい
 - 国際市場での証券発行
企業は国際的に取引される証券を発行することができ、以下のことに留意する。
①米国においてはSECの登録は不要であり、②一括買取引受による短時間発行が可能。
- 株式発行に対する市場の反応
ある経済学者は、株式発行の発表が一般的には株価の下落をもたらすことを発見した。
- ひとつの見解:新株発行がもたらす情報の影響
投資家たちは、楽観的な経営陣は株価が過大評価されている時に株式を発行する、悪いニュースが露見する前に社債発行を決心する、という可能性を考慮する。
- 株主割当増資
企業は既存の株主に対して、新株の先行購入権を付与することがある。
⇒市場が支払っても良いという価格以下で発行しても既存株主は犠牲にならない。

15.5 私募と公募

米国ではSEC非登録の債権を私的に販売することができる。公募よりも安上がりだが、流動性は低い。しかしSECは非登録債の流動性を高める規制緩和を実施した。

【コメント】

- 勝者の災いによって株式が過剰評価されることは悪いことなのか。
- 単一価格入札において意図的に価格を釣り上げる投資家は出てこないのか。
- 国際的な証券発行による国内企業への外資流入は歓迎されるべきことか。
- 情報の非対称性があるから市場は面白い。