

# 「公募増資のあり方に関する研究会」 の概要について

公益財団法人 日本証券経済研究所 主任研究員

**福田 徹**

## 1. はじめに

我が国の企業にとって公募増資は、重要な資金調達手段となっている。金融機関等による資本増強もあった2009年には5兆円弱もの資金がこれを通じて集められた（図表1）。この事実はリーマン・ショックによるシステムック・リスクが顕在化する中、企業の財務面における一層の安定性向上に寄与したと評価されるであろう。ただ、その一方で公募増

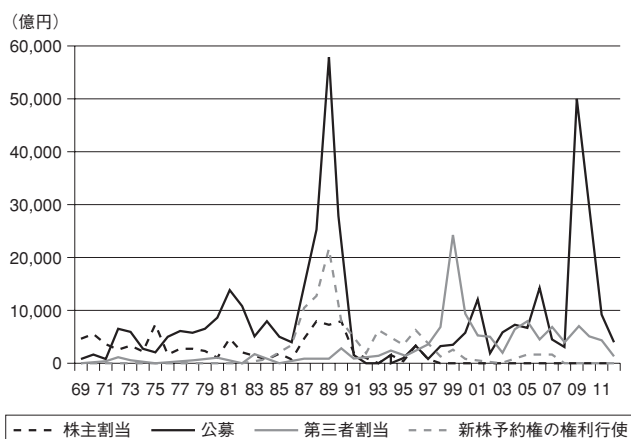
### 〈目次〉

1. はじめに
2. 我が国の公募増資に関わる事実関係の整理
3. 様々な観点からの欧米との比較
4. 我が国の公募増資における問題点の特定化と対応策
5. おわりに

資の問題点が散見され始めたのも確かである。その意味では、投資家および企業双方にとってより魅力的な公募増資のあり方を模索すべき時期にさしかかったと言えるのかもしれない。

そのような問題意識に基づき、昨年10月から今年の3月までの6ヶ月間、様々な分野の有識者を集めて日本証券経済研究所内に「公募増資のあり方に関する研究会」を設置し報告書<sup>(注1)</sup>を作成した。同研究会では、我が国の公募増資に関わる事実関係の洗い出し、制度や数値データに関する欧米との比較等を通じて、今後の我が国のあり方について様々な角度から議論を行った。本稿は、その過程で明らかとなった事実関係や新たな方向性について紹介することを目的としたい。また、最後に筆者自身の我が国の公募増資のあり方についての意見を蛇足ながら付け加えようと思う。

(図表1) 株式による資金調達額の推移



(出所) 東証のデータを利用して筆者作成

## 2. 我が国の公募増資に関する事実関係の整理

### (1) 公募増資を行った企業の特性<sup>(注2)</sup>

まず、ここ数年間において公募増資を実施した企業は、発行決議時点においてどのような財務体質を持った企業であったかについてである。その企業の負債依存度を示す自己資本比率については、20%未満の企業が全体の50.6%、銀行・証券・保険を除くと39.7%を占めていた。また、その負債返済に充てられる利益の割合であるNet Debt/EBITDA（純有利子負債／利払い前、税引前、償却前利益）倍率が5倍以上（EBITDAがマイナスであった企業を含む）の企業（銀行・証券・保険除くベース）が35.1%となっている。さらに、外部格付けがBBB+以下の企業が全体の50.4

%（格付けを取得しているもののみ）となっていた。なお、2012年9月末時点における我が国の民間非金融法人企業の自己資本比率の水準を見ると34.2%<sup>(注3)</sup>であるから、公募増資を行ったのは財務体質の劣っている企業を中心であったと評価されよう。

続いて公募増資を行って得た資金の用途についてであるが、成長戦略に係るものと公表している企業が多数を占める傾向にある。具体的には、実施の公表前1か月以内に中期計画等の成長戦略につながるプレス発表をした企業が全体の54.3%となっている。また、法定目論見書上の資金用途の記載として設備投資資金および研究開発費を挙げた企業が全体の55.5%に上っていた。

