

# 米国のIPOと証券発行規制について

辰巳 憲一

## 1 はじめに

IPO(新規公開発行。特に株式を主として指す)が日本だけでなく、英国、ドイツ、フランス、イタリア、などの世界の先進の株式市場で関心を集めている。しかしながら、IPOにおける基本的な分析概念は米国の制度を前提に米国で生まれたものである。それゆえ、米国のIPOとその制度を解説し、規制の効果を検証している研究を展望しておく意義は大いにある。

そして、日米などで制度改革が懸案となっている分野であり、変化は日進月歩の様相を呈している。それゆえ、制度に関わる記述は、本稿では2006年3月時点で記していることを、断っておきたい。また、本稿は辰巳(2006(a))(2006(b))の続編であるため、それらで多少とも詳しく解説した事柄とそれらで引用した参考文献は省いている。

## 2 IPOと証券発行

### 2-1 IPOという言葉と基礎概念

#### (1) IPOとは

IPOは企業による最初の新規公開発行(initial public offering)を意味し、immediate profit opportunitiesやIt's probably overpricedの略ではない。当然 intellectual property owners, international purchasing(あるいはprocurement) office, international pop overthrow,などの略でもない。後述のように、2000年以降相次いだ大手証券会社(米国では投資銀行)の懲戒報道に対して米国の一般の市民が持った感情である、I pee often, I'm pissed offの略でもない。

また、一般に株式の新規公開発行を意味し、債券のIPOを意味しない。債券IPOは一般に株式のIPOの後に行われ、発行企業と投資家の間の情報の非対称性も少なくなっている。しかし

---

\*) 学習院大学経済学部教授。「米国のIPOと証券発行規制(IPOs and Security Issuance Regulations in the U.S.)」の内容などの連絡先: 〒171-8588 豊島区目白1-5-1 学習院大学経済学部, TEL(DI): 03-5992-4382, Fax: 03-5992-1007, E-mail: Kenichi.Tatsumi@gakushuin.ac.jp

\*\*) 本稿は、引用した参考文献、各種専門用語集(NASD, IPO homeなど、主としてWeb上。)、新聞記事のごく一部、色々な場所で行ったヒアリングなどの、内容に基づき筆者が独自に構成したものである。例えばEllis-Michaely-O'Hara(2006)はIPOプロセスについて簡単に解説しているが、研究論文でIPO規制を紹介している例は少ない。IPO規制体系という観点からは、残念ながら、いずれの出典も体系的でなく、本稿を書くという誘因を与えてくれた。

ながら、2度目以降に債券を発行する時と1度目では、債券投資家の目からは信頼度は異なるようである。IPOで2度目以降のお墨付き（certification）を獲たと考えられる。

株式を一般に公開している会社を公開会社（publicly held corporation, publicly traded corporation, public company など）という。いずれも公的会社や公企業、民間会社という言葉は訳としては不適切である。publicという言葉の意味には特別なものがある。反対語のprivate company, unlisted company は非公開会社、非上場会社、未公開会社になる。法律分野では閉鎖会社という言葉もあるが、経済学では使われない。会社型投信がふつうの米国では、投信もIPOされる。それは公募ファンド（public funds）と呼ばれる。反対語は私募ファンド（private funds）、というより現在ではヘッジファンドの名称の方がとおりが良い）である。

米国最初の株式取引所は1790年フィラデルフィア市に設立された。米国のIPOはその時点から存在するのである。ちなみに株式とコモデティを取引するPhiladelphia Merchants Exchange建物の建築は1834年で、取引を目的とする集まり自体は1750年代からなされていた。なお、9.11米国同時テロの後再開後初のIPOを執り行った創業1850年のLehman Brothers社が主幹事をしたIPOの記念すべき第一号は1909年のInternational Steam Pump Companyであった。

## (2) 引受証券会社と株式の種類

証券発行を取り仕切るのは証券会社であり、広く引受業務といわれ、主幹事証券会社が代表的な役割を果たす。その他の引受証券会社はすべて非主幹事であり、全体で引受シンジケート団を構成する。主幹事証券会社（lead underwriter, managing underwriter）は、公開価格を決め、引受シンジケート・メンバーに分売量を割り当てるなどを行い、証券発行を取り仕切る証券会社（投資銀行）である。

証券を発行しようとする会社は、幹事証券会社と事前に打ち合わせし、引受契約に関して条件を定めた書面である計画書（Letter of Intent）を取り交わすのがふつうである。これが省略される場合もある。

株式発行は必ずしも一種類の株式だけを発行するケースだけでない。たとえば、普通株とその購入権（common stock purchase warrants、特定の期間に特定の価格で付加的に株式を購入できる）を同時に発行するユニット発行（unit offering）もある。ユニットは、「複数の証券を組み合わせる」、の意味である。ほとんどのIPO研究はデータからユニット発行を除外するのが普通である。

また、2004年8月に株式公開した米国サイト検索大手のグーグルは、議決権が10倍異なるクラスAとクラスBの2種類の株式を用意し、創業者らに同社の支配権が残されることを狙った。

## 2-2 公開制度と引受リスク

引受業務に係わるリスクの多少が公開価格などに大きく影響する。それゆえ、引受リスクがどこで生じるか、その大きさを知るために、必ずしもIPOだけに適用されるわけではないが、引受制度の仕組みを検討しておかなければならない。

### (1) 買い取り発行と売り出し発行

引受制度には、大別して、買い取り発行（firm commitment offering, bought dealとも言う）と売り出し発行（best effort offering）がある。

買い取り発行（firm commitment offering, bought deal）は主幹事証券会社がすべての発行証券を購入し、その売却に責任を持つ発行契約である。研究によく用いられる米国SDC社のIPO

データベースは、この発行方式のデータに限られる。それほど、一般的な発行形式である、ということである。

売れない銘柄は購入する意志のない投資家に無理やり購入させることが起こる。投資家はこれを、株式を買う、ではなく、株式をイート（eat）するという。そのような人気のない銘柄を eating stock という。

他方、売り出し発行（best effort offering）は、発行証券の売却にベストをつくすことのみ合意し、売却保証することはない、売れ残り（unsold shares）を購入することはない。米国の売り出し発行のなかには、発行証券がすべて売却される場合にのみ発行は完了し、主幹事証券会社はもし満額の応募（completely subscribed）がなければ発行をキャンセルできるオール・オア・ノン発行（all or none offering）、と発行額の最小額と最大額を定めるミニマックス発行（mini-maxi offering）の2つがある。

## （2）粗スプレッド

証券会社が引受業務から直接受け取るものは、いわゆる手数料ではない。粗スプレッド（gross spread）とは、公開価格と主幹事証券会社が発行企業に支払う価格との差である。公開価格は、後述するが、投資家から証券会社が受け取る価格である。この差額が証券会社の粗利になる。引受ディスカウント（underwriting discount）とも呼ばれる。米国では、ふつう7%から8%ディスカウントされており、その約半分は引受証券会社（シンジケート・メンバー）である販売ブローカーに行く。

## 3 IPOプロセスと公開前

IPOプロセスとは、申請直前から、IPOの完了（あるいはその直後）までの期間の諸手続きを指す。本稿では、申請前、初取引日、初取引日以降の3つに分けて解説しよう。

### 3-1 上場申請前

#### （1）届出前期間とガン・ジャンピング

新たに証券が発行される場合その過程は証券法5条で規定されている。証券の公募を考えている発行企業が、登録届出書（registration statement）を米国の証券規制監督当局であるSEC（Securities and Exchange Commission、証券取引委員会）にまだ提出していない期間を届出前期間（pre-filing period）と呼ぶ。

届出前には、売付・買付またはその申し込みをすることは禁じられる。その違反は「ガン・ジャンピング（gun jumping）」と呼ばれる。米国の1933年証券取引法では、公開前の情報提供について厳しい規則を設けている。セクション5（C）には、ガン・ジャンピングに関する項目があり、SECは特に目を光らせている。

ガン・ジャンピングは、上場申請前にIPOの告知をすることであり、投資家にこうした期待感を与える行為は、いたずらに株価を吊り上げるものとみなされる。特に、申請会社の親会社が既に上場している場合や、主要株主の中に上場企業がある場合などは、それらの会社の株価も上昇させることがあるため、とりわけ重要視されている。

また、行き過ぎたPRなども問題視されており、広報活動の際には必ず、弁護士のチェックが入ることになっている。これらの対象となる情報はプレスリリースのみならず、会社案内、株主へのレター、メディア・インタビュー、経営陣によるスピーチ、企業の主要インサイダー

