

## 米国の IPO 手続きをめぐる諮問委員会報告書について

米国では、2002 年半ば頃から、IPO 銘柄の不正な割り当てをめぐる疑惑が注目を集めていた。2003 年 5 月には、証券取引委員会（SEC）の依頼を受けてニューヨーク証券取引所（NYSE）と全米証券業協会（NASD）が設置した諮問委員会から、IPO 手続きの抱える問題点に関する報告書が出され、今後の規制当局の対応が注目されている。

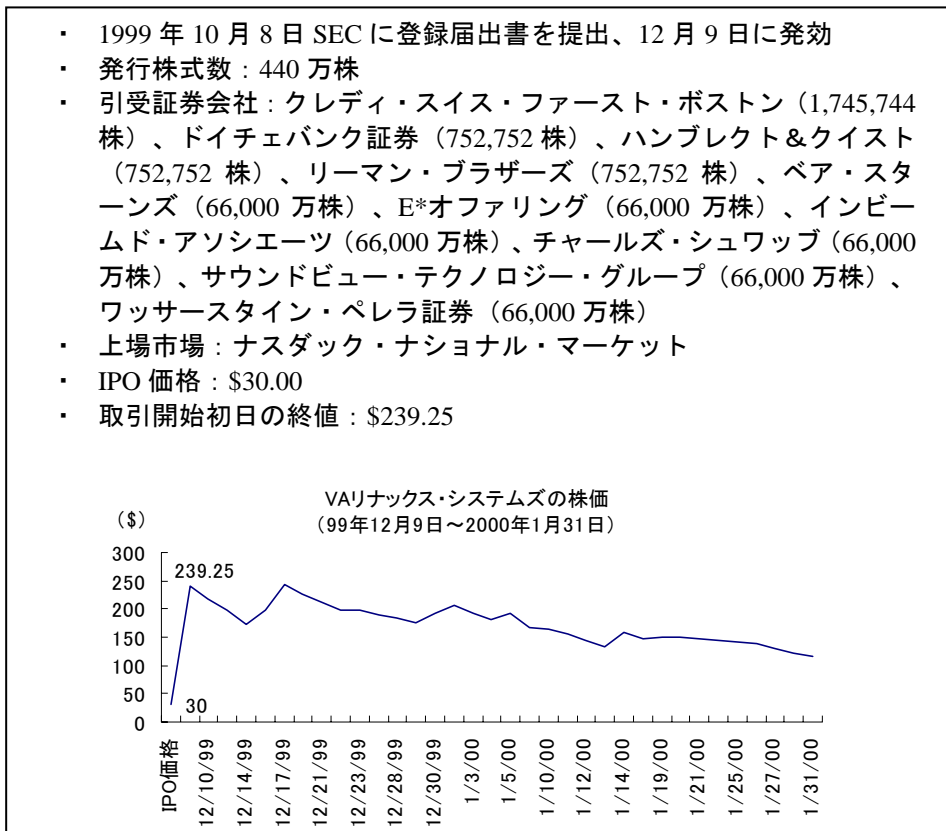
### 1. 新規公開（IPO）銘柄割り当てをめぐる問題

米国では、ここ数年、証券会社の投資銀行部門が、顧客企業の幹部に対し、大幅な値上がりの期待できる新規公開（IPO）銘柄を割り当てて、その見返りとして投資銀行ビジネスを受注するといった行為が問題視されていた。最近では、2002 年 7 月、ワールドコム（現 MCI）の不正会計をめぐる事実解明の過程で、ソロモン・スミス・バーニー（SSB、現シティグループ・グローバル・マーケット）によるワールドコム幹部への IPO 銘柄割り当ての実態が明らかにされたことを一つの契機に、注目が高まっていた。

米国では、IPO における価格決定は主にブックビルディング方式で行われ、どの投資家に対して IPO 銘柄の勧誘を行うかは、発行体による決定分を除くと、基本的に、引受証券会社によって決められる。99～2000 年のネットバブル期には、ハイテク企業等の IPO は人気非常に高く、引受証券会社による割り当てを得るのは至難の技というのが実状だった。証券会社は優良顧客、重要顧客に対して IPO 銘柄を割り当て、それらの投資家は、しばしば、多額の値上がり益を手にする機会を与えられたのだった。例えば、公開初日の値上がり幅で史上最大を記録した VA リナックス・システムズ（現 VA ソフトウェア）のケースでは、初日の終値で売却した投資家は、実に 697.5%のリターンを得ることができた（図表 1）。

