

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発行市場であるが、近年、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。

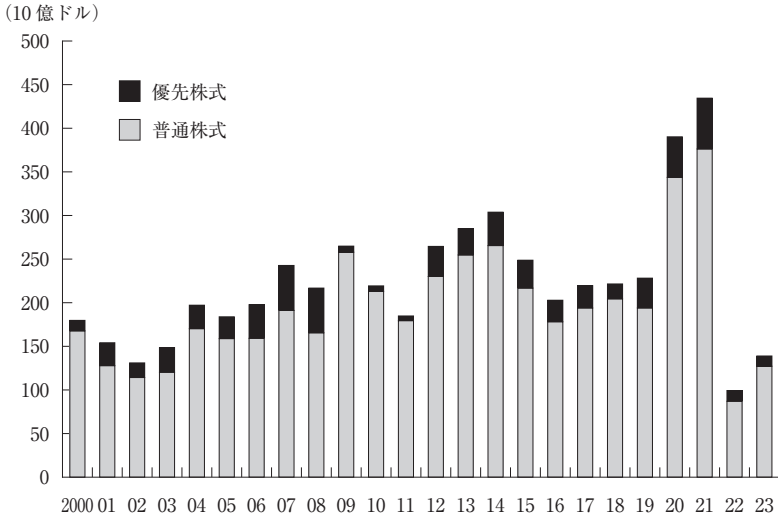
1990年半ば以降2000年までは、好調なアメリカ経済や株式市場を背景に株式発行は増加した。ITバブルの最盛期である2000年には600億ドルを越えるIPOが行われたが、バブル崩壊後は急速にしぼんだ。その後の景気回復と共にIPOの金額も増え、2007年には540億ドルまで回復したが、翌年にはサブプライム金融危機のあおりを受けてIPOは75億ドルまで減少した。

しかし、2009年以降はIPOは緩やかに回復し、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935億ドルに達した。ただし、その4割強は米国外企業によるIPOに占められており、その後は経済や株式市場は好調であるにもかかわらずIPOは低位にとどまった。2020年からのコロナ禍のもとでは金融緩和が実施され、主要株価指標が最高値を更新するなかIPOが急増し、2021年には過去最高となる1,536億ドルを記録した。特別買収目的会社（special purpose acquisition company, SPAC）のIPOが急増したことも、IPOブームの一因となった。しかし、その後はインフレや金融引き締め、地政学リスクを警戒し株式市場が軟調となり、IPOは急減した。

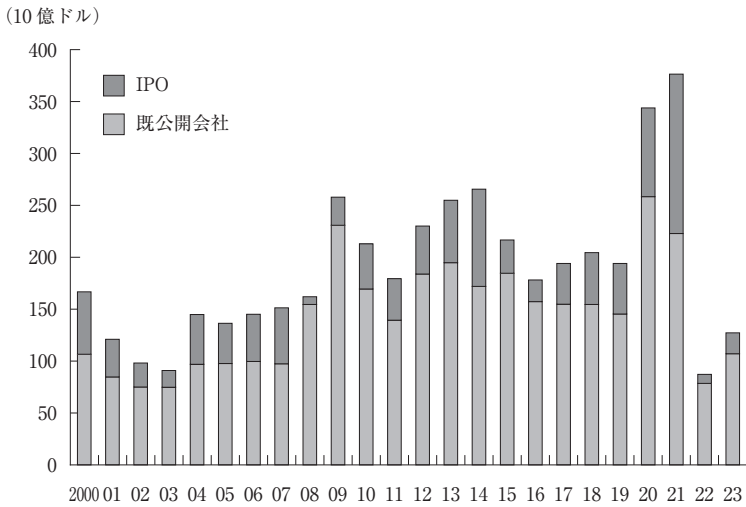
株式発行市場というとIPOが目されがちではあるが、資金調達手段としての発行市場の主役は既公開会社による発行である。2000年以降では金額で見ても概ね6割以上、足元では8割以上が既公開会社による発行である。

