

第4章 株式発行市場

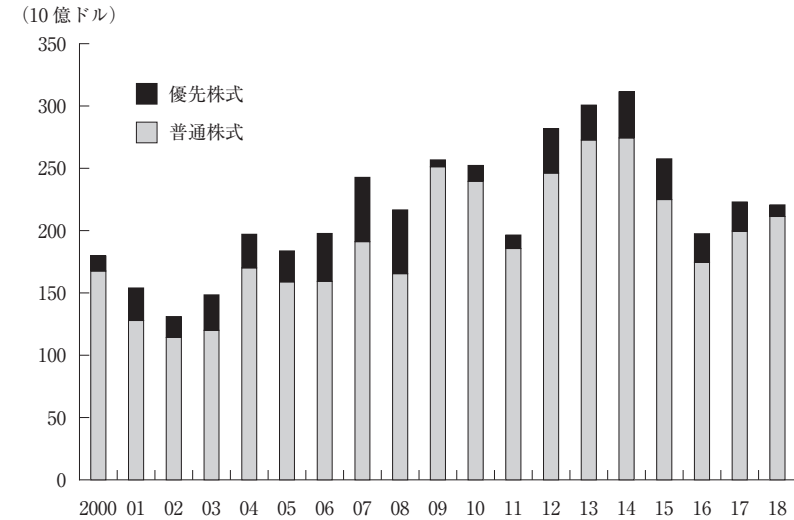
1. 概観 アメリカの株式発行市場は、公募（public offering）発行市場と私募（private placement）発行市場に大別される。主流をなすのは公募市場であるが、近年、SEC 規則144Aの活用による私募発行市場の重要性も増している。

公募発行市場には、新規公開（initial public offering, IPO）と既公開会社による公募増資（secondary offering, seasoned equity offering）ならびに外国会社による株式発行とがある。1990年半ば以降2000年までは、好調なアメリカ経済を背景に株式発行は増加した。IT バブルの最盛期である2000年には600億ドルを越える純粋な IPO が行われたが、その後急速にしばみ景気回復と共に IPO の金額も増え、2007年には540億ドルまで回復した。しかし、翌年にはサブプライム金融危機のあおりを受けて純粋な IPO は75億ドルまで減少した。しかし、2008年以降は回復し、2012年にオバマ政権下で成立した新興企業促進法（JOBS 法）のもと2014年には過去最高となる940億ドルのを記録した。しかし、その4割強は米国外企業による IPO に占められており、その後の IPO 市場は、好調な景気や株価とは裏腹に低調である。米国証券業金融市場協会（SIFMA）は、特に小規模な IPO が減少していることについて、現在の規制環境が影響しているとの見解を示している。

株式発行市場というと IPO が注目されがちではあるが、資金調達手段としての発行市場の主役は既上場企業による発行である。2000年以降では金額で見ても少なくとも6割以上、リーマンショック直後では9割以上が既上場企業による発行で占められている。

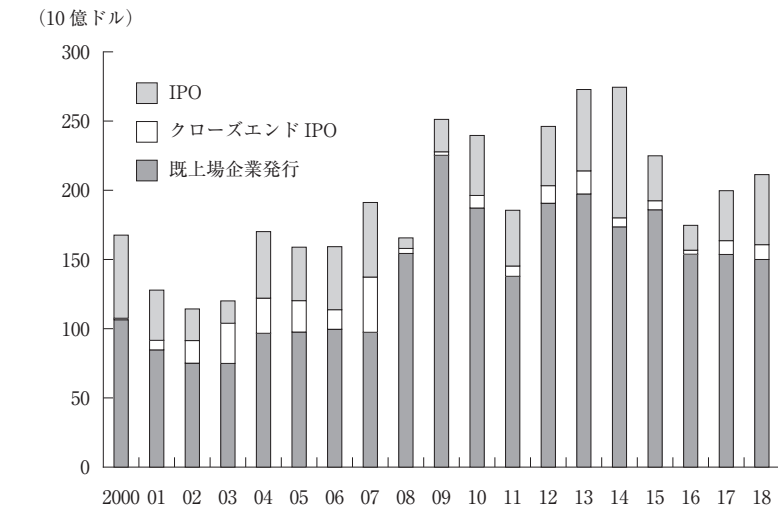
公募発行を実施するにあたっては、主幹事引受業者（lead manager）は1933年証券法に基づき発行会社に関する「適切な調査」（due diligence）を行うべきものとされている。また、SEC への登録届出書（registration statement）のファイリングが必要となっている。なお、1980年代以後 SEC は公募増資実施における一括登録制度導入等、次々に公募手続きの簡素化措置を打ち出している。