へのリークも含まれている。違反が認められると申請が却下されたり、先送りされる場合もある。日本では、取り締まりは厳しくないといわれる。

## (2) 届出

登録 (registration) とは、ふつう、企業が公開する以前において、あるいは証券の新規発行の結果として、SECに1933年証券法に準拠した登録届出書 (registration statement) を提出し受理されるプロセスである。登録届出書は連邦証券法の必要要件に準拠したディスクロージャー書類である。登録には目論見書と図表 (exhibits) を含むその他の情報が含まれる。

## (3) 目論見書

目論見書 (prospectus) は、証券発行や米国ではさらに有限責任パートナーシップ募集 (limited partnership offerings) に係わる詳細な情報を潜在的な投資家に提供するディスクロージャー書類である。米国S-1様式登録届出書 (registration statement) のPart 1である。財務の成果、成長戦略、リスク要因を含む企業の経営に係わるすべての局面が説明される。

前会計年度の収益が25万ドルで流通公開株 (outstanding public stock) が25万ドル以下ならば小規模事業発行者 (smaller business issuer) の条件が満たされ、簡易版SB-2様式を使える。

レッド・ヘリング (red herring) は、公開発効日に先立つデュー・デリジェンス (due diligence, いわゆる、審査のことである) のために利用される予備的な仮目論見書 (preliminary prospectus) のことで、最終版でないことを示すため表紙が赤インクで印刷されるから名前の由来がある。価格と株数 (あるいは両者の積である、集計額 aggregate amount, でもよい) などその後変更される可能性がある情報も示され、潜在株主やブローカーに興味を持って貰い、買ってもらうために利用される。

仮目論見書のフロント頁には、売りたい株価の範囲 (price range, あるいは offering range) を示す。以下では、この株価範囲をファイル・レンジと呼ぶことにしたい。一般に、その範囲は2, 3ドル位である。ファイル・レンジについてSECの書かれたガイダンス文書はないが、2001年秋日付の法律事務所の文書 (Barcaskey (2005) 参照) では、2ドルか下限価格の10%の大きい方から、2ドルか上限価格の20%の大きい方に移った、という記述がある。

しかしながら、公開される最終価格は、需要と市場条件に応じて、この上限よりも上、あるいは下限よりも下、あるいは範囲内になる。

公開価格の「真の」予測値を目論見書に載せるのが必要になったのは証券法リリースNo. 5396によってであり1973年8月であった (それ以前は公開の前日に公表していた)。1982年3月16日にはルール457(a) が導入され、最高価格と株数のディスクロージが必要になった。1995年6月7日からはルール457(o) によって集計額 dollar amount でもよいようになった。1995年7月にはルール430 Aによって集計公開価額範囲から20%までの変化が許される変更がなされた。

IPOの要件がいくつか未決定でも、SECのレビューを進めることができる。ピンクス (pinks) あるいはピンク・ヘリング (pink herring) と呼ばれる、ファイル・レンジあるいは公開株数が書かれていない仮目論見書は、ディスクロージ前に引受証券会社が市場条件をモニターするために認められている。米国でIPOする外国企業でも時々利用される。

ファイル・レンジ、あるいは公開株数あるいは総株数が未決定の登録をクワイエット・ファイリング (quiet filing) という。公開価格が未定の場合、引受証券会社と発行企業は新株販売のマーケティング活動を始められない。

### 3-2 公開価格の決定

公開価格（offering price）とは、IPOにおいて割り当てられた株式一単位に対して支払わねばならない価格である。Public offering price を略してポップ（IPO's pop）とも呼ばれる。またテイクダウン（takedown）とも呼ばれる。ちなみに、この言葉は個々の投資銀行が分売する証券の分量も指す。一括登録制のもとで、棚から証券を下ろす、という行動から由来が来ているという解釈がされている。

公開価格は主幹事証券会社の主導によって決定されるが、ふつう、株式分配の前日までの市場取引終了後の夜に決定される。海外企業のIPOについては、週末になされる。

#### （1）ブックビルディング方式と入札方式

公開価格の決定方式にはブックビルディング（bookbuilding, BBと略）方式と入札（典型的には、ダッチ・オークション）方式の2つがある。

BBという言葉の前半のブック（book）とは、一般に、主幹事証券会社のもとで集められるすべての需給注文のリストである。公開価格を決める参考にするために、投資家にいくらで買えるか（価格）といくら買うか（需要量）を問い合わせる方式がBBで、ブックは正確には需要注文ではなく、需要予測のリストである。

主幹事証券会社がIPOの公開価格決定前に需要を測るために顧客投資家から集める情報は関心度指標（indications of interest）と言われる。それは公開価格を決定するために使われる。

公開・売り出し株数より多くの注文がある場合超過応募（oversubscribed）といわれる。主幹事証券会社は、投資家が関心度指標の大きさを膨らませるのを知っているため、ブックに数倍の超過応募があることを望む。その場合ホットなディール（hot deal）であると言われる。

公開スケジュールでDTD（day-to-day）とリストされれば、ブックで十分な注文がないことを意味する。DTDとリストされたIPO銘柄は延期される傾向がある。

投資家が関心度指標を提供したが株式の割り当てを受けられなかった場合ブランクした（blanked, 成果がなかった、という意味）と言われる。

BB方式では、IPO銘柄の購入勧誘をどの投資家に対して行うかは、原則的に引受証券会社によって決められる。入札方式では、公開価格は投資家が提示した価格のうち完売が可能な最高値となる。それゆえ、発行企業や証券会社は価格決定に直接関与しない。また、高い価格で入札した投資家は必ず購入できるので、引受証券会社の割り当ても原則的にはない。

BBでは引受証券会社によるIPO銘柄割り当てが起こる。引受証券会社はその裁量権をもつ限り公開価格を低めに設定する誘因が引受証券会社にはたらく。2004年に話題になったGoogleのIPOは噂されていた通り、オークション方式しかもインターネット（online auction）で行われた。BBでは限られた機関投資家や顧客のみに人気のIPO株を提供し、一部の人々にしか株式が行き渡らない。IPOを行う企業にとって潜在的な株の購買者を逃してしまう。より多くの人に株式を購入する機会が与えられれば、株価は当然上がる。オークション方式にしたほうが、Googleにとっても、株式を購入したい人々にとっても利益になる、という解釈がなされた。

なお、発行企業自らが新株割り当て先を指定するのが「友人および家族プログラム（friends and family program）」である。あるいは指定株式プログラム（directed share program）とも呼ばれる。供給企業、上顧客、コンサルタント、従業員から提携先企業などにも提供される場合も含められる。2, 3%であるといわれるが、時期によっては10%を超える場合もある。これら

の株式も IPO 公開価格で売却される。

## (2) キックバックとスピニング

引受証券会社の機会主義的な行動が、この段階で問題になる。

キックバック (kick back) とは引受証券会社が IPO 銘柄の割り当てと引き換えに法外な手数料を得たり、当該銘柄の売却益の一部を顧客と分けることをいう。

スピニング (spinning) とは証券会社が、将来営業に結び付く期待をもって、VC や重役などの顧客投資家に新規公開株などを割り当てる慣行である。多くの証券会社の内規では原則禁止されているが、実態は守られているとはいえないようである。スピニングで関係者が個人的利益をえた場合、その個人が所属する発行企業の将来から見れば、適切な引受業者を選ばず、個人的な利益をえることにより会社の利益を損ない、株主に対する忠実義務違反をしている、ことになる。

## (3) 最終目論見書

公開価格が決まれば、書き込まれ、最終目論見書 (final prospectus) が作成される。仮目論見書との大きな差は、これである。最終目論見書は株式を購入するすべての人に渡される。

効力発生後、投資家の申し込みに対して、売付 (承諾) ができる。この際必ず目論見書を交付しなければならない。目論見書の記載内容は、発行者に関する情報 (財務情報等)、分売の条件及び資金使途、並びに証券に関する情報などを必ず含まなければならない。公開情報に不実記載があれば責任を負わなければならない。1934年証券取引所法10条b項及びSECが1942年に制定した規則10b-5 (ルールテンビーファイブと呼ばれる) で規定される。規則10b-5は、不実表示の他に、インサイダー取引、不当な投資勧誘、不正な会社経営、公開買付などに係わる。

### 3-3 IPO 企業情報開示規制

#### 3-3-1 PSLR 法

##### (1) 企業情報開示とその免責

1995年12月22日に承認された証券民事訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act, PSLR 法) では、そのセーフハーバー・ルール (免責条項) で、予測した将来情報が大きく間違ってしまうリスクを投資家に警告している限り、将来情報を提示する企業は証券訴訟から守られる、としている。セーフハーバー・ルールで保護を受ける対象は、発行企業と役員、従業員など、外部審査人、引受証券会社であり、これらの者が行った将来予測に限定される<sup>1)</sup>。

しかしながら、セーフハーバー・ルールでカバーされない範囲として、株式の新規公開 (IPO) の場合や、株式公開買い付け、上場廃止の場合があげられている。また、財務諸表も、例外ではなく、免除されない。