このような状況下で、証券会社が人気の高い IPO 銘柄の割り当てと引き替えに、顧客からの投資銀行ビジネスの受注を求めるスピニング（spinning）、流通市場での取引開始後の追加的な購入を顧客に約束させるラダリング（laddering）、法外な手数料を顧客から得るキックバック（kick back）といった慣行が問題視されるようになった（図表 2）。

図表1 VA リナックス・システムズのIPOの概要(1999年12月)



(出所) VA リナックス・システムズの登録届出書他より野村総合研究所作成

図表2 IPOをめぐる問題行為

	行為	抵触しうる規制
スピニング	引受証券会社がIPO銘柄を企業幹部に割り当て、見返りとして投資銀行ビジネスを受注する。	・ NASD 規則 2110 の解釈資料 2110-1 (需要が大きいと見られるIPO銘柄について善意の割り当てを求める)
ラダリング	引受証券会社が、IPO銘柄の割り当ての条件として、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。	・ レギュレーションMの規則101及び102(分売期間中に分売業者及び発行体が、当該証券の購入を分売以外の形で誘うのを原則禁止) ・ NASD 規則 2110 の解釈資料 2110-1 (同上)
キックバック	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共有したりする。	・ NASD 規則 2710 (企業金融関連規則。不正・非合理的な引受手数料の禁止を含む。) ・ NASD 規則 2330 (顧客資産関連規則。顧客との利益共有の禁止を含む。) ・ NASD 規則 2110 の解釈資料 2110-1 (同上)

(注) スピニングについては、企業幹部が、個人的な利益を得たことにより、会社にとって最適な投資銀行を選ばなかったとなると、株主に対する忠実義務違反を問われる可能性もある。

(出所) 野村総合研究所

## 2. 「NYSE・NASD 諮問委員会報告書」に至る動き

IPO 銘柄の割り当てをめぐる最近の動向をまとめたのが図表 3 である<sup>1</sup>。前述の通り、2002 年 7 月の SSB をめぐる疑惑を契機に注目が高まり、規制当局による調査、摘発といった動きが活発化した。2003 年に入ると、フリートボストン・フィナンシャルが傘下の旧ロバートソン・スティーブンスについて、JP モルガン・チェースが傘下の旧ハンブレクト&クイストについて、規制当局に多額の制裁金を支払うことでキックバックの疑惑に関する和解に至るなどの進展もあった。

同時に、規制面での動きも進んだ。まず、2002 年 7 月末、スピニングの明示的な禁止等を含む NASD 規則改正案が NASD 理事会により承認された（図表 4）。同年 9 月までのコメント受け付け後、SEC に提出され承認待ちの状態にある。

さらに 2002 年 8 月、SEC のハーベイ・ピット委員長（当時）が、NYSE、NASD に対し、諮問委員会を設立して IPO 手続きの調査及び提言を得るよう、依頼した。これを受けて同年 10 月、14 名の識者から成る諮問委員会が結成され、2003 年 5 月、「NYSE・NASD 諮問委員会報告書」<sup>2</sup>（以下、諮問委員会報告書とする）が提出された。

図表 3 IPO 手続きをめぐる最近の動き

97～98 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>SEC 及び NASD がスピニングに関する調査を開始。</li> <li>連邦検察庁がスピニングについての捜査を開始。</li> </ul>
2000 年半ば～ 2001 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>SEC 及び連邦検察庁、キックバックについての調査開始。</li> <li>クレディ・スイス・ファースト・ボストン（CSFB）が主たる調査対象として浮上。</li> </ul>
2002 年 1 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>CSFB、キックバックの疑惑について、1 億ドルの制裁金の支払いで SEC 及び NASD と和解。</li> </ul>
2002 年 7 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>ソロモン・スミス・バーニー（SSB）によるスピニング疑惑が浮上。</li> <li>NASD、スピニングの明示的な禁止等を含む規則改正案を出す。</li> </ul>
2002 年 10 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>NYSE・NASD の IPO 諮問委員会が設置される。</li> </ul>
2002 年 10～11 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>ゴールドマン・サックス、JP モルガン・チェース、SEC から、ラダリングに関する民事提訴があり得る旨の通知を受け取る。</li> </ul>
2002 年 12 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>SEC、ニューヨーク州司法当局他と、大手証券会社 10 社との間の「包括的和解案」の中に、スピニングの禁止が盛り込まれる。</li> </ul>
2003 年 1 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>フリートボストン・フィナンシャル、傘下の旧ロバートソン・スティーブンスによるキックバックの疑惑について、2800 万ドルの制裁金支払いで SEC 及び NASD と和解。</li> </ul>
2003 年 2 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>フォード・モーターズの会長兼 CEO、株主の批判を受けて、ゴールドマン・サックスの IPO 時に割り当てを受けた 40 万株を売却し、売却益を寄付することを決定。</li> <li>JP モルガン・チェース、傘下の旧ハンブレクト&amp;クイストによるキックバックの疑惑について、600 万ドルの制裁金支払いで NASD と和解。</li> </ul>
2003 年 3 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>NASD、CSFB の元インベストメント・バンカーであるフランク・クア</li> </ul>