国内株式発行額



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

国内普通株式発行内訳



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

2. 新規公開発行 (IPO) IPO とは、非公開会社の株式を株式市場で自由に売買可能にすることである。IPO の実施に際しては、発行会社、弁護士、投資銀行から構成される引受シンジケート、会計士、外部アドバイザーなどから構成される公開チームを組成するのが通常である。IPO の概要が決められると、引受シンジケートは後日、引受契約に引き継がれる合意書 (letter of intent) を発行会社と締結する。

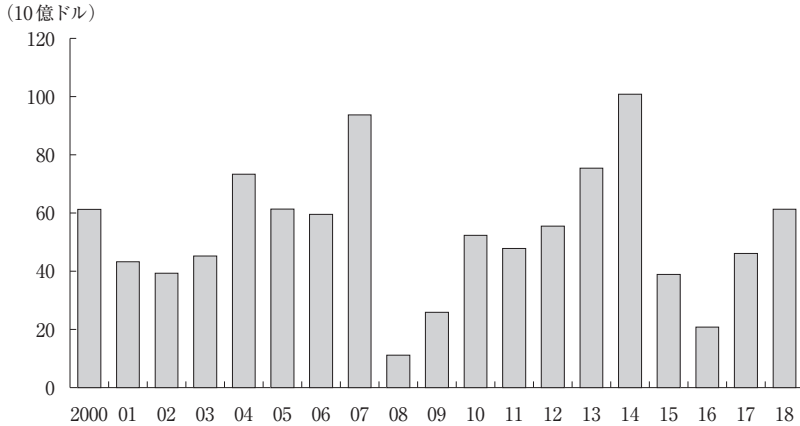
IPO を成功させるに当たって、投資家の需要動向を探ることは大変重要である。それを目的として行われる中心的なイベントがロードショーである。ロードショーとは、引受シンジケートの手配によって発行会社が機関投資家に対して事業内容等を説明し、発行条件に対する意見聴取等を行うものである。ロードショーの実施後に公開価格が決定される。

また、公開価格の決定においてはマーケット状況とともに過去の IPO における価格形成の傾向も勘案される。一般に5ドル以下の価格ではハイリスクに過ぎる発行体という印象を与え、20ドル以上は名門企業でもない限り値がさ感が強いとされる。したがって、公開価格は概ね10ドル~20ドルの範囲で決定されている。加えて、公開後の流通市場における円滑な取引と価格形成を考慮して、公開価格には、相当のディスカウントが行われるのが一般的である。

株式公開時に予定数を超える需要があった場合、価格安定のために、主幹事が発行企業から株式を買い取り、募集・売り出しと同条件で売却することがある。主幹事とは、引受シンジケートの中で代表となる役割を担う投資銀行を指す。主幹事が株式を発行企業から買い取るその権利をグリーン・シュー・オプションまたはオーバーアロットメント・オプションと呼び、FINRA はこのオプションを発行株式数の15%までに制限している。

なお、アメリカにおいて発行会社が公開を選択する主な株式市場としては、ニューヨーク証券取引所とナスダック証券取引所が挙げられる。特にナスダック証券取引所の公開基準では税引き前利益に関するものが存在していないため、多くのベンチャー企業を引き付ける結果となっている。マイクロソフト、インテルを始め GAFA と呼ばれる、グーグルアップル、フェイスブックアマゾンなどの企業が同証券取引所に公開している。