以上の結果は、資金調達の方法論を専門領域とする経済学の1分野であるコーポレート・ファイナンスの理論から見ると真つ当なも

(図表 2) 公募増資実施前後における株価動向

タイミング	検証対象	検証手法	検証結果
決議日前後の3日間。	1990年1月から2011年3月末までに公募増資を実施した金融保険を除く186社。ただし、資本移動や決算関連の発表を行った企業は含まず。	マーケット・モデルを利用して決議日前後3日間の累積超過収益率を算出。	公募増資発表日前後の累積超過収益率は、中央値で▲4.6%。上記の条件で希薄化率10%未満、以上の累積超過収益率はそれぞれ中央値で▲4.2%、▲6.7%。
公募増資の新株発行後3年間	1990年1月から2008年までに公募増資を実施した金融保険を除く131社。ただし、資本移動や決算関連の発表を行った企業は含まず。	①業種と規模に関する類似企業、②規模および簿価時価比率に関する類似企業との投資収益率の差を求め。	①10% (年率3.2%) のアンダーパフォーマンス、 ②ほぼ同じパフォーマンス
条件決定日から決議日の1年後	2003年1月以降において総額100億円以上の「募集」または「募集・売出し」を行った157件。	条件決定日から決議日1年後までの間で、株価が公募価格を上回ったか。	上回ったもの124件、そうでなかったもの33件。

(出所) 保田 [2011] および公募増資のあり方に関する研究会に基づき筆者作成

のである。トレード・オフ理論<sup>(注4)</sup>によると自己資本比率の低い企業は株式による資金調達が可能となるとされている。ペッキング・オーダー理論<sup>(注5)</sup>を念頭においた場合においては、内部留保や負債の利用が困難な企業の資金調達手段として用いられていると見なされる。

## (2) 公募増資と発行企業の株価パフォーマンス

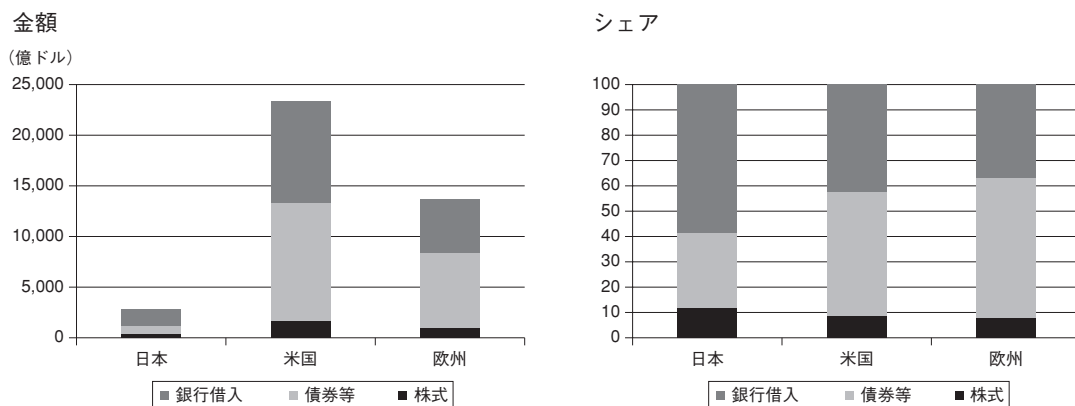
続いて、公募増資を行った企業の株価パフォーマンスを眺める。これについては保田 [2011] に基づき、公募増資実施以降の長期的な株価パフォーマンスと公募増資発表日前後に焦点を当てた短期的なものの2通りについて紹介する(図表2)。これらは、様々な観点から類似した企業と比較することによって公募増資の株価への効果を推計している。

長期的な株価パフォーマンスに関しては、公募を行った企業の株式を実施後3年間保有

し続けた場合、業種と規模に関する類似企業との比較において中央値でほぼ10% (年率3.2%) 下回り、規模および簿価時価比率に関する類似企業と比較するとほぼ同じ水準になったとしている。また、当研究会では若干の厳密性を欠くものの、より現実的な投資家の目線に近い評価を行っている(図表2)。これは、公募増資実施後の株価が公募価格を上回ったことがあるのかというものである。条件決定日から発表日1年後までを対象とした場合、1日でも上回ったものが124件、下回り続けたものが33件となった<sup>(注2)</sup>。つまり、対象の8割以上に利益を確定する機会が存在したと言える。

公募増資発表による短期的な効果であるが、発表日前後3日間の累積超過収益率(同一リスク・クラスの株式のあるべき投資収益率との比較)では、中央値で▲4.6%となった。また、前述の条件で希薄化率10%未満および以上の累積超過収益率はそれぞれ中央値で▲