証券民事訴訟改革法は、1933年証券法と1934年証券取引所法の修正法で、結局、証券詐欺

---

1) projection, estimation, forecast 等に基づいていることを明示し、将来予測であることを適切な注意喚起のコメントによって明記すれば責任を負わない、としている、その将来情報に含まれる項目としては、以下のものがある。

収益、利益、一株当たり利益、設備投資、配当、資本構成、その他の財務項目についての予想値、将来の事業に関する経営計画、目標、会社の製品・サービスについての計画、目標、将来の経済状況に関する記述、経営者による財務分析 (Management Discussion And Analysis) に含まれる情報、以上の内容の基礎となる前提条件。

訴訟の手続きに障壁を設けて、訴訟悪用を妨げ、それによって企業の訴訟リスクを減らす狙いがある、とみられている。手続きの障壁とは次の事柄である。

連結債務ではなく比例的債務に代えられ、金蔓 (deep pockets) を探す原告が持っている誘因を減少させた、

申し立て却下提案を原告が停止・猶予でき、企業の防衛費用を減少させた、

原告代表任命のプロセスと原告代表にボーナスを支払ってはならないことが、新たに定められ、弁護士が「職業原告 (professional plaintiffs)」を雇えなくなった、

書面による訴答の基準 (pleading standard) が高められ、訴訟費用を高くした、

90日の差し戻し規則 (bounce back rule) が新たに設けられ、申し立て者が裁判所に殺到することが止められた、

民事訴訟に関する連邦規則 11 に従うことが強制され、不真面目な訴訟がなされるのを妨げた、

契約条項と弁護士費用を開示しなければならないことが強制され、弁護士費用も損害賠償額の「合理的なパーセント」に制約され、弁護士の利益を減小させた、

などである。

## (2) 訴訟リスクとアンダープライシング

Zhu (2004) は、アンダープライシングの原因としてあげられる<sup>(2)</sup>訴訟リスクを、証券民事訴訟改革法に基づいて、1990年からIPOバブル前の1998年までの金融機関などを除いた1083件のIPOデータで検証した。訴訟リスク仮説とは、公開価格を下げておけば投資家から訴えられる可能性は低くなるためUWと発行企業が保険の一種としてアンダープライシングを引き起こす、というものである。ちなみに、訴訟リスク仮説に対する反対論者は、訴訟はIPO後の不利なニュースによって主として起こされている、と主張する。

訴訟があったのは、Zhu (2004) の表1によると、年間総IPO数に対して90年から93年までが平均6.50%、94-95年が平均4.27%、96-98年が平均4.71%であった。98年を除くと、毎年この数値が大きく変動することはなかった。これらの数字が有意に変化したかが、問われる問題である。減少していないことになれば、証券民事訴訟改革法の効果はなかったことになる。

その分析方法は、この訴訟比率を用いるのではなく、Lowry-Shu (2002) が始めた同時方程式推定法を改良したもので、期間分けあるいは0と1の政策変更ダミー変数によって係数値の違いを測って証券民事訴訟改革法の効果を判断する、というものである。アンダープライシングと訴訟リスクは、相互に依存する内生変数である。それゆえ、構造方程式は、係数を略して、

$$\text{アンダープライシング} = \text{訴訟リスク} + \text{その他のコントロール変数} + \text{誤差項},$$
$$\text{訴訟リスク} = \text{アンダープライシング} + \text{その他のコントロール変数} + \text{誤差項},$$

となる。前者は、訴訟リスクが大きくなるとUWや発行企業はそれを避けるためにアンダープライシングを大きくする行動を示しており、保険効果 (insurance effect) といわれる関係式を表している。後者は、アンダープライシングが小さくなると投資家は訴訟する可能性が高くなり、発行企業の訴訟リスクが大きくなることを示しており、防止効果 (deterrence effect) とい

2) Ritter (2003) は、訴訟リスクもアンダープライシングの原因としてあげており、dynamic information acquisition (辰巳 (2006(a)) で既述)、prospect theory, corruption, the winner's curse, informational cascades (投資家はIPOに対しては私的な情報を無視し群衆行動的に振舞う)、signaling, marketing event, and litigation riskの8つが主たる原因であるとしている。

われる関係式を表している。

この同時方程式体系の推定はMaddala (1983) と Wooldrige (2001) が薦める2つの方法がとられた(詳細は略)。Zhu (2004) の計測結果は、証券民事訴訟改革法がアンダープライシングに対しては効果がなかったというものであった。

### 3-3-2 レギュレーションFD

#### (1) レギュレーションFDの経緯

レギュレーションFDとは、2000年8月にSECが採択し2000年10月から適用された、公平開示規則(Regulation Fair Disclosure)で、証券発行企業、企業の経営幹部、IR・広報担当者等がアナリストやファンド・マネジャーに対して一般に公表していない重要な情報を漏らすこと、つまり、選択的な情報開示を禁じた規制である。また、重要情報に関する開示方法や、意図しない開示(いわゆる「うっかり」開示)の場合には24時間以内に8-K様式による届出かその他の方法で開示しなければならない、等の規定がある。

選択的に情報を受領できないのは、証券会社とアナリストを含むその関係者、投資顧問及び年金基金等機関投資家のファンド・マネジャー、投資会社(投資信託)である。適用されない対象としては、弁護士・会計士・投資銀行の担当者や、受領した情報に関する守秘義務を負う者、格付会社、その他日常的なビジネス上の情報交換などが、例外とされている。

2002年11月25日には、SECがレギュレーションFD初の摘発事例を3件発表した。しかしながら、実際は施行以前も厳しく対処している。SECは既に1999年に、経営陣が目論見書に含まれない情報をアナリストに漏らしたとの申し立てを受け、Webvanの株式公開を1ヵ月延期しているのである。

#### (2) モザイク情報の開示とアナリストの存在意義

モザイク情報とは、それ単独では選択的開示の規制対象となる重要情報ではないが、それらの情報が幾つか組み合わさることによって、重要情報と同等の重要性を構成する可能性が高い情報を指す。これらは、「重要」な情報ではないため、原則的には選択的に開示することが可能である。

このレギュレーションFDは、未公開だが重要ではない情報を幾つか組み合わせ、アナリストが独自の分析を行い、投資判断することについて、禁じているわけではない。むしろ、モザイク情報に基づいてどれだけ正確に重要情報を推測していくかがアナリストの存在意義、アナリストの価値に係わっている。

### 3-4 公開価格改定

#### (1) 経過

公開価格決定期間(pricing period, price dateからoffer dateまでの期間)中であれば公開価格の改定が可能になる。しかし、価格改定(price revision)には細かくルールが定められている。20%までの変更であれば、自動的にルール424で最終目論見書は直ちにリファイル(refiling)される。そして、この時期に追加的な株式公開(secondary share offering)がおこなわれる。

集計公開価額(aggregate offering price)範囲から20%までの変化が許されるようになったSEC規則ルール430 Aが採用されたのは1995年7月である。続く1996年から2003年までの期間ではBarcaskey (2005)の研究によると50%弱のIPO企業がリファイリングしている。

しかしながら価格改定が20%以上の変化である場合は、ふりだしに戻り、ファイリングをやり直し、S-1様式書類を作成し直し提出する必要がある。会計、法律・管理などのやり直し



のコストとともに市場環境の変化によって発行条件が不利化する可能性がある。発行収益を最大化する観点から、結局IPOを撤回する（IPO withdrawal）場合もある。撤回の原因としては、他に買収、財務要因などがある。Barcaskey (2005) の分析したサンプルでは、上方に改定した場合には公開は平均27日遅れた。

公開価格や株数を明記しないファイリングは、ルール430Aに基づき許されるが、価格改定にあたってファイル・レンジを超えて公開価格を設定しづらくなったり、株数の減少も制約される。さらに、価額の20%以上の価格改定ができなくなる。

#### (2) その後の動き

NYSE/NASDのIPO諮問委員会（IPO Advisory Committee）は2003年5月31日レポートを提出し、20%制限を40%制限に拡大することを提案した（Barcaskey (2005)）。敷居を拡大することによって価格を調整しやすくしてアンダープライシングを小さくする狙いがある。

#### (3) 1つの事例

企業向け顧客関係管理（CRM）ソフトウェアをサブスクリプション形式で販売するセールスフォース社は、紆余曲折を経て2004年6月23日にIPOしている。前年12月に書類を提出したにもかかわらず、同社の株式公開日は、SECからの申し立てを受けて何度も延期された。4月には、販売手数料の会計処理方法を継続性を持つように改めることが求められ5月24日まで延期せざるをえなかった。また、このIPO予定日まで2週間に迫っていた2004年5月9日New York Timesに同社と創業者に関する記事が掲載され、後述の静粛期間に配慮してSECと同社の「双方が延期に合意」したという。SECが懸念を表明し、IPO延期措置をとらせたのが実際である。