新規公開発行額



株式公開日を基準とした大まかなタイムライン

公開までの日数	スケジュールの内容
16週前	発行体による引受業者の選定
15週前	発行体、引受業者、弁護士などが IPO に関する期日、作業内容などのプロセスに関する話し合いを持つ
14～12週前	株式公開関係者が、SEC に提出する登録届出書などの作成を開始 引受業者、弁護士などが登録届出書の品質向上のためデュー・デリジェンス調査を開始
11週前	登録届出書を SEC に提出
10～9週前	ロードショーの準備開始
8週前	登録届出書に対する SEC からのコメントを初めて受領 SEC は、発行体及び引受会社によるマーケティングや情報提供を限定的に認可。引受業者は、仮目論見書（登録届出書の一部）を投資家に配布
7～4週前	SEC から受けた登録届出書の指摘部分を修正
3週前	SEC に完成した登録届出書を提出し、承諾を得る
2週前～前日	公開価格の仮条件レンジを設定。仮目論見書に記入 発行体、引受業者等により、ロードショー開始 ロードショー中に株式需要を調査し、公開価格を決定。最終目論見書を作成
当日	株式公開。会計監査人が引受業者に対し、発行体の財務情報等に関する詳細なレター（コールド・コンフォート・レター）を送付
7日後	会計監査人が引受業者に対し、発行体の財務情報等に関する詳細なレター（プリンク・ダウン・レター）を再度送付。これにより、一連の株式公開業務が終了する
40日間	クアイエット・ピリオド。発行体に対して、情報は目論見書のみで開示される。この期間が明けると、アナリストがカバレッジを開始
180日間程度	ロックアップ期間（インサイダー株主が株式売却を制限される）

〔出所〕 各種資料により筆者作成。

3. 公募増資発行 (PO) 公募増資とは、既公開会社が株式を新規発行するに当たって、不特定多数の投資家に対して広く取得の申込募集を行うことである。既上場企業の株式発行において、公募増資がかなりの部分を占めている。

公募増資のプロセスについては、新規公開発行の場合と同様に SEC へ登録届出書を提出後、ロードショー等のマーケティングを行って需要調査した上でブックビルディングを実施して公募価格および購入者を決定するというフルマーケティング方式が一般的であった。しかしながら、1983年に一括登録制度が導入されたことをきっかけとして、アクセラレーティッド・ブックビルディング方式 (Accelerated Bookbuilding) が現在の主流となっている。

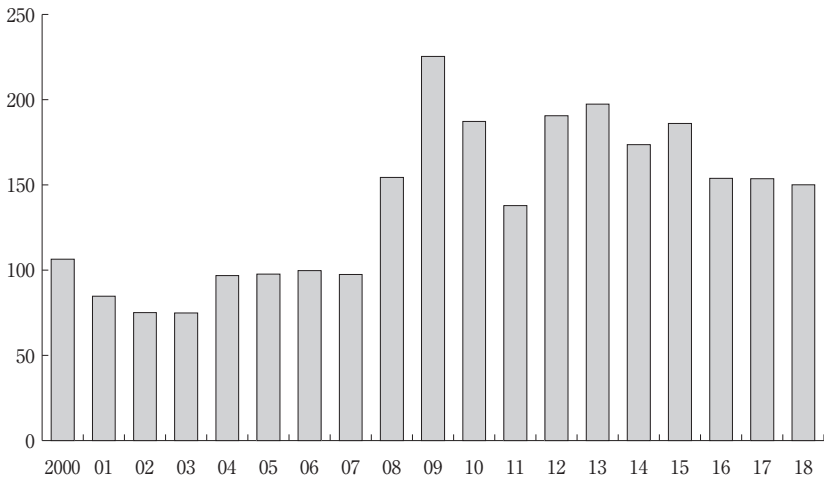
アクセラレーティッド・ブックビルディング方式とは、事前に一括登録制度を通じた登録届出書の提出を行った上で、勧誘活動の一環であるプレヒアリングを行って投資家の需要を固め、その後に実際の公募増資の公表および実施するというプロセスを踏むものである。公表から実施までの期間について、フルマーケティング方式を採用した場合に2週間程度であったものが、アクセラレーティッド・ブックビルディング方式では1から2日に短縮することが可能となる。