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）の提出が義務付けられている。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、次々に手続きの簡素化措置を打ち出している。

国内株式発行額



国内普通株式発行額内訳



2. 新規公開発行 (IPO) IPOとは、非公開会社が初めて発行市場で株式を一般投資家に発行し資金を募ることである。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。

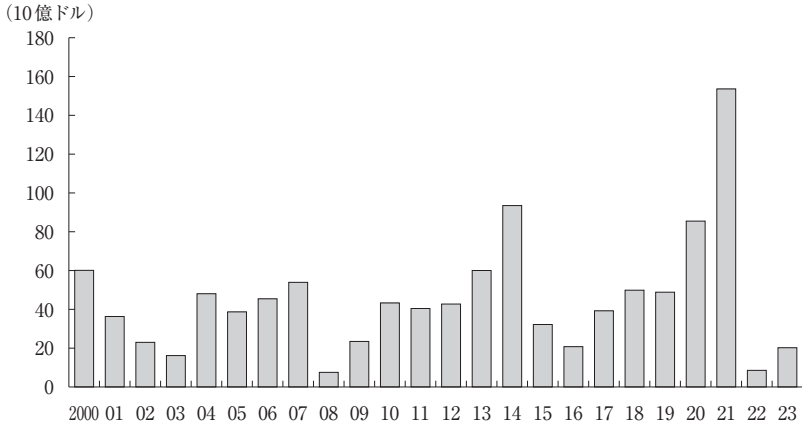
IPOを成功させるに当たって、投資家の需要動向を探ることは大変重要である。それを目的として行われる中心的なイベントがロードショーである。ロードショーとは、引受シンジケートの手配によって発行会社が機関投資家に対して事業内容等を説明し、発行条件に対する意見聴取等を行うものである。ロードショーの実施後に公開価格が決定される。

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、主幹事が発行会社から株式を買い取り、募集・売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会社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。GAFAMと呼ばれる、アルファベット (グーグル)、アップル、メタ・プラットフォームズ (フェイスブック)、アマゾン・ドット・コム、マイクロソフトや、エヌビディアなどが同証券取引所に公開している。

新規公開発行額



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

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〕 各種資料より作成。

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あたり、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。既公開会社の株式発行においては、公募増資がかなりの部分を占めている。

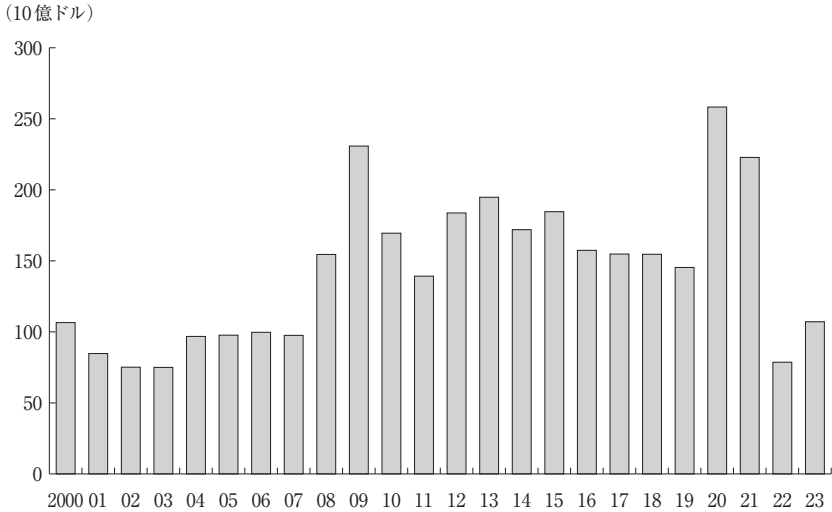
公募増資のプロセスについては、新規公開発行の場合と同様に、SECへ登録届出書を提出後、ロードショー等のマーケティングを行って需要調査した上でブックビルディングを実施して公募価格および購入者を決定するというフルマーケティング方式が一般的であった。しかしながら、1983年に一括登録制度が導入されたことをきっかけとして、アクセラレーテッド・ブックビルディング方式 (accelerated bookbuilding) が現在の主流となっている。