公開価格については2度変えている。まず当初のものから20%引き上げ、1株あたり9～10ドルとしていたが、投資家から高い関心が寄せられ旺盛な需要があったことを受けて、再度価格を引き上げ当初のファイル・レンジの上限から29%も超える11ドルにした。ちなみにIPO初取引日価格は公募価格比56.4%超の17ドル20セントを記録した。

#### (4) 検証

公開価格改定率がアンダープライシングに有意にプラスに影響するという計測は、既に、得られていた。また、20%制限がアンダープライシングに影響しているという証拠は先行文献から読み取れるが、精緻ではなかった。

Barcaskey (2005) は、公開価格決定期間になされる公開価格改定について論じ、SECが意図するとおりの効果があがっているかどうか、1997年から2002年までの1414件のIPOから実証した。つまり、需要増減を反映して公開価格が改定される際フルに改定されているかどうかという観点から、20%範囲内のIPOと20%制限外のIPOそれぞれのアンダープライシングの平均と中位値を回帰式によって比較する方法によって厳密に検証した。

結論は、公開価格の上方改定に対して規制は効いたが、公開価格の下方改定には効かなかった。そして、上方改定時にはアンダープライシングを大きくする。改定公開価格が、20%規制によって、十分上昇しなかったからと解釈できる。

その検証は、被説明変数をアンダープライシングに、価格改定率が20%より高ければ1、それ以外は0の変数である敷居変数を使った次のような線形回帰分析でなされた。

$$\begin{aligned} \text{アンダープライシング} = & \text{定数項} + \beta_1 (1 - \text{敷居変数}) \text{価格改定率} \\ & + \beta_{\text{diff}} (\text{価格改定率} - 20\%) \text{敷居変数} + \beta_{\text{shift}} \text{敷居変数} + \text{コントロール変数群} + \text{誤差項}, \end{aligned}$$

右辺第二項の(1 - 敷居変数)は, Barcaskey (2005) には無いが, その意図を汲んで筆者が付けた。3変数すべてが有意で, 前二者はプラスとマイナス,  $\beta_{shin}$  はマイナスだった。

コントロール変数群は, Ln(集計公開価額)(これは有意でマイナス), Ln(企業年齢), Ln(収益), EPS, ハイテク・ダミー, ITダミー(これは有意でプラス), UW評判変数(これは有意でプラス), VCバック有り無しのダミー変数, 年(あるいは四半期)ダミー, であった。( )の説明なしはすべて非有意。

### 3-5 登録後の公開待ちの期間

#### (1) 待機期間

SEC登録を済ませ, 公開待ちの期間を待機期間(waiting period), その状態をパイプライン(pipeline), という。あるいは, SEC登録から公開までの期間はクーリングオフ期間(cooling-off period)という。

待機期間(waiting period)には, 引受証券会社が証券の購入者募集を始めるが, 口頭の勧誘の他に, 書面による勧誘ができる。それは次の3つの方法によらなければならない。一つは新聞に載せる墓石広告(tombstone ad)で, 単純に証券の内容と証券会社だけを宣伝する。第二に仮目論見書(preliminary prospectus)による勧誘である。仮目論見書とは, 発行価格以外の証券に関する事項を記載した証券法10条による書面である。第三に要約目論見書(summary prospectus)による勧誘がある。この要約目論見書を使うためには一定の条件が必要になる。

ロードショウ(road show)とはIPOを準備している企業が待機期間中IPOに関心を持ってもらうために様々な都市で行う説明会のツアーである。会社とIPOに係わる経営問題の説明, 質疑応答がなされる。招待されている, 引受シンジケートのメンバー, 機関投資家, アナリスト, ファンド・マネジャーだけが参加し, メディア関係者の参加は許されていない。また個人投資家は参加の機会はほとんどない。

もっとも力のある機関投資家は, 一対一(One-on-ones)でIPO企業経営者と私的な会合を持つことができ, ロードショウで獲るふつうの情報以外の情報を獲るメリットがあると言われる。この不公平が問題になる。

#### (2) 公開から初値まで

新株式の最初の取引日につく価格が初値(opening price)である。初取引価格(first trade price), 初取引日価格(first trade day price)とも呼ばれる。公開価格(offering price)と初取引日の終値である初値(opening price)の差は米国では, 単に, プレミアム(premium)と呼ばれる。日本では, 初値乖離幅, 前者で割った比率は初値乖離率, と言う。これは広く, 初期収益率(IR, initial return)とも呼ばれる。

引受証券会社は, IPOに応じた投資家にプレミアム(premium)を与える, 初値が公開価格より高くなる状況, を期待している。株価が公開価格より下がっている新規公開株はブレイク発行(break issueあるいはbroken issue)と呼ばれる。

フリッピング(flipping)とは公開株を公開価格(offering price)で購入して, 初値かそれに近い時点で売却することである。米国では証券会社は個人投資家には薦めていない, と言われる。

## 4 初取引日

IPO後初取引日の価格形成とボラティリティについては多くの情報が含まれていることがわかってきた。Barry-Jennings (1993) は初取引日の始値と終値から計算される初取引日リターンのはほとんどは一番最初の（正規）取引に絡むことを発見した。Aggarwal-Conroy (2000) は、公開価格から初取引日の終値までのリターンは19.47%であるが、公開価格から初取引日の始値までのリターンは17.66%であることを報告している。

### 4-1 直前売買～始まり前期間

Nasdaqにおける初取引日には、そのボラティリティを減少させる目的で、正規取引の直前最大5分間、場合によっては0秒間、売買が行われてきた。それはpreopening window、始まり前期間（preopening period）と呼ばれ、そのような売買をしたい時主幹事証券会社がNasdaqに報告する。主幹事証券会社は最初の気配を出し、他のマーケット・メーカーもそれに続き、数百の気配が出されるのがふつつである。マーケット・メーカーは、正規取引の前までに、この気配を追加、キャンセル、改定することが自由にできる。

Aggarwal-Conroy (2000) は、公開価格から初取引日の始値までのリターンに関心を示すことからさらに進んで、特に始まり前期間（preopening period）を調べた。主幹事証券会社が出す、その期間の最初の気配が初期リターンのなかの大きな比率を占めることを発見した。この事実は、ホットなIPOでもそうであり、主幹事証券会社が、他のマーケット・メーカーの気配を観察し自身の気配を変えていること、また信頼できる気配を出せる適切な情報を持っていることを示唆している。

### 4-2 初取引日のボラティリティ安定化規制

#### (1) 安定化規制の内容

Nasdaq IPOについては、1999年1月26日に、IPOの初取引日のボラティリティを減少させるために、さらに規制が導入された。まず、始まり前期間が延長され15分間に強制された。そして、クロスとロックの気配の場合はさらに続く15分間のpreopening windowを導入する新ルールになった（SR-NASD-98-99）。

クロス（crossed）とは一人のブローカーのビッドが他のブローカーの最低価格のオファーより高い、あるいは逆のことを意味する。ロック（locked）とはビッドとオファーが同じになることを意味する。新しい参入がアンロックする。

#### (2) アンダープライシング決定因の検証

Bradley-Gonas-Highfield (2005)の研究方法和アンダープライシング決定因としての初取引日要因の検証について、まず解説しておこう。

1997年1月から2004年6月30日までのIPOから、従来の研究でも除いた、預託株式、スピノフ、REITs、リバース・レバレッジド・バイアウト、ユニット発行、銀行・S&L、クローズド・ファンド、公開価格5ドル以下のIPO、などが除かれ、結局1320のサンプル数になった。

公開価格から初取引日の始値までのリターンは38.18%で、公開価格から初取引日の終値までのリターンの87.7%であった。

多重回帰分析の被説明変数は、公開価格から初取引日の始値までのリターン、初取引日の始

値から初取引日の終値までのリターン，公開価格から初取引日の終値までのリターン，の3つである。そして，3つに共通な説明変数は，1999年1月26日以降のNasdaq IPOについては1（それ以外は0），公開価格が整数のドルなら1（それ以外は0），VCバックなら1（それ以外は0），Nasdaq上場なら1（それ以外は0）のダミー変数，オーバーハングの比率（インサイダー保有株数を総公募株数で割った比率），ハイテク業種なら1（それ以外は0）のダミー変数，ファイル・レンジ中間値から公開価格の変化率，IPO時のCM指標，IPO公募規模の自然対数，IPO直前15日間のNasdaq総合指数の累積リターン，である。

初取引日の始値から初取引日の終値までのリターンの式には，コントロール説明変数として公開価格から初取引日の始値までのリターンが加えられる。1999年1月1日から2000年12月31日までなら1（それ以外は0）のITバブルのダミー変数が3つすべての計測式に加えられる計測セットも試みられた。