なお、一括登録制度であるが、一定の適格要件を満たしている公開会社が今後3年以内に予定する有価証券の募集または売出しについて、登録届出書を SEC に提出していれば、その有価証券の募集または売出しの届出手続きの代わりに、発行株式数や公募価格の仮条件等を追記した訂正届出書等を提出することにより、募集または売出しをおこなうことが可能になるというものである。また、プレヒアリングとは、公募増資実施の公表に先立ち、投資銀行が特定少数の機関投資家に対して、公開会社および公募増資に関する情報を極秘に提供し、当該公募増資実施の判断の前提となる需要調査を行うことである。

アクセラレーティッド・ブックビルディング方式が普及した背景としては、いくつかの理由が挙げられる。その1つとして、株式公募増資の発表後に生じる株価下落を抑える効果が指摘されている。つまり、株式公募増資を実施しようとする上場企業にとって、より有利な公募価格での株式発行が可能になるという利点があるとされる。

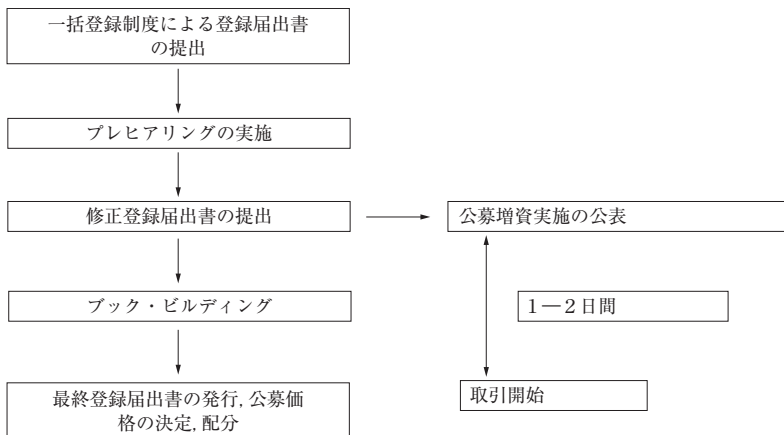
既上場企業による株式発行額

(10億ドル)



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

アクセラレーティッド・ブックビルディング方式の大まかなタイムライン



〔出所〕 各種資料により筆者作成。

4. 登録届出適用除外取引 一定の要件を充たせば、1933年証券法で必要とされたSECへの登録届出を免除される発行がある。アメリカではかかる適用除外取引として少額免除や一定の州内取引、ペニースtock発行等が定められており、ルールの特化等も寄与して、こうした株式発行が急増した。これらは公募におけるような詳細な法定ディスクロージャーの必要がないことから、手続き的にも簡便でかつ発行費用を節約できるメリットがある。

適用除外取引に関する中心的規定はレギュレーションDである。

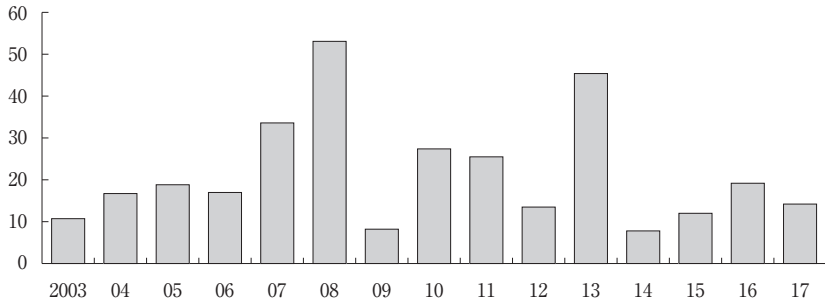
少額免除にかかる規則504は、投資会社または証券取引所法上の登録会社でない発行者が、100万ドル以下で12ヶ月を超える発行につき、発行者が証券購入者に対して発行に先立つ合理的期間内に重要情報を提供すれば、登録届出書を免除されると定めている。ただし各州のブルー・スカイ法に適合する必要がある。規則504との関連ではスタートアップ企業や成長過程の企業等を対象に、毎年100万ドルまでのエクイティ・ファイナンスにつき簡素な様式の提出（SECにForm D、州にForm U-7）で足りるとするSCOR（Small Corporate Offering Registration）プログラムが存在する。SCORの活用で最大75%の経費節減が可能といわれている。規則505は、投資会社以外の発行者が500万ドル以下の発行について、適格投資家（accredited investor）と35名以下の非適格投資家が対象であれば登録届出書の免除を認めている。なお、適格投資家とは、一定の要件を充たす金融機関等であり、規則501に定義されている。