(図表3) 日米欧における外部調達手法ごとの金額およびシェア



(出所) 公募増資のあり方に関する研究会

4.2%、▲6.7%となった。この結果は、公募増資の発表によって株価が下落する可能性があることを示唆しているかもしれない。なお、加藤政仁、鈴木健嗣 [2013] では、その背景として過去に公募増資時の空売りが発行価格を必要以上に押し下げ、その効果が主幹事証券会社の安定操作リスクの低下につながった案件が見受けられると指摘している。

### (3) その他の興味深い事実関係

公募増資を行った企業の実施前後における株主構成の変化を眺めてみた(注2)。直前と直後と比較すると、個人および金融機関の構成比はほぼ横ばい、外国法人等のそれは増加、その他法人のそれは減少していることがわかった。個人投資家については、案件によって半数近くの割当がなされていることを勘案すると、実施後比較的早い時期に売却していると考えられる。この理由としては、投機的な

スタンスを持つ多くの個人投資家にとって公募増資実施後に利益を確定する機会が少なからず存在したためであることが推察される。一方、外国法人についても半数近くの割当があるが、こちらは継続保有になっているために構成比が増加したものと考えられよう。

## 3. 様々な観点からの欧米との比較

### (1) 資金調達手段の割合

企業の資金調達額全体に占める各証券の割合を日米欧で比較した(注6)。これによると、我が国の株式が占める割合は全体の10%強、欧米は10%弱の水準となっている(図表3)。この違いは大きいものではないが、我が国の企業の自己資本比率が他よりも低いという事実(注3)から説明できるかもしれない。なお、負債の内訳については、日本は継続的に銀行

(図表4) オファリング期間に関する日米比較

日本<sup>(a)</sup>

形態	件数	発表～条件決定 <sup>(b)</sup>	条件決定～受渡 <sup>(b)</sup>	発表～受渡 <sup>(b)</sup>	募集期間 <sup>(b)</sup>
グローバル・オファリング	33件	13日	8日	21日	2日
海外募集	9件	10日	8日	18日	—
国内募集	109件	10日	8日	18日	2日
国内募集 <sup>(c)</sup>	39件	10日	12日	21日	2日

米国<sup>(d)</sup>

形態	件数	当初登録～ローンチ <sup>(b)</sup>	ローンチ～条件決定 <sup>(b)</sup>	条件決定～受渡 <sup>(b)</sup>
S-1 <sup>(e)</sup>	27件	0日	14日	6日
S-3 <sup>(f)</sup>	33件	259日	1日	6日
S-3 ASR <sup>(g)</sup>	84件	88日	1日	5日

(a) 2008年から2012年に日本企業によって実施された公募増資の案件

(b) 中央値ベース

(c) 重複上場・一部指定を伴う案件

(d) 2012年に金額1億ドル以上の募集・売出しを行った米国の一般事業会社に関わる案件

(e) 発行登録についてフォームS-1による案件

(f) 発行登録についてフォームS-3による案件

(g) 発行登録についてフォームS-3 ASRによる案件

(出所)「公募増資のあり方に関する研究会」に基づき筆者作成

借入の割合が高い。米国はリーマン危機以降において銀行借入の割合が高まった。一方、欧州は債券発行による資金調達の高い傾向にある。いずれにせよ、我が国の資金調達手段としては、他と比較して株式発行が濫用されているという事実はないということである。

## (2) 株式の発行プロセス

日米においては、株式の発行プロセスとして株主優先権を付与しない公募増資等がほとんどとなっている。一方、英国、香港（欧州全体のデータが無かったため）では株主優先権を付与するライツ・オファリング等が中心となっている。また、英国、香港では、希薄化率の低い案件において株主優先権のないもの

のが主流であるものの、より高い案件ではそれを付与されたものが多くを占めていた。これは、株主優先権を伴う株式発行において行使を促進させるために低い行使価格が設定される傾向があり、同一金額の資金調達を前提とすると、より発行株式数が増加することが一因であろう。なお、同研究会では英国・香港のケースで代替していたが、筆者が研究会終了後にKrakstad [2013] 等であらためて調査したところによると、欧州全体においても株主優先権を付与しないものの比率が高まっており、最近では過半数を超える水準に達しているとされている。