計測結果について，注目すべきは2つあり，ファイル・レンジ中間値から公開価格の変化率が，公開価格から初取引日の始値までのリターンと初取引日の始値から初取引日の終値までのリターンの両方に影響している。そして，Nasdaq初取引日の始値から初取引日の終値までのリターンには，VCのバックがある（プラスで有意）かないかが影響するという点が，初取引日のNasdaq市場参加者の行動パターンを推察させて興味ある（しかし，ITバブルを考慮するとこの効果はなくなる）。

### (3) 安定化規制の検証

Bradley-Gonas-Highfield (2005) は，1999年1月にNasdaq IPOの初取引日のボラティリティを減少させるために導入された新規制は，逆に，それを大きくする望ましくない結果をもたらしたのではないかと推論している。

Bradley-Gonas-Highfield (2005) の検証方法は，上記被説明変数であるリターンをボラティリティに代えて計測する方法をとる。

ボラティリティは，初取引日の高値と低値の比の自然対数から推定された。オプションの実証分析で周知のように，Parkinsonは，株価の自然対数がランダム・ウォークに従うなら，日中リターンの標準偏差はこのextreme-value variance estimatorによって効率的な推定ができることを証明した。また，その後何人かの研究者がこの方法の効率性を証明した。

いずれの計測式でも，1999年1月26日以降Nasdaq IPOダミー変数は有意にプラスで，上のように推論された。

## 5 初取引日後

### 5-1 初取引日以降株価とその安定化

#### (1) 証券会社のマーケット・メイク機能と公開フロート

IPO後直ちに始まるのが，証券会社のマーケット・メーカー（market-maker）機能である。マーケット・メーカーとは証券市場において市場を作る"makes a market"ディーラーのことである。ディーラーは，ディーラー自身が提示している買値（ビット，"bid" price）で証券を購入し，ディーラー自身が提示している売値（アスク，"ask" price）で保有する在庫証券を販売する。

公開フロート（public float）とは，企業の発行した証券のうち市場で取引可能な時価総額の

ことである。市場の流動性を測る簡単な指標として、実務上にも研究にも重要な概念として用いられる。米国においては、後述のルール144のもとで売却された株式、企業役職者（執行役員）、取締役や主要株主の保有分は含まない。

## （2）ペグgingとロイヤリティ株

引受証券会社はIPO後の株価安定化に腐心する。そのうち正当な策は次の2つである。

特定の価格で証券を購入するという申し出をUWが分売時に行う。この行為は価格を安定化し分売を促進する。それゆえ、ペグging（pegging）とも呼ばれ、SECルール10b-7で許されている。

ロイヤリティ株（loyalty shares）とは、米国のIPOにおいて特定期間株式を売却しないことに同意した購入者に対して付加的に発行される株式のことである。期間は公開日から1年になることが多い。

## （3）ラダリングと罰則的ビット

ラダリング（laddering）は、引受証券会社がIPO銘柄の割り当ての条件として、IPO銘柄の流通市場での取引開始後追加的な購入を顧客に約束させることである。後述のレギュレーションMのルール101および102に違反している。

罰則的ビット（penalty bid）は、販売ブローカーである証券会社が売却済み株式をIPO後一定期間内に買い戻すことに対して、主幹事証券会社が課す手数料である。引受シンジケート団に属する証券会社の顧客がフリッピングを行い、当該証券会社あるいは引受シンジケート団所属証券会社はその売却分をカバー取引で取得した場合、主幹事証券会社が当該証券会社に対して販売報酬の払い戻しを要求できる。フリッピングを防ぎ、価格安定のために従来許されていたが、機関投資家の場合には要求しないのに、個人投資家には要求する不公平さが指摘され、SECや州規制当局が問題視している。

## 5-2 オーバーアロットメント・オプション

### （1）オーバーアロットメント・オプションとは

オーバーアロットメント・オプション（overallotment option, OAOと略される）は、引き受け契約（underwriting agreement）の一部として結ばれ、IPOにあたって幹事証券会社に付加的により多くの、典型的にはその15%までの、株式（普通株）を公開価格（offer price、実際には1株当たり引受手数料を差し引いた価格）での購入を認める権利である。ふつう、特に人気がある公開株で割り当てられた株数以上に売れる場合、引受証券会社がオーバーブックした場合、に行使される。最初に採用した会社名に因みグリーンシュー（Greenshoe）・オプションともいう。

超過応募（oversubscribed）とは、買い取り引受において幹事証券会社が割り当てられた株数より多くの株数を販売する能力を持つ状態を指す。引受証券会社はそう成るようがんばり、もし実際に超過応募状態になればOAOを行使し、投資家の注文に答えようとする。これによって引受証券会社は付加的に利益を得る。他方、発行会社は本来は高い株価で売れたものを公開価格で売却するので機会損失があるが、付加的に資金を調達できる。超過応募案件は公開後市場（after market）ではプレミアムを付け高値で取引されるのが典型的である。

さらに、別の観点がある。引受証券会社はOAOを使えば、需要が超過している銘柄の供給を増やして株価を安定できる。価格安定化は、当然、公開直後に限られる。また、価格安定化効果はそもそも検出できるのかを疑う研究、その大きさは小さいと考える研究、もある。

OAQが導入されていると引受手数料は高くなる傾向もカナダでは指摘されている（しかしながら、広く認められた現象ではない）。

OAQがIPOにほとんど導入されているのは米国で、カナダは少ない。日本では2002年1月に導入されている。

米国においてはオーバーアロットメント・オプションの研究がいくつかあるが、本稿では紹介を省略する。

## (2) IPOの完了

オーバーアロットメント・オプションによる追加発行もあり、米国においては、いわゆる2次発行（secondary shares selling）があり、これがない場合100% primaryな発行と言われる。

OAQによって、上場初日が過ぎても、IPOは完了しないことになる。その結果IPOには完了（completion）という定義が必要になる。すべてが完了し、すべての取引は公式であると宣言されて初めて、IPOは完了する。米国ではふつう初取引日から約5日までに起こる。完了までは、IPOはキャンセルされることがあり、その場合はすべての払込金は投資家に返還される。

## 5-3 新株売買の本格化

### (1) 静粛期間

静粛期間（quiet period）とは登録発効日（effective date of a registration statement）から定められた一定日数の間を指す。この期間には目論見書とその修正版の情報のみがディスクローズされる。SECは目論見書に掲載されていない事柄について発言することを企業に禁止している。

米国証券法は、IPO企業に静粛期間（「クワイエット・ペリオド」。IRの自粛期間）を義務付け、公式に提出された目論見書以外のいかなる「書面によるオファー」も禁じている。発行証券を誇大広告している（hyping）と解釈されるからである。登録の日始まり、市場で株式が初めて取引された日を越えて25日後まで続く。この期間の意義と効果については激しい論争が続いてきた。2002年7月には、規制の一環として25日から40日（calendar days）に延長された（NYSE Rule 472とNASD Rule 2711）。

米インターネット検索最大手グーグル（Nasdaq: GOOG）による2004年8月の新規株式公開（IPO）前の行為についてSECは調査を行ったが、その1つに、グーグル創業者らのインタビュー記事によってIPOに関する内容がIPO直前の男性誌『プレイボーイ』誌に掲載された問題がある。2005年1月に、結局SECは提訴しないまま調査を終了した。

企業のこれに似た行為を表すガン・ジャンピングという言葉もあるが、既述のように上場申請前に該当する。

この静粛期間は、投資家がデュー・デリジェンスを行う十分な時間と、経営サイドと関連するアナリストから影響を受けずに市場の力（market forces）が公正な価値を確立するためにある、といわれる。この期間が終われば直ぐにアナリストがリサーチ・カバレッジを始める。一般にそれは好意的なものであり、静粛期間終了とともに、株価が上がりだす現象も報告され、知られている。

もし分売（distribution）が完了し、シンジケート団を解散し（disband）、オーバーアロットメント・オプションを行使しないならば、SECはリサーチ・カバレッジ開始のセーフハーバー・ルールを認めている。

辰巳（2006（b））の該当節には、静粛期間の効果の分析例を複数紹介した。

## （2）アナリスト活動と目標株価

アナリストはカバーする銘柄の、売買推奨（buy/sell recommendation）、収益予測と目標株価（target price）を静粛期間終了後平均的に1ヵ月以内に提供する。アナリストの目標株価は時々変更されるが株価はそれに反応する（当然、売買推奨や収益予測の変化を考慮した後の効果でみて）ので、市場では目標株価に関心を示す。アナリストが目標株価を報告する際、比較対象の企業名と評価方法の説明を提示する。比較対象企業と評価方法については、アナリスト自身とアナリストが所属する証券会社の政策的意図が入り込み、公平、中立的な選択がなされているとは限らない。