私募についてはレギュレーションDの規則506が規定している。これは発行額に制限はないが、対象とする投資家は適格投資家および35名以下の洗練された投資家（sophisticated investor、金融と事業について知識と経験を有する投資家）でなければならないとするものである。また、1990年には適格機関投資家（qualified institutional buyers, QIB）間の私募株式の転売制限を大幅に緩和した規則144Aが制定されている。

一般的に私募株式の発行額および発行件数は公募のそれらと比較してかなり小さいものである。特に発行件数については、2008年を境に減少傾向となっている。2012年のJOBS法の成立により、インターネットやメディアを用いた一般的勧誘が可能となったが、その効果は限定的に見える。

私募株式発行額

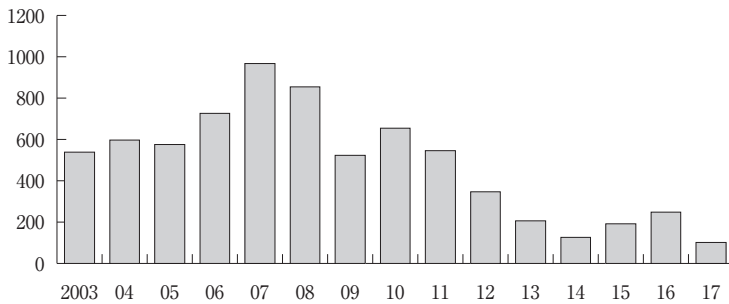
(10億ドル)



〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018より作成。

私募株式発行件数

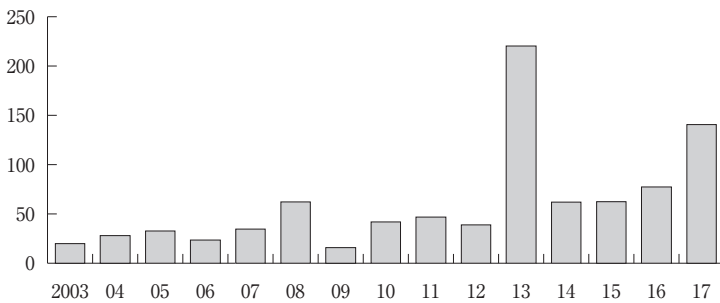
(件)



〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018より作成。

私募株式発行平均額

(100万ドル)



〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018より作成。

5. 外国株式の発行 国際的な証券規制機関の関係緊密化による証券市場の国際化の象徴が、アメリカにおける外国企業の預託証券発行である。

1927年、JP モルガンはアメリカ国内の投資家に対して、イギリス企業のアメリカ預託証券（American Depositary Receipts, ADR）を開発した。その後 ADR には次第に改善が加えられるとともに、SEC の規制緩和も進められ、レギュレーション S は規則144A の国際的適用について定めている。

ADR は外国の特定の発行者名でアメリカの預託銀行が発行するドル建ての登録証券である。預託銀行は投資家のために当該発行者の株式を預託することを保証している。発行者の原株式は預託銀行の現地におけるカストディアン（custodian）に保管されており、ADR は発行者のエクイティを表象している。具体的には、預託銀行は発行者の自国で仲介業者を通じてその株式を取得し、これを現地の関連カストディアンに預ける。カストディアンの株式授受を確認すると、預託銀行は投資家向けに必要な数の ADR を発行するのである。預託銀行は、ADR の発行業務以外にも配当等の支払いや財務諸表の配布、株主総会通知などの ADR にかかわるサービス全般に係わっており、現状、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンが最大規模となっている。また ADR は、証券取引所や店頭市場で流通市場が形成されている。