続いて、発行プロセスが同様である日米のオファリング期間を比較する（図表4）。ここでは、オファリング期間を発表日から条件

決定日を経て受渡し日までとしている。最も差異があるのは、発表日から条件決定日までの日数である。我が国においては、発表日から条件決定日まで10日強を費やすのが一般的である。一方、米国ではそれに当たるローンチ～条件決定日の期間が1日と大変短いものが大半を占める。条件決定から受渡し日に関しては、我が国の場合8日程度が主流、米国では5日強となっている。また、米国においては需要申告であるブック・ビルディングをそのまま注文として取り扱えるため募集期間が存在しない。

### (3) 新規に発行した株式の配分先

日米における投資家に関わる属性別の株式の配分割合に関する違いは以下の通りである。まず、我が国企業の発行の場合であるが、国内で実施する大型の公募増資案件に関しては、その半分が外国人投資家（全て機関投資家であると推定される）、45%前後が個人投資家、5%前後が国内機関投資家へ配分している。米国の企業が米国内で実施する大型の公募増資案件に関しては、その全てを機関投資家に割り当てるのが一般的である。また、8割以上を米国の機関投資家が購入しているとされる。

前述の通り、我が国と米国の最も大きい差異は機関投資家の関与の度合いである。つまり、我が国においては、国内機関投資家への配分が極めて少数であり、残りを外国人投資家と個人投資家で折半しているといった構図

である。一方、米国では自国の機関投資家のみでほぼ消化することが可能である。この背景としては、日米間における機関投資家の資金量の格差が一因となっているのではないかと推察される。上位30位までの機関投資家の株式運用資産額合計（グローバル・ベース）では、我が国のそれが6,316億ドルであるのに対して米国のそれは7兆817億ドルとなっており、10倍超の水準になっていた。従って、我が国の機関投資家には、全ての配分に応じただけの資金力が無い可能性が指摘される。

### (4) 株式の発行プロセスに関わる制度比較

以上のように、株式の発行プロセスについて日米は公募増資等の株主優先権を付与しないもの、英国等はライツ・オフリング等の株主優先権を付与するものが中心となっていた。その背景として、各国の制度の差異が原因となっていると考えられる。そこで、日米英の株式発行に関わる制度について比較を行った。

我が国における公募増資に係る制度は、基本的に授権資本内であれば取締役会の決議で発行が可能となるという会社法による規定のみである。証券取引所による上場規則については、存在しない。

米国の制度も会社法については、日本と同様である。また、証券取引所の上場規則に関しても、現金対価のものについては実質的に存在していないと見なせる。また、既存株主

---

が直接的に持ち分希薄化を争点として集団訴訟制度に則って訴訟を起こしたといった判例は見受けられなかった。

その一方で間接的なものであるが、米国においては、経営者と株主のコーポレート・ガバナンスに対する強い意識が大きい希薄化を生じさせるような公募増資に対する抑止力になっていると見られる。具体的な道筋として以下の3点が存在する。第1点目としては、米国の会社の取締役の心構えの問題であって、会社経営にあたっては信任義務を尽くすことにより株主利益の最大化をその目的とすべきであることが理解され浸透していることが挙げられる。第2点目は、米国の会社の取締役は、その報酬の多くの部分を株価に連動した形態で取得しており、取締役の利害が株主の利益と一致していることである。3点目は、株主（特に機関投資家）が会社経営陣に対してその意向・意見（批判的なものを含む）を伝え、会社経営に対して事実上の影響力を行使することが日常的に行われていること等である。

英国では、会社法において既存株主に新株引受権があることが明記されている。ただし、取締役が定款または株主総会特別決議において新株発行の授権を承認されている場合には株主新株引受権の排除が可能となる。また、証券取引所の上場規則でも前述の場合を含めていくつかの条件において株主新株引受権の排除が認められている。つまり、基本的には既存株主が新株を購入する権利を有するが、

その一方でそれを排除するための手段も存在するということである。

ただし、民間団体プレーエンブション・グループ（上場企業、機関投資家、金融機関等から構成）が株主新株引受権の排除が認められる条件についてガイドラインを策定しており、これが株式による資金調達を目論む企業に対して多大な影響を与えているとされる。同グループが定めた経営陣から既存株主以外にも割り当てる株式発行が提案された場合の対応に関する具体的なガイドラインであるが、年間ベースで既存株主以外に割り当てる株式が普通株式発行額の5%未満（3年間に7.5%を超えない）、かつディスカウント幅が5%未満の場合、投資家に対する詳細な説明責任は無く、投資家は株主総会にて賛成するスタンスを取るよう要請している。ただし、発行株数、ディスカウント幅が前記を上回る場合、経営陣は1) 資金調達の目的、2) 企業のステージ、3) 株主価値の尊重およびコーポレート・ガバナンスの実績、4) 資金調達の選択肢（株主以外に割り当てる資金調達を行うことの正当性）、5) 株主価値および議決権の希薄化度合い、6) 賛成決議以降のプロセス、7) 賛成が得られなかった場合の代替案の7点を投資家に対して詳細に説明するように求めるべきとしており、それに基づいて決議を実施すべきとしている。