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、その後実際公募増資を公表し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は2週間程度であったものが、アクセラレーテッド・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。

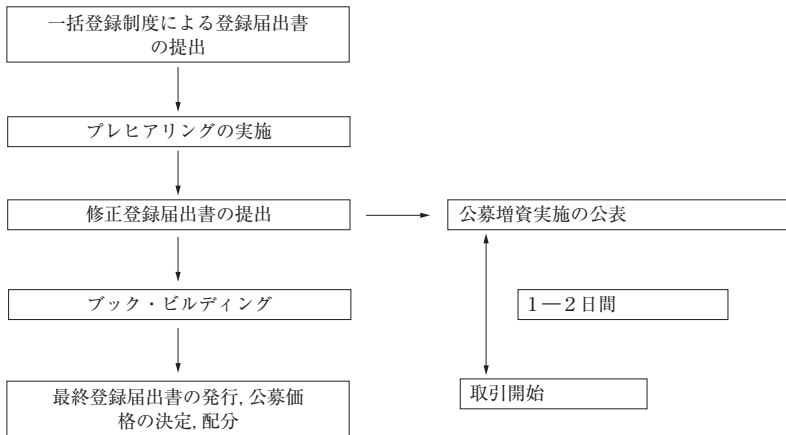
なお、一括登録制度とは、一定の適格要件を満たしている公開会社が今後3年以内に予定する有価証券の募集または売出しについて、登録届出書をSECに提出していれば、その有価証券の募集または売出しの届出手続きの代わりに、発行株式数や公募価格の仮条件等を追記した訂正届出書等を提出することにより、募集または売出しを行うことが可能になるというものである。また、プレヒアリングとは、公募増資実施の公表に先立ち、投資銀行が特定少数の機関投資家に対して、公開会社および公募増資に関する情報を極秘に提供し、当該公募増資実施の判断の前提となる需要調査を行うことである。

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。

既公開会社による株式発行額



アクセラレーテッド・ブックビルディング方式の大まかなタイムライン



〔出所〕 各種資料より作成。

4. 登録届出適用除外取引 アメリカでは証券を募集するにあたり、SECへの登録届出が1933年証券法で義務付けられているが、一定の要件を満たせば、登録届出義務から適用除外とすること（exempt offering）が認められている。近年、SECへの登録届出義務に伴う情報開示等の規制遵守コストの重さが、ベンチャー企業など未公開会社による資金調達への拡大を妨げているといった観点から、登録除外の対象範囲を拡大する方向で制度改正が進められてきた。加えて、未公開会社に投資する投資ファンドの活動が活発化していることもあって、登録除外の規定を利用した資金調達の規模は拡大している。SECの推計によれば、2022年7月から2023年6月の1年間の調達額は、登録届出を行う公募での調達が1.1兆ドルであるのに対し、登録届出適用除外等を利用した調達は4.2兆ドルである。

登録届出適用除外に関する中心的規定はレギュレーションDである。レギュレーションDの規則506は私募にかかる規定である。506（b）と506（c）はいずれも募集額の制限はないが、506（b）を利用した調達額が特に大きい。506（b）では、投資家は自衛力認定投資家（accredited investor）及び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）でなければならず、ネットやメディア等を用いた一般的勧誘はできない。506（c）では、投資家は自衛力認定投資家に限られるが、一般的勧誘は可能である。ただし、発行体は投資家全員が自衛力認定投資家であることを確認するための合理的な措置を講じなければならない。なお、自衛力認定投資家とは、一定の要件を満たす自然人（個人）と事業体であり、規則501（a）に定義されている。

レギュレーションDの規則504は小規模募集にかかる規定である。募集限度額は12カ月間で1,000万ドルであり、1934年証券取引所法上の報告会社や投資会社等ではない発行体が利用できる。投資家に関する制限はなく、一般的勧誘も限られた場合には認められている。