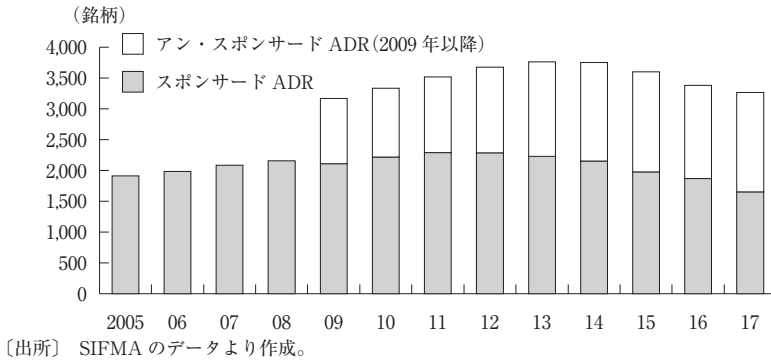
現在、銘柄数は3000を超え、取引金額は3兆ドルを超える巨大な市場が形成されているものの、ここ数年は伸び悩んでいる状況が垣間見える。

ADR プログラムはアン・スポンサード（unsponsored）とスポンサード（sponsored）の2種類に大別される。後者はさらにレベルⅠ ADR、レベルⅡ ADR、レベルⅢ ADR、規則144A ADR に分類できる。アン・スポンサードプログラムは発行会社の意思によらず投資家の要請で預託銀行が発行するもの、スポンサードは発行会社の意思によるものである。

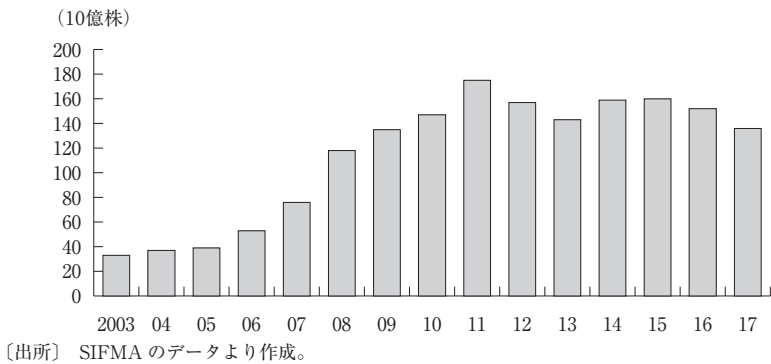
レベルⅠは簡易な開示による店頭市場取引用（1998年よりピンクシート以外では取引所法12条に基づく登録が必要になった）、レベルⅡは証券取引所上場でF-6様式による完全開示を要するもの、レベルⅢは上場に加え公募発行を行う場合のものでF-1様式のSEC ファイリングが必要となっている。

なお、ヨーロッパ株式市場と併行発行する場合に利用される GDR（Global Depositary Receipts）もある。

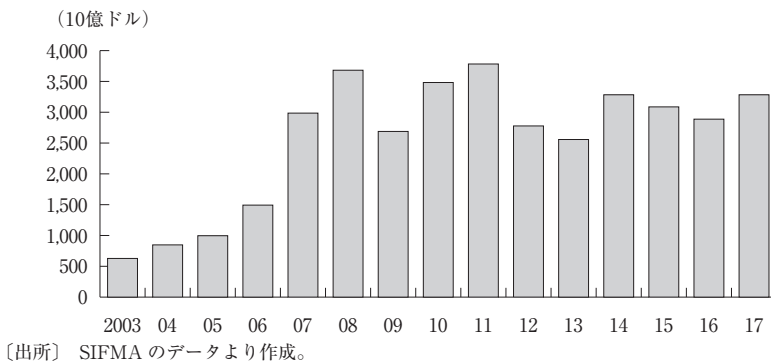
ADR 銘柄数



ADR 取引株数



ADR 取引額



6. 投資銀行の役割 投資銀行は2節や3節で略述した一連の発行業務全体に深くかかわっている。これまで投資銀行は、M&A 関連業務、事業再構築業務、資産運用等に積極的な展開を見せてきたが、その中核をなすものは引受業務である。