## ■ 4. 我が国の公募増資における問題点の特定化と対応策

### (1) 問題点の特定化

以上のように、我が国の公募増資に関わる事実関係の整理や様々な観点に基づいた欧米との比較を行った。それらを踏まえ、ここでは問題点を特定化する基準を株価パフォーマンスに置いて議論する。なお、株価パフォーマンスについては、公募増資実施後からの長期的なものや発表日前後に関わる短期的なものや分けて評価したい。

まず前者についてであるが、公募増資実施後の長期パフォーマンスについては明確に悪かったとまでは言い切れないという結論になった。これは、企業が株式を資金調達手段として選択したことについて大きい問題はなかったと解釈できる。また、公募増資実施企業の特徴がコーポレート・ファイナンスの理論から見て正当性があること、資金調達に占める株式発行の割合が欧米とほぼ同水準であったことも裏付けとなろう。

ただし、発表日前後に関わる短期的なものについては、下落率が大きいと認めざるを得ない。他の比較対象を求めるならば、保田[2011]で紹介されている米国での実証の結果である▲2%を上回っているといった状態である。これは、公募増資実施前からの株主にとって投資価値が縮小したことを意味している。この発表日前後の下落についてなら

かの対応策が必要であるが、これについて3通りの方法について論じたい。1つは発表日前後において株価の下落をもたらす要因の力を削ぐことである。もう1つは発表日から条件決定日および上場日までの日数を短縮することである。最後の1つは公募増資と異なった発行プロセスを利用することである。

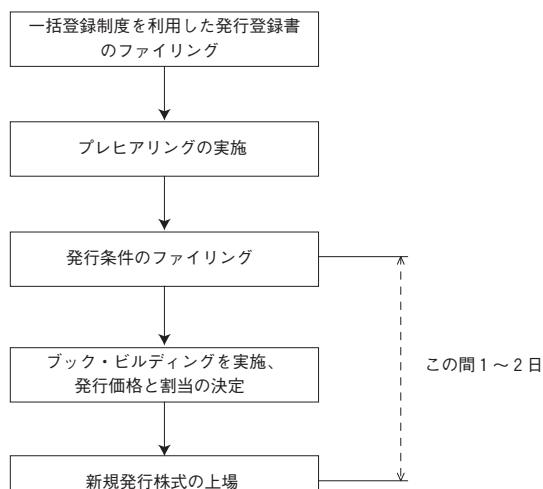
### (2) 発表日前後の株価下落への対応策

発表日前後に株価下落をもたらす要因として最初に挙げられるのは、空売りであろう。これへの対応策としては、2011年12月に日本版レギュレーションM（金融商品取引法施行令第26条の6）が導入されている。日本版レギュレーションMとは、公募・売出しの発表日の翌日から発行価格等決定日までの期間において、同一銘柄の有価証券につき、空売りを行った場合には当該公募・売出しに応じて取得した有価証券により当該空売りに係る借入の決済を行ってはならないというものである。

同研究会では、日本版レギュレーションM導入の効果について検証を行っている。その具体的な方法であるが、規制導入前後の14銘柄を用いて平均株価騰落率と日本証券金融を利用した貸株について最も高い残高の水準で評価するというものである。前者については、実数および対TOPIX超過分の両者について下落率が縮小していると判断される。後者については、水準が大幅に低下していることから規制効果があったと言える。また、同じ銘



(図表5) アクセラレイテッド・ブックビルディングのプロセス



(出所) 各種資料に基づき筆者作成

柄について証券会社の店頭取引（OTC）による株券等貸借取引の貸株残高についても同様の検証を行っている。これについても規制導入の効果が確認された。

以上から、日本版レギュレーションMは一定の効果を上げていると判断されよう。ただし、検証に用いた期間が短かつ銘柄数がそれほど多くないということに留意すべきであろう。従って、今後とも同レギュレーションの効果についてモニタリングを継続し、改善すべき点があれば対応することが望まれる。