辰巳（2006（b））の該当節には、アナリストの効果の分析例を様々な局面から紹介した。

### 5-4 インサイダーなどへのIPO後株式売却制限

#### （1）ロックアップ期間

ロックアップ期間（lock-up period）とは、IPOの後、新規公開会社（newly public company）のインサイダー株主が株式売却を制限される期間である。ふつう180日続く。場合によって360日（1年）になることもある。これは株価の安定を確保するためになされるが、ロックアップ期間明けには株価が暴落する場合がある。

引受証券会社は、発行企業の重役や幹部、VCなどの既存株主に対して一定期間の売却制限を課するのが一般的だが、一部の対象者については主幹事証券会社により免除される、適用除外も一般的であるといわれ、情報開示が徹底していない。

米国においてはロックアップ期間の研究がいくつかあるが、本稿では紹介を省略する。

#### （2）ルール144とIPO後株式売却制限

SECルール144は、特定の制限された株式がいつ、どれくらい売れるかを規制する。制限された株式とは、公募以外の方法で直接間接に発行企業から得た株式である。企業が公開する際には、ふつう総発行残高の20%から30%しか売り出されない。残りが、制限された株式になり、創業者、経営陣とその他の従業員、VCなどの早期段階の投資家がそれらの株主である。

ルール144は、任意の3ヵ月期間に、次のうちのいずれか大きい額しか制限株式を売れない、と定めている。つまり、総発行残高の1%、上場株式については、SECのForm144書類に基づき売却通知を行う週に先立つ過去4週間の平均取引量。また、ルール144は、当初取得時から最低1年以上保有していた場合に限られる。1997年以前はこの期間は2年だった。

このは上場する（した）取引所によって大きさが異なる。また、ディーラー市場では売り買いが2重建てだが、オークション市場では売り買いが付け合わされるので1つの取引になる。当該規制ではこのような区別はなされていない。

#### （3）既存株主に対するIPO後売却制限と上場取引所選択

Anderson-Dyl-Krigman（2005）は、ルール144の条件が上場取引所選択の際に影響するのではないかという点に注目し、IPO前に株式を保有する、いわゆる既存株主がSECのルール144によってIPO後売買制限される事実が上場取引所選択に影響すると主張する。既存株主にとって、取引量の多い市場の方が有利なのである。

Anderson-Dyl-Krigman（2005）は、1993年から2000年にNYSEかNasdaqに上場した3447社（85%がNasdaq上場。店頭で取引される113社は除外）のデータから、上場時点で両市場に上場可能な（上場基準は時期によって変わるから）760社を分析した。そのうち、NYSEに上場したのは全期間平均で68%に過ぎない。Form144書類に基づく株式売却データは、Vickers

Stock Research Corporation から得られた。

用いられたのはロジット分析で、被説明変数は、NYSE上場が1(そうでなければ0)である。説明変数は、まず11個考えられた。Ln(IPO収益(百万ドル単位))、引受スプレッド(総引受手数料をIPO収益で割った比率)、辰巳(2006(b))の最後に解説された引受ランクMW指標、制限株式の比率、公開価格、VCバックが1(そうでなければ0)、コンピュータ・電子機器・バイテク業種なら1(そうでなければ0)のハイテク・ダミー、NYSE上場企業からのスピンオフ企業なら1(そうでなければ0)のダミー変数、NYSE非上場企業からのスピンオフ企業なら1(そうでなければ0)のダミー変数、民営化企業なら1(そうでなければ0)のダミー変数、1997年1月から2000年12月までのIPOなら1(そうでなければ0)のダミー変数、である。

さらに、ルール144に係わる次の3変数のうちの1つがロジット分析に加えられる計測もなされる。つまり、IPO後2年間のルール144売却/制限株式数、IPO後2年間のルール144売却/IPO公募株数、ルール144売却者数、

Anderson-Dyl-Krigman(2005)は、どの計測式でも、最初の11個の説明変数は同じ結果をえている。Nasdaq上場企業は小規模で、VCにサポートされ、ハイテクである。760社のうち247社はNasdaqに上場し、しかもその61%はルール144売却を行った(該当するNYSEの数字は36%であった)。NYSEで数量制限にかかっている日にちは26.8%であるが、Nasdaqでは4.64%であった。ルール144売却とルール144売却者の両方が上場選択と強く関係していた。

Anderson-Dyl-Krigman(2005)は次に、ルール144売却額の決定因をOLSで探り、最後に2段階モデル(詳細は略)の計測を行った。

## 6 IPO改革の動きの概略

米国のIPOの数は、ITブームの年には1999年486社、2000年406社と大量になった。しかし翌年以降ITバブル崩壊の余波で01年83社、02年70社、03年68社と低迷した。しかし2004年から回復し同年216社、そして2005年もそれに迫る194社であった(Renaissance Capital's IPO home.comによる)。

ITバブル崩壊の後、スキヤングラスな出来事が判明し、業界自主規制団体であるNASD(the National Association of Securities Dealers, 全米証券業協会)やSECはIPO改革に動きだした。

### 6-1 IPOアロケーション

#### (1) 経緯

IPO改革の直接的な切っ掛けになったのは大手著名証券会社(投資銀行)の行為である。モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスはラダリングをしまい、罰金4000万ドルを支払う命令を受けた。

2000年後半には、CSFBにキックバックの容疑で捜査が入ったが刑事事件にならずに捜査は終了した。そのCSFBは2002年2月1億ドルの支払いに応じIPO割り当て訴訟を終えた、などである。

そして、2002年8月22日SECのピット委員長が、NASDとNYSEに対して、IPO手続きの実態を調査し、IPO銘柄の不正な割り当てをめぐる慣行を明らかにすることを要請する事態にいたるわけである。



その後も、スキャンダル報道が続く。2003年1月9日SECとNASDは、人気の高いIPO銘柄の不正な割当問題でロバートソン・スティーブズと和解したと公表した。ロバートソン・スティーブズは違反行為を肯定も否定もせず差止命令と2800万ドルの和解金の支払いに合意した。2月20日にはNASDは、IPO銘柄の不正な割当問題でJPモルガンに600万ドルの罰金の支払いを命令した。3月6日にもNASDは、クレディ・スイス・ファースト・ボストンの投資銀行部門テクノロジーグループのヘッドを務めていたフランク・クアトローンについて、IPO銘柄のスピンング行為と同社のリサーチの独立性を損なわせたことなど規則違反を摘発した。

2003年5月13日NY州司法当局は、ソロモン・スミス・バーニーからIPO銘柄のスピンングを受けたとして2002年9月に摘発していた元クエスト・コミュニケーションズ会長アンシュツ氏と和解したと発表した。同氏は肯定も否定もせず、州内のロースクールに120万ドル、慈善団体に320万ドルを寄付することに同意した。

## (2) レギュレーションMと改定案

NASDは、証券の新規公開をめぐる新しい規則を2002年7月28日承認した。IPO銘柄を割り当てる代わりに過剰な手数料を要求する代償契約（Quid Pro Quo Agreement）、つまり引受証券会社が、IPO銘柄割当と引き換えに法外な手数料を得たり、当該銘柄の売却益の一部を顧客と共有したりするキックバックやIPO後に一定の注文を出すことを約束させる契約（Laddering）、経営陣にIPO銘柄を割り当てる代わりに、投資銀行業務の案件を担当させてもらう契約（Spinning）、を禁止する。そしてNASDは2003年12月IPOプロセス改革のルール（rules to reform IPO process）を提案した。

SECは2004年11月証券発行に関わるルールの改革（Rule Concerning Securities Offering Reform and recent NYSE and NASD approvals, guidance and updates.）の提案など、様々な経緯を経て、2004年12月9日IPO銘柄の割り当て等に関する規則改正案（レギュレーションM改定案）を発表した。その内容は、IPO関連では、

(1) IPOをめぐる問題行為として上記 を禁止する。

(2) 証券発行に係る不当な対価の禁止。引受業者、発行者等が直接・間接に、目論見書等に記載された発行価格に上乘せしたり、顧客から対価を受け取ったりすることを禁止する。公募・私募のいずれにも適用される。（SECレギュレーションMの規則106）

(3) IPO時の取引制限期間（restricted period）の長期化。発行者と証券業者との間で、当該証券業者が引受業者となることについての合意を交わした時、または引受業者等が分売の参加者となった時（2004年12月レギュレーションM改定案発表時。2005年4月7日の「解釈」によると、公開価格決定の5営業日前）に始まり、分売への参加の終了をもって終わる。（SECレギュレーションMの規則101）

引受業者がない場合、登録届出書のSECへの提出時またはオフリング・ドキュメントの提供時または引受業者等が分売の参加者となった時に始まり、分売への終了をもって終わる。（SECレギュレーションMの規則102）