発行会社と引受投資銀行の間で締結される引受契約には2タイプがある。第1は確約方式 (firm commitment) で、引受投資銀行は発行株式の全額を買い取り、これを市場で売り付けることを約するもの、第2はベストエフォート方式 (best efforts underwriting) で、引受投資銀行は総額の買い取りをコミットせず、代理人 (agent) として行動するもの、である。後者はIPOの一部や比較的投機的な発行でみられるが、主流は確約方式である。

株式公募では、通常、複数の引受投資銀行がシンジケーションを組む。発行会社との諸交渉を行いながらこれを取りまとめていくのが主幹事 (lead manager, managing underwriter) である。主幹事は法定手続きの実行についてはもちろん、ロードショーやアレンジや募集価格の決定 (pricing) に非常に重要な役割を演じている。

ロードショーとは、発行会社についての投資家の理解を深め投資を勧誘するために、募集対象地域内の主要機関投資家やアナリストに会社説明会を提供するもので、募集に先立つ重要なマーケティング活動と位置付けられる。特に重要度の高い投資家には個別ミーティングも行われてきたが、2000年にSECが公正開示規則 (Regulation Fair Disclosure) を採用し、慎重な対応を求めた。また、募集価格の決定には、マーケットへの深い理解と経験を要し、主幹事に選定されるためにはこの面のノウハウの蓄積が不可欠である。

さらにアフターマーケットに関しても主幹事は重大な係わりを持つ。証券発行時に発行者などの取引を規制するレギュレーションMのもと、安定操作 (Stabilization) 期間中には相応の買い支えを行うなど、株式公募の最後まで責任を負うわけである。このような主幹事は長年の実績と経験が重視され、引受額の上位に位置する数社はかつてはスペシャル・ブラケットと呼ばれていた。

投資銀行へ支払われる手数料は幹事手数料 (management fee)、引受手数料 (underwriting/syndicate allowance)、販売手数料 (selling concession) から構成される。

2017年 IPO 引受ランキング

投資銀行	調達手取金 (100万ドル)	順位	2016年 順位	シェア (%)	件数	幹事手数料 (100万ドル)
JP モルガン	3,789.5	1	2	12.4	43	203.2
モルガン・スタンレー	3,174.8	2	5	10.4	36	184.7
ゴールドマンサックス	3,077.8	3	1	10.1	32	172.9
シティ	2,443.7	4	3	8.0	35	129.4
クレディ・スイス	2,352.4	5	8	7.7	27	87.6
バークレイズ	2,138.7	6	4	7.0	22	67.4
RBC キャピタル・マーケット	1,620.5	7	10	5.3	22	54.2
バンクオブアメリカメリルリンチ	1,614.6	8	6	5.3	26	85.5
ドイチュ・バンク	1,491.8	9	7	4.9	15	54.9
ウェルス・ファースト	1,246.8	10	9	4.1	22	56.2
業界全体	30,626.0	—	—	100.0		1606.2

〔出所〕 トムソン・ロイター

2017年既公開企業株式発行引受ランキング

投資銀行	調達手取金 (100万ドル)	順位	2016年 順位	シェア (%)	件数	幹事手数料 (100万ドル)
ゴールドマンサックス	19,404.7	1	2	13.8	112	414.8
モルガン・スタンレー	18,664.2	2	4	13.2	122	367.5
JP モルガン	17,495.7	3	1	12.4	141	432.1
バンクオブアメリカメリルリンチ	14,354.4	4	3	10.2	115	341.8
シティ	11,789.7	5	7	8.4	89	275.5
バークレイズ	11,121.7	6	5	7.9	79	194.5
クレディ・スイス	7,427.5	7	6	5.3	74	201.8
ウェルス・ファースト	6,666.5	8	8	4.7	75	189.8
RBC キャピタル・マーケット	3,865.4	9	11	2.7	50	90.3
ジェフリーズ LLC	2,762.8	10	12	2.0	49	105.9
業界全体	141,094.0	—	—	100.0	666	3941.1

〔出所〕 トムソン・ロイター