### (3) 発表日から条件決定日および上場日までの日数短縮に関する対応策

前述の通り、米国のローンチ（発表日）から条件決定日および上場日までの日数は我が国のそれと比較して極端に短い。この背景と

して、オフアリング・プロセスの1つであるアクセラレイテッド・ブックビルディング等の利用とそれを可能にするプレヒアリングと一括登録制度に関わる制度設計の存在がある。これによって、オフアリング期間の長期化によって発行企業が晒されている価格変動リスクの抑制につながると評価されている。

アクセラレイテッド・ブックビルディングとは、ロード・ショウ等の大規模な勧誘活動を行わずに発行価格と割当の決定を行うというものである（図表5）。従って、これを利用すると、発表日から発行価格と割当の決定までの日程は2日以内に抑えることが可能になっている。これは、発行企業が晒される価格変動リスクを抑える効果があると評価されている。ただし、証券会社は発表日の前に投資家の需要を固める必要があるのも確かであ

る。それを行うための手段がプレヒアリングである。

プレヒアリングとは、有価証券の公募発行の公表に先立ち、証券会社が特定少数の機関投資家に対して、発行会社および有価証券の公募発行に関する情報を守秘義務契約等の下に提供し、当該有価証券の公募発行の公表・実施の判断の前提となる需要調査を行うことである。これによって、勧誘に関わる期間をオーバーナイトないしそれに準じる短期間にとどめるアクセラレイテッド・ブックビルディングを利用した有価証券の公募発行の実施が可能となる。ただし、プレヒアリングを実施するためには満たさなければならない条件がいくつか存在する。その1つは、発行体の同意が必要とされる点である。もう1つは、情報の提供を受けた投資家がそれを提供する証券会社との守秘義務契約等によって、当該非公開重要情報を秘密情報として取り扱い、その伝達範囲が限定されること、および非公開重要情報に基づき対象会社が発行する有価証券に関する取引を行わないことに同意するよう求められる点である。

ただし、我が国の金融商品取引法上ではプレヒアリングが「需要調査」または「勧誘」と解釈されるか実務上困難であることが想定される。「勧誘」と判断された場合、金融商品取引法上の届出・開示義務の違反と見なされるなど様々な問題が生じ得る可能性がある。米国では、1983年に導入された一括登録制度<sup>(注7)</sup>によって事前に投資家の需要を探

ることが可能となり、プレヒアリングを行ってアクセラレイテッド・ブックビルディングを実施することができるようになった。

#### (4) 公募増資と異なった発行プロセスを用いた対応策

新たな株式の発行プロセスとして制度整備が行われてきたのはライツ・オファリングである。これは、既存株主へ新株を購入する権利を無償で割り当てるという点に特徴があり、主に新たな投資家が株主となる公募増資と異なる。ただし、我が国においてこの発行プロセスを利用した企業は少数に留まっている。この理由として、運用上におけるいくつかの問題点が指摘されている。

具体的には、以下の通りである。まず、発表日から払込日まで50日、行使期間終了まで40日と長い点が挙げられる。これは、株価の急落等によって割高な行使価格となった優先権が行使されずに発行企業が予定していた資金調達額を獲得できないというリスクを高めていると評価される。なお、日程短縮を実現するには、株主確定のあり方、割当配当通知のあり方に踏み込んだ関係者間の議論が必要となろう。さらには、割当を受ける株主の応募（新株予約権の行使）に関する意向の把握、発行企業における引受手数料の計上の仕方、新株予約権者への取得対価の交付方法、大株主の行使とTOB規制のあり方などへの対応が求められるところである。

## ■ 5. おわりに

以上のように、我が国における公募増資の問題点を特定化した上でそれについての対応策を論じてきた。今後求められる対応策については、主に期間短縮につながるようなオフアリング・プロセスの制度整備を求めるものとなっている。確かに、機関投資家の存在感が小さい我が国の株式発行市場においては、プレヒアリング等が機能しないのではないかという懸念があるかもしれない。ただし、筆者の意図は公募増資を実施するプロセスの多様化である。つまり、公募増資を行う際には、企業はその実態に合わせてアクセラレイテッド・ブックビルディングや現行のプロセスを選択すべき<sup>(注8)</sup>であると考え。そして、その選択基準は企業が公募増資を意思決定する時点における株主の将来的な利益の最大化であることは言うまでもないだろう。

