

2019年7月8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：難波

本章の目的：設立後間もない企業の資金調達方法や地位を確立した企業がさらに資金調達を行うために何をするのかを見ていく

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のことで、投資機関によって行われることも、裕福な個人によって行われることもある
- 私企業を設立してからの資金調達の流れ
 - ゼロ段階・貯金と個人の銀行融資
 - ベンチャー・キャピタリストを納得させられるような事業計画書の作成
 - 第一段階・一部のベンチャー・キャピタリストから出資を受ける
 - 第二段階・第一段階のベンチャー・キャピタルに加え、新たな出資を必要とする
 - 第三段階以降・メザニン・ファイナンスの登場
- 新しい事業の成功は経営陣の努力に負うところが大きいため、ベンチャー・キャピタルは経営陣が一生懸命働くようにインセンティブを付与する仕組みを構築する。
- ベンチャー・キャピタリストは、創業後間もない企業に必要な資金全額を前払いで提供することはなく、各段階で必要な金額のみを提供する。
- ベンチャー・キャピタルはどのように業務が遂行されるかについての発言を求め、取締役会への参画を求め、相当数の議決権を要求する。

▶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。
- コーポレート・ベンチャー：新しく革新的な企業に対して出資を行う
- ベンチャー・キャピタルの投資回収の方法
 - ①新規事業が一たび実績を確立すると大企業へと転売される
 - ②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
- 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）は、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あれば、現株主が持ち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。
- 企業の新規株式公開により、新規資本を調達し、あるいは株主にキャッシュ・アウトが可能になる。これらだけでなく、他にも利点がある。

➤新規株式公開のアレンジ

- 新規株式公開をするためには引受人を選定する必要がある。引受人の役割は、発行会社に対して手続き面や資金調達面での助言、発行株式の購入、購入した株式の売却の3つである。
- 登録届出書（registration statement）：資金調達の提案や企業の歴史、現在の事業および将来の計画についての情報を含む書類
- 申請書の最も重要な部分は、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

発行価格は、まず主要な競争相手の株式の株価収益率やキャッシュフローの割引価値計算を何度も行うことで暫定的に決めた後、潜在的な投資家の反応を見ながら発行価格を決定する。

➤引受人

- 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である。
- 引受人は新規発行がうまくいかないときには、株式発行が過剰宣伝であり、「デュー・デリジェンス（適正な手続き）」を怠っていたとの非難を受けることになりかねない。そのため、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、発行事務を取り扱おうとはしない。

➤新規発行のコスト

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、投資家に対する公募価格（offering price）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

- 新規公開の場合には、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。
- 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からである。

- ・勝者の災い：オークションの最高値落札者は、目的物の価値を過大評価していること
→この危険性に気づいていれば、せり値を引き下げられるかもしれない
- ・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じる

➤証券の発行ブーム

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や、資本コストの下落や経済見通しの向上したときに、多くの起業家が競って資金調達を行うためである。

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を設定する
- ・ブックビルディング方式は、引受人が発行価格の決定に最も役立つ指値を提示した投資家を優遇し、過小価格設定の形をとった報酬を与えることが可能である。
- ・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し、最も高い応札者に証券が売却される

➤競争入札の種類：寄り道

- ・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
- ・単一価格入札：すべての落札者が最低落札者の応札価格で購入する

15.4 公開会社による証券の売出し

➤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。
- ・一括登録：企業が資金を必要としたり、有利な価格で証券発行を行うことができると考えたりした際に、簡潔な書類を追加するだけで証券を発行できること

➤国際市場での証券発行

- ・企業が外国の国内市場で債券を発行する場合は、その国の規則に従う。
- ・ユーロ債：国際銀行団によって引き受けられて、多くの国の投資家に同時に売り出される
- ・自国では全く取引されていない会社の株式が、海外で売り出されることもある。

➤公募のコスト

- ・企業が証券の公募を行う場合には、通常、かなりの事務コストがかかる。

- 債券引き受けのスプレッドは、普通株式の場合よりも小さい。また、大型発行の場合の方が小型の発行よりもスプレッドは小さい傾向にある。

➤株式発行に対する市場の反応

- 株式発行の発表は、一般的に株価の下落をもたらす。
- 新株発行の際に株価が下落するのは、株式の追加供給の見通しによって、株価が押し下げられたのではなく、情報効果に基づくものである。

➤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、企業は、既存株主に対して先行購入権を付与すること
- 企業が新株を成功裏に販売できる限りにおいて、株主割当増資の場合の発行価格は重要ではない。

15.5 私募と公募

- 企業が公募発行する場合には、常にその発行を SEC に登録しなければならないが、証券を私的に販売することで回避できる。
- 非登録債は、大手金融機関のあいだで相互取引することが可能である。

【コメント】

- マービン社の第二段階のバランスシートが理解できなかった。(601p)
- メザニン・ファイナンスはベンチャー・キャピタルの次に登場する投資家という認識で合っているか。(602p)
- ベンチャー・キャピタルの投資回収の方法がわからなかった。(604p)
- 612p 最終段落がよくわからない。
- スプレッドの仕組みがわからない。パーセンテージが何を表しているのかわからない。(615p)
- 株主割当増資の具体例がわかりにくかった。(632p)