また、シンジケート・カバー取引の開示強化とペナルティ・ビッドの禁止も明示され、

(4) 証券発行時に引受数量を超える売付（オーバーロットメント）が行われる場合に、引受主幹事がオーバーロットメントにより生じたショートポジション解消のために市場で行う買い付け（シンジケート・カバー取引）に関して、シンジケート・カバー取引を目的とする

ビッドを出す業者に対し、当該ビッドがシンジケート・カバー取引であることを特定するよう義務付け。(SECレギュレーションMの規則104)

(5) 引受シンジケート団に属する証券業者の販売した株式が、シンジケート・カバー取引で取得された場合に、主幹事が当該証券業者の販売手数料取り分の返却を認めるペナルティ・ビッドを禁止。(SECレギュレーションMの規則104)

また、SECはIPO割り当てに関連する禁止行為に関する解釈(Interpretive Release Regarding Prohibited Conduct in Connection with IPO Allocations)を2005年4月7日に公表した。制限期間に、分売完了前の購入勧誘など、いくつかの活動を避けるよう、また購入に興味を表している顧客に対する連絡法など7点を勧めている。

## 6-2 アナリスト問題

### (1) 包括的和解への経緯

公にされた銘柄推奨の文面と同じアナリストが取り交わす内部eメールの文章が大きく違くと指摘されて書かれたWSJの記事に基づき2001年6月NY州司法当局(NY Attorney General)はメリルリンチを調査し始め、以降他の証券会社も調査を始めた。2001年夏には米国議会で「アナリストをアナリシスする」聴聞会が開かれ、世間の関心を集めた。

メリルリンチは、それを受けて2001年7月10日、アナリストによる担当企業の株式取得を禁止することを発表した。既に保有している株式については、すべて売却する、一任勘定に移管する、開示や売却に関する厳格な新規則の下で保有する、の選択肢が与えられる("Merrill Alters a Policy on Analysts", WSJ, July 11, 2001, p.C1)。またゴールドマン・サックスは2001年8月9日、証券アナリストに対して担当企業の株式保有情報の開示を義務付けることを決定した。

2002年4月8日NY州司法当局は、メリルリンチのアナリスト・レポートが、同社の投資銀行部門の業績を上げるために不当に歪められていて、NY州法違反の疑いがあるとし、NY州最高裁判所に召喚状と差止命令を申立て、認められる。

2002年7月9日には既述のNYSE Rule 472とNASD Rule 2711が制定された。

直後の2002年7月24日には企業改革法(サーベンス・オクスリー、SO法)が成立し、アナリスト監視機能が加わった。SO法は、公開企業であることのコスト増加につながり、新興企業がIPOに慎重になる要因となった。

そして2002年8月29日、日本の経営者をも震撼させた、SEC規則が発効している。発行会社の経営者に対して、四半期および年次報告書の内容が正確であることを保証する宣誓書を提出させる規則である。米国市場に上場する外国企業も対象。アナリスト側だけでなく、経営者側にも対処が必要になるわけである。

2002年12月22日になって、さらに<sup>(3)</sup>、SEC、NYSE、NASDと大手証券会社10社がアナリストの中立性問題で包括的和解案を発表し、2003年4月28日にはSEC、NY州司法当局、NASAA、NASD、NYSEとNY州当局が証券アナリストの利益相反問題をめぐる証券会社10社との包括的和解(the Global Settlement)の成立を発表した。

その内容は、証券会社10社がSECなどの証券規制当局に対して約14億ドルの民事制裁金を支払う。さらに10社には、調査部門と投資銀行部門の完全分離、投資家に対する独立の調査報告書の提供、アナリスト報酬を投資銀行の業績に連動させることの禁止、株式格付けに関する情報開示促進、IPOにおけるスピニング行為の禁止、などが課された。

具体的には、リサーチと投資銀行部門を物理的に離すこと、両部門の法務や予算について、完全にラインを切り離すこと、アナリストのカバー企業について、投資銀行部門は関与しないこと、アナリスト報酬は投資銀行部門の業績やその意見から無関係であること、また投資銀行部門がアナリストの評価を行わないこと、アナリスト報酬は、主にそのリサーチの質及び正確さを基本にし、報酬決定について文書にしておくこと、アナリストに、「販促」やロードショーなど投資銀行業務の勧誘を禁止すること、投資銀行業務の維持獲得のために、投資銀行部門がレポート内容に立ち入ることのない施策や手続きを実施すること、である。

これらの証券会社は、また、顧客に配布しウェブに掲載しなければならない独立会社のリサーチのために、5年にわたり8千万ドル以上支払うことに同意した。実質的に、独立系リサーチ会社の支援を義務付けるとともに、異なるリサーチが投資家に入手可能になるためである。しかし、これは大きな論争を呼び、このリサーチが証券会社独自のものよりも良いという保障もなく、コストの引き上げにつながる、との批判がある。

## (2) 包括的和解の効果

Kadan-Madureira-Wang-Zach (2005) は、2003年4月の包括的和解は一連の規制の集大成と見、2002年8月にその最初の規制が制定されたと考える。そして、レギュレーションFDが適用された2000年11月からこの2002年8月を規制前期間、2002年9月から2004年12月（サンプルの終点）を規制後期間と呼び、包括的和解がレギュレーションFDを超えてどのような影響をアナリストに及ぼしたかを調べた。

特に、NYSE Rule 472が主張する推奨の再定義（「推奨格付けの定義は言葉どおりの意味をもたなければならない（その9頁参照）」）によって、推奨の分布がどのように変化したか、みている。実際、以前はsellとbuyの中間に位置したholdが投資家にはsellを意味すると捉えられていた。また、2002年9月前後には多くのブローカーが5分類推奨（5-tier recommendations）を3分類推奨に変えている、事実がある。

そのためにクロスセクション時系列ロジスティック分析（固定効果モデル）が用いられ、推奨が特定の概念（3つ仮定）であれば1（それ以外は0）の変数が非説明変数で、説明変数はトップ10証券会社ダミー、推奨6ヵ月前からの累積規模業種調整済リターンと推奨6ヵ月前からの累積市場リターン、の3つに規制前後期間の2つのダミーをそれぞれに掛けた6変数、と規制後期間ダミーである。

ちなみに、この計測式はいわばアナリストの推奨作成関数であると解釈されるが、著者達が

- 3) アナリスト規制に関する国際証券業協会会議（ICSA）の調査レポートによると、NASDとNYSEは、リサーチに関する利益相反について、2002年2月と10月に2つの新規則を公表した。多くの詳細な規定とともに情報開示について定めている。とりわけ、投資銀行部門がリサーチ・アナリストを監督することを禁じ、法務やコンプライアンス部門に未発表のレポートについてリサーチと投資銀行部門の情報仲介をするよう求め、特定の投資銀行取引を基にアナリスト報酬を決めることを禁じている。また、アナリストの投資銀行業務への貢献を考慮に入れることを明確に禁止し、アナリストの報酬を定める報酬委員会を作るよう求めている。さらに、アナリストに、顧客への勧誘や「販促」会議（"pitch" meeting）への参加を禁じている。

2003年5月には、これらの自主規制機関から、サーベンス・オクスリー法に対応して、より厳しい三つ目の規制提案があった。例えば、アナリストと投資銀行業務間の規制を全ての部門に広げ、対象会社との関係も、投資銀行業務に限らず開示させる、アナリストが投資銀行業務に関われば、レポートの発行を禁止し、新規公開の引受けについても、休止期間を定めている。

その経済的背景を考察した上でのスペシフィケーションではないため、経済的意味は明瞭ではないと言わざるをえない。銘柄の悲観的な推奨（sell）では、過去の市場リターンは有意でなく（規制前期間のみマイナスで有意）、規模業種調整済リターンはマイナスで有意であるが規制後期間の係数値は小さくなっている。トップ10証券会社ダミーは規制前期間ではマイナスで有意、規制後期間ではプラスで有意であった。規制後期間ダミーもプラスで有意であった。

リターンは、次のように伝統的な方法で規模業種調整されたものが使われる。まずNYSEとNasdaq上場の同じ業種の銘柄群から規模調整済リターンが計測される。次に、規模調整済リターンから同じ業種の銘柄の規模調整済リターンの平均を差し引く。

Kadan-Madureira-Wang-Zach (2005) の分析では次に、規制前後期間で、買い推奨に対する市場価格の反応が強くなるか、売り推奨に対する市場価格の反応が弱くなるか、などが分析される。さらに、好意的に楽観的な推奨をする関係する（非主幹事を含めた引受証券会社の属する）アナリストが減ったか、好意的に楽観的な推奨をして引受業務をえるケースが減っているか、分析する。