2015年に導入されたレギュレーションCF（Crowdfunding）は、証券投資型CFにかかる規定である。募集限度額は12カ月間で500万ドルであり、募集は登録仲介者を通じてインターネット・プラットフォーム上で行われ、一般的勧誘も限定的に認められる。投資家は非自衛力認定投資家の場合には投資額が制限される。転売は可能だが証券取得後1年間の制限がある。

登録届出適用除外等を活用した資金調達額

根拠規定	調達総額 (10億ドル)	調達額中央値 (万ドル)
レギュレーションD規則506 (b)	2,700	120
レギュレーションD規則506 (c)	169	75
レギュレーションA	1.5	160
レギュレーションD規則504	0.258	25
レギュレーションクラウドファンディング	0.352	10
その他 (規則144A, レギュレーションS)	1,300	—

(注) 2022年7月1日から2023年6月30日の1年間の調達額。

〔出所〕 SEC より作成。

主な登録届出適用除外等の取引規定の概要

根拠規定	12カ月以内の募集上限	一般的勧誘	発行体の要件	投資家の要件	SECへの届出	転売制限
1933年証券法4条(a)(2)	なし	不可	なし	公募を伴わない取引に限る	なし	転売不可
レギュレーションD規則506 (b)	なし	不可	「悪者」は不適格	自衛力認定投資家及び35名以下の洗練された非認定投資家 (90日以内)	フォームD (非認定投資家に対しては財務諸表)	転売不可
レギュレーションD規則506 (c)	なし	可	「悪者」は不適格	自衛力認定投資家 (発行者は投資家全員が自衛力認定投資家であることを確認するための合理的な措置を講じる必要)	フォームD	転売不可
レギュレーションA (Tier1)	2,000万ドル	可, TWも可	米国またはカナダの発行体であること。登録投資会社等を除く。「悪者」は不適格。資産担保証券は不可	なし	フォーム1A (2年分の財務諸表を含む)	転売可
レギュレーションA (Tier2)	7,500万ドル			非認定投資家については投資額の制限あり	フォーム1A (2年分の監査済財務諸表を含む)	転売可
レギュレーションD規則504	1,000万ドル	限られた場合のみ可	取引法上の報告会社や登録投資会社等を除く。「悪者」は不適格	なし	フォームD	原則転売不可
レギュレーションCF	500万ドル	フォームC提出前はTWのみ可。フォームC提出後は一般的勧誘も可 (広告の制限あり)。募集は登録仲介者によるインターネット・プラットフォーム上においてのみ可	米国外の発行体を除く。取引法上の報告会社や登録投資会社等を除く。投資会社等は不可。「悪者」は不適格	自衛力認定投資家は制限なし、非認定投資家は投資額制限あり	フォームC (2年分の財務諸表を含む)	12カ月間の転売制限

(注) 1. TWはTest the Waterの略で、発行者による機関投資家を対象とする潜在的な需要調査。
 2. 「悪者」(Bad Actor)とは一定の違法行為により有罪判決を受けたり行政処分等の対象となった者。

〔出所〕 SEC 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は特定の外国発行体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体の株式を預託することを保証している。発行体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は発行体のエクイティを表象している。具体的には、預託銀行は発行体の自国で仲介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。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関わっており、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。

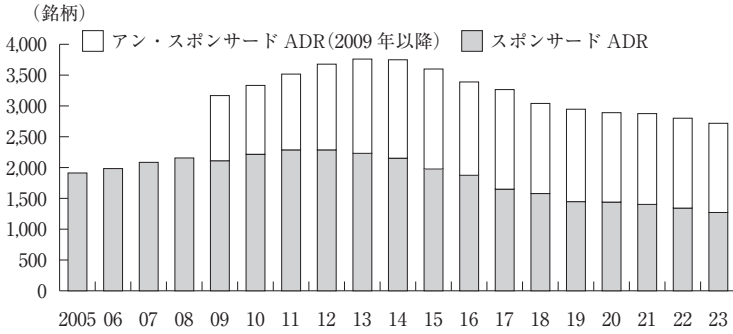
2023年時点では、ADRの銘柄数は2,720、取引額は4兆ドルを超える規模となっている。