なお、拙稿のタイトルは「公募増資のあり方に関する研究会」の概要についてであるが、筆者の主観でその内容を取捨選択した上で意見を付け加えたものとなっている。従って、文責の全ては筆者に帰す。同研究会の全容について正確に知りたいのであれば、報告書<sup>(注1)</sup>をお読みいただきたい。ここでは拙稿で触れなかった論点、我が国における公募増資に係る規制および実態の変遷、情報開示や証券アナリスト等の在り方等についても網羅されている。

(注1) この研究会の報告書については、我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会 [2013]、「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方 分科会」報告書－公募増資等のあり方に関する論点整理－日本証券業協会の資料4を参照。

(注2) 対象となるのは、上場企業の行った2003年1月以降において総額100億円以上の「募集」または「募集・売出し」を行った164件/138社。なお、銀行・証券・保険による33件/26社を含んでいる。ただし、不動産投資信託は除外。

(注3) 2012年9月末時点における資金循環勘定ベースの民間非金融法人企業における自己資本比率の水準は、我が国が34.2%、米国が54.2%、欧州が47.5%。

(注4) MM (モジリアーニ・ミラー) 理論において法人税が存在した場合であるが、負債の構成を高めると企業価値が上昇する。一方、倒産コストやエイジェンシー・コストが存在すると自己資本比率の低い企業はそれの期待値が高まる。そして、法人税や倒産コストおよびエイジェンシー・コストが存在した場合、法人税の効果によって自己資本比率の低下に伴って企業価値は高まるが、ある水準を過ぎると倒産コストおよびエイジェンシー・コストの効果が上回ってそれが下がり始める。これは、企業価値を最大化する株式と負債の構成比が存在することを意味する。以上の結論をトレード・オフ理論と呼ぶ。

(注5) 完全競争市場の仮定を緩めて経営者と投資家間に情報の非対称性が存在するとしたものがベッキング・オーダー理論である。この場合、内部留保、負債、株式いずれで資金調達を行うかという事実が投資家にとっての企業価値を判断する上でのシグナルとして扱われる。株式で行う場合には、その価値が割高に評価されているというシグナルとなる。そして、その発表によって株価は下落すると考えられる。負債の場合には、財務内容の悪い企業を除いてそのようなシグナルになりづらい。従って、この理論において、企業は内部留保、負債、株式の順で資金調達を選択するとされている。

(注6) 2003年1月から2012年12月14日において、日本、米国、欧州（英、独、仏、蘭、西、伊）それぞれの地域について、上場企業およびその子会社が行った株式（普通株式、転換社債、第三者割当増資、不動産投資信託、種類株、ワラント他）による資金調達額（日本3,174件、米国13,855件、欧州8,443件）、債券（社債、ABS、MBS、投資法人債他）によるそれ（日本4,170件、米国40,133件、欧州20,416件）、ローン（ターム・ローン、コミットメントライン）によるそれ（日本10,616件、米国27,657件、欧州10,590件）を調査対象としている。

(注7) 一定の要件を満たしている企業が、特定できない将来において発行する可能性のある有価証券について発行登録書を財務局に提出することにより、実際の有価証券発行時に機動的に当該有価証券の発行ができるという制度のこと。

(注8) Gao and Ritter [2010] の基本統計量を見ると、米国企業においてアクセラレイテッド・ブックビルディングを利用するのは時価総額が大きいもしくは希薄化率が低い、フル・マーケティング（我が国の現行のプロセス）、を利用するのは時価総額が小さいもしくは希薄化率が高いという傾向が読み取れる。

[www.uis.no/getfile.php/Nyhetsvedlegg/Svein%20Olav%20Krakstad.pdf](http://www.uis.no/getfile.php/Nyhetsvedlegg/Svein%20Olav%20Krakstad.pdf)



#### [参考文献]

- ・加藤政仁、鈴木健嗣 [2013]、「増資インサイダー問題と資金調達コスト」『証券アナリスト・ジャーナル』、1月号。
- ・保田隆明 [2011]、「わが国の公募増資に関する実証分析」ワーキング・ペーパー。(http://www.b.kobe-u.ac.jp/~keieizaimu/uploads/files/zenkokutaikai/35/houda.pdf)
- ・Gao, Xiaohui and Jay R. Ritter [2010], "The Marketing of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, vol.97, pp33- 52.
- ・Krakstad, Svein Olav [2013], "SEO Cost Differences between Europe and U.S.," Working Paper. (http://