ここでは、後者を紹介しておこう。計測は上の多変量計測式の説明変数に、推奨公表から24ヵ月前までに主幹事、共同主幹事であれば1のダミー、と推奨公表から24ヵ月前までにIPOかSEOを行ったならば1のダミー（いずれも、それ以外は0）を加えて、行われた。これらの変数は、銘柄の悲観的な推奨（sell）では規制前後期間でマイナスで有意だが規制後期間で係数値は小さくなる一方、銘柄の楽観的な推奨（buy）ではプラスで有意だが規制後期間で有意でなくなる。

Kadan-Madureira-Wang-Zach (2005) の分析は、経済的バックグラウンドが必ずしも十分でない計測を行っており、解釈明瞭でないものもある。しかしながら、その結論を一言でまとめると、包括的和解によってアナリストは変わったが、やはり悲観的な推奨や予測はできないでいる、というものであった。

### (3) レギュレーションAC

2003年4月に制定されたレギュレーションACは、2002年8月2日以来SECから提案され意見を求められてきたもので、証券会社が配布する株式調査レポートにおいて表明された意見は執筆者であるアナリスト自身の見方を反映したものであることを保証する宣誓書を添付することを義務づける。また、特定の銘柄推奨や意見表明により得られる本業以外の収入は公開することをアナリストに課した。特定の投資評価や見解に対して直接または間接に報酬を得ていないかどうかについて開示することを義務付ける、のである。

この新規則では、リサーチ・アナリストが次のことを保証するよう求めている。レポートの見解がアナリスト個人のものであること、アナリストの報酬が調査レポートや公開の場で述べた特定の推奨や見解となんら関連がないこと。また、このことを四半期ベースで保証していくようアナリストに求める。

レギュレーションACは、自主規制機関のルールより幅広いもので、株式・債券両方のリサーチに適用されるほか、米国投資家向けにレポートを作成する海外のアナリストにも適用される。

### (4) アナリスト問題のその後

辰巳（2006（b））の該当節には、アナリスト問題のその後の産業の動きを紹介しているが、さらにその後の動きを追加すると次のようになっている。

アナリストの中立性問題で規制当局との包括的和解に参加したトップ10大手証券会社は独立系リサーチ会社のレポートの配布を2004年7月27日に開始し、投資家はレポート内容を直接比較することができるようになった。

証券会社株式調査の利益相反を取り締まる規制が2003年4月の包括的和解によって導入されたことをうけて、証券会社が雇うアナリストの数が大幅に減った。独立系株式分析会社のナショナル・リサーチ・エクスチェンジによると、ウォールストリート大手10社の調査アナリスト数は、2001年の1420人から2005年末現在で995人と30%減っている（WSJ 2006年1月25日）。利益相反を避けるため、引受業務へのかかわりに基づいてアナリストに報酬を支払うことは禁止され、証券会社が多くの報酬を与えて多くのアナリストを雇う意味は薄れたのである。

しかも現在も残っているアナリストは、投信などの機関投資家が大企業に最も関心があるため、ほとんどの時間を大手企業の調査に充てている。また、証券会社は株式売買の仲介による手数料も得ているため、出来高の多い大企業株の売買を後押ししたいといった事情もある。それゆえ、株式公開を目指す新興企業にとってアナリストに自社をカバーしてもらうことは死活問題になっている。

ちなみに、株式の値刻みが2000年にそれまでの分数から小数に変わり、トレーディング収入が減ったことも、アナリストの雇用を減らす要因となった。またこの変化は、アナリストが出来高の少ない企業のカバーを控えることにつながった（WSJ 2006年1月25日による見解）。

運用面でも変化はみられる。個別銘柄の選択を行わない、それゆえアナリストを使わない、運用会社が最近米国で盛行している現象は、投資戦略理論の発展だけでは説明が付かないと思う。それはアセット・アロケーター（asset allocator）が内外のインデックスか投信の購入を指示し、あとはデリバティブで微調整する形で投資戦略が完了し、アナリストは係わらない。ロンドンでも同様な動きがあるが、少なくとも米国での動きは本稿で見た流れのなかで捉えるべきだと思う。

### 6-3 IPOプロセスのディスクロージャー

NASDは、2003年11月、ブックとIPOの最終割り当てを発行企業にディスクローズする案を引受証券会社に対して提案し、広く意見を求めた。

#### (1) IPOにおける発行企業への影響

引受証券会社の手元にあるブックが明らかになると、超過応募のレベル、関心度指標（indications of interest）、注文上位の内容、価格感応度、などが判明する。それゆえ、このようなディスクロージャーが達成されれば、引受証券会社の専門性のほとんどが消滅し、IPOの実権は引受証券会社から発行企業に移る、といわれる。

#### (2) IPOにおける個人投資家への影響

個人投資家はIPO株投資において、日本だけでなく米国においても、機関投資家に比べて不利な環境に置かれている。事情は似ているので、日本の場合を説明すると、機関投資家は上場承認直後のプレヒアリング期間中に経営者との個別面談の機会を得る上、上場前説明会に参加して直接説明を聞くことができる。一方、個人投資家は目論見書を見るだけで投資判断をしなければならず、購入する場合でも公募・売出株式の割当においては大口の機関投資家より優遇はされていない。

なお、IPOファンド（IPOだけに投資することに特定化したミューチュアル・ファンド、投資信託）が普及しておれば事情は違ってくる。それは、IPOファンド（IPO銘柄に投資したい

個人投資家の資金を預かり、その代表として)がロードショーに参加し、IPO企業と直接ミーティングできる。そして購入する際には大口機関投資家として、個人投資家よりは高い確率でまとまった株数の割り当てを受けることができる、からである。

機関投資家(IPOファンドは当然含まれる)がIPOの割り当てに参加できず、IPOファンドが普及していない日本の個人投資家は米国の個人投資家より確実に不利である。

2005年の夏、米国SECは新株発行(IPOや上場企業の公募増資)の際の発行手続きに関するルール変更を行った(施行は2005年12月以降)。その中の1つは、企業から投資家への情報提供、コミュニケーション方法のルールを改善するもので、新株発行時に機関投資家向けに行われるロードショーをインターネットを通じてすべての投資家が閲覧できるようにする点が注目される。これによって、個人投資家も機関投資家と同様に、経営者のプレゼンテーションを聞いた上で投資判断できるようになる。

## 7 結語

米国で起こった証券会社とそのアナリストに関する様々な問題は潜在的には当然日本にも存在すると思われる。しかしながら、一般に、問題が顕在化しなければ、規制を定めることは困難なことが多い。幸運なことに、残念ながらというべきか、日本ではまだ問題が顕在化しておらず、米国を他山の石として規制し始めるには限界がある。しかしながら規制強化は遠い将来の事柄でないように思われる。

### 参考文献

\*\* ) 本稿は辰巳(2006(a) & 2006(b))の続編であるため、そこでリストされている参考文献はここでは除いている。

Aggarwal, R. and Conroy, P., "Price Discovery in Initial Public Offerings and the Role of the Lead Underwriter", *Journal of Finance*, 55 6, 2000, pp. 2903-2922.

Anderson, A., Dyl, E. A. and Krigman, L. "IPO Listing Choices and the Regulation of Post-IPO Sales of Restricted Stock", January 2005.

Barcaskey, M. J., "Do Sec Regulations Constrain Offer Price Revisions of IPOs?", March, 2005.

Barry, C. and Jennings, R., "The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock", *Financial Management*, 22, 1993, pp. 54-63.

Bradley, D. J., Gonas, J. S. and Highfield, M. J., "Why Do Investors Leave Money on the Table? IPO Secondary Market Returns and Volatility", June 2005.

Kadan, O., Madureira, L., Wang, R. and Zach, T., "Conflicts of Interest and Stock Recommendations - The Effects of the Global Settlement and Related Regulations", November 2005.

Lowry, M. and Shu, S., "Litigation Risk and IPO Underpricing", *Journal of Financial Economics*, 65 2002, pp.309-335.

Maddala, G. S., *Limited-dependent and qualitative variables in econometrics*, Cambridge University Press, 1983.

Ritter, J. R., "Investment banking and securities issuance", Constantinides, G. M., Harris, M. and Stulz,

R., eds. *Handbook of the Economics of Finance*, North Holland, 2003, Chapter 5.

辰巳憲一(a)「IPO初取引日前後の株価推移と投資家の行動：米国の研究の展望」『学習院大学経済論集』, 2006年1月, pp.231-249。

辰巳憲一(b)「IPOにおける引受証券会社と発行企業の行動：米国の研究の展望」『学習院大学経済論集』, 2006年4月, pp.53-71。

Wooldridge, J. M., *Econometric analysis of cross section and panel data*, MIT press, 2001.

Zhu, Y., "Is IPO Underpricing Related to Litigation Risk? Evidence Based on the Private Securities Litigation Reform Act of 1995", Nov. 2004.