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・スポンサードは外国発行体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、スポンサードは外国発行体の意思によるものである。

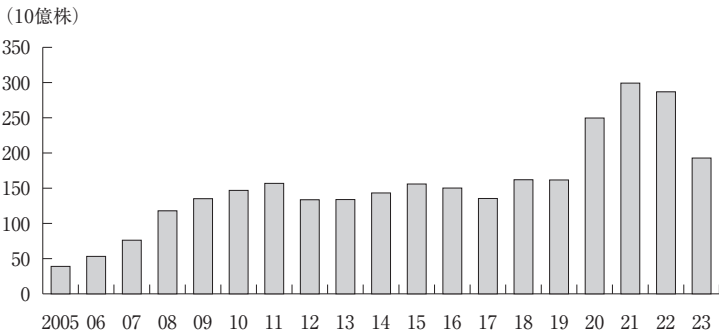
SECへの登録は、レベルIは店頭市場取引用でフォーム6の登録、レベルIIは証券取引所上場用でフォームF-6の登録と外国発行体によるフォーム20-Fの登録、レベルIIIは上場に加え公募発行を行う場合のものでフォームF-1、フォームF-3、またはフォームF-4の登録と外国発行体によるフォーム20-Fの登録が、それぞれ必要となっている。

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。

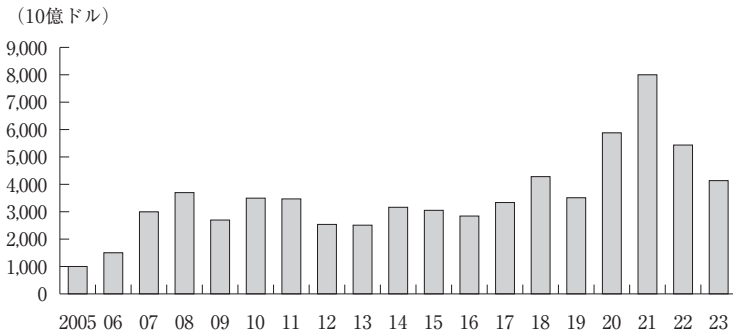
ADR 銘柄数



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行ってきたが、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トを組む。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果たしている。

ロードショーは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ており、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、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。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がレギュレーションFD (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関わりを持つ。証券発行時に発業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。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しか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。

2023年 IPO 引受ランキング

投資銀行	調達手取金 (100万ドル)	順位	(2022年) 順位	シェア (%)	件数
JP モルガン	1,395	1	2	11.6	12
ゴールドマンサックス	1,154	2	3	9.6	8
シティ	1,069	3	6	8.9	6
BofA 証券	1,029	4	4	8.5	8
パークレイズ	704	5	10	5.8	7
ジェフリーズ	688	6	8	5.7	8
RBC キャピタル・マーケット	607	7	—	5.0	4
UBS	601	8	—	5.0	2
スタイフェル /KBW	560	9	11	4.6	9
HSBC ホールディングス	539	10	—	4.5	2
業界全体	12,060	—	—	100.0	64

〔出所〕 LSEG Data & Analytics のデータより作成。

2023年既公開会社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	(2022年) 順位	シェア (%)	件数
ゴールドマンサックス	14,264	1	2	18.1	85
JP モルガン	11,572	2	1	14.6	95
BofA 証券	9,039	3	4	11.4	80
モルガン・スタンレー	7,698	4	3	9.7	61
シティ	4,973	5	5	6.3	44
パークレイズ	3,277	6	12	4.2	36
ジェフリーズ	3,195	7	6	4.0	53
RBC キャピタル・マーケット	2,356	8	9	3.0	35
ウェルズ・ファーゴ	2,013	9	10	2.9	29
コーウェン	1,759	10	11	2.2	38
業界全体	79,037	—	—	100.0	426

〔出所〕 LSEG Data & Analytics のデータより作成。