<sup>1</sup> 最近の動向については、淵田康之・大崎貞和編「検証 アメリカの資本市場改革」（日本経済新聞社、2002 年 10 月）第 5 章を参照のこと。

<sup>2</sup> NYSE/NASD IPO Advisory Committee, *Report and Recommendations of a committee convened by the New York Stock Exchange, Inc. and NASD at the request of the U.S. Securities and Exchange Commission*, May 2003.

■ 資本市場クォーター—2003年夏

	トローン氏をスピニングの疑いで提訴。証券会社幹部がスピニングで提訴されるのは初めて。
2003年4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ モルガン・スタンレー、SEC から、ラダリングに関する民事提訴があり得る旨の通知を受け取る。</li> <li>・ 「包括的和解」が成立。10社はスピニングを行わないことで合意。</li> <li>・ SECはCSFB及びシティグループ（旧SSB）に対しスピニングに関する民事訴訟を提起し、和解。</li> </ul>
2003年5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ クウェスト・コミュニケーションズの創業者、ニューヨーク州のロースクール及び非営利組織に対し440万ドルの寄付を行うことでニューヨーク州司法当局と和解。投資銀行ビジネスと引き替えにSSBからIPO銘柄の割り当てを受けていた疑いで告訴されていた。</li> <li>・ NYSE・NASDのIPO諮問委員会、最終報告書を発表。</li> </ul>

(出所) 各種報道より野村総合研究所作成

図表4 NASDの規則改正案

規則	内容
規則 2712(a) キックバックの禁止	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ IPO銘柄の割り当ての代わりに、顧客からサービスの対価として過大な報酬を得てはならない</li> <li>・ 当該IPO銘柄に関するサービスに限らず、他の取引において過大な報酬を得ることも禁止</li> </ul>
規則 2712(b) ラダリングの禁止	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公開後の流通市場における追加的な購入を、IPO銘柄割り当ての条件としてはならない</li> <li>・ レギュレーションMとNASD規則2110を補足するもの</li> </ul>
規則 2712(c) スピニングの禁止	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 将来の投資銀行ビジネスの発注を、企業幹部に対するIPO銘柄割り当ての条件としてはならない。</li> <li>・ すでに行われた投資銀行ビジネス発注の見返りとして、企業幹部にIPO銘柄を割り当ててはならない。</li> </ul>
規則 2712(d) フリッピングに関する規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 引受シンジケート団の主幹事がペナルティ・ビッドを課した場合を除いて、担当顧客のフリッピングを理由に、金融機関の社員に対し計上した手数料収入減額等のペナルティを課してはならない</li> <li>・ 現在、ペナルティ・ビッドがなくても個人顧客のフリッピングを許した社員は計上手数料の減額等が行われるのに対し、機関投資家顧客のフリッピングの場合はそのようなペナルティがないという不均衡がみられ、その結果、個人顧客はフリッピングを行わないよう仕向けられている。このようなフリッピングをめぐる不公平を解消するのが目的。</li> </ul>
規則 2712(e) 社内体制の整備	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 規則 2712 の遵守のための社内体制を合理的な形で整備しなければならない</li> </ul>

(注) 1. フリッピング、ペナルティ・ビッドについては、本文3章を参照のこと。

2. この新規則の他に、規則2710を改正し、証券発行の引受幹事は、当該発行日の前後それぞれ180間に、当該発行体企業の幹部に対して行ったIPO銘柄の割り当てについてNASDに報告しなければならないとすることを提案している。

(出所) NASD Notice to Members, "Regulation of IPO Allocations and Distributions," August 2002.

### 3. 諮問委員会報告書の内容

#### 1) 4つのテーマに添った20の提言

諮問委員会報告書は、IPO をめぐる不正の摘発等により、IPO 手続きに対する公衆の信頼が損なわれていることを指摘し、信頼を取り戻すための方策として、SEC、NYSE、NASDAQ に対して20の提言を行ったものである。提言は、以下の4つのテーマに添った内容になっている<sup>3</sup>。

- ① IPO の手続きは、発行価格の決定に関する透明性を高め、発行後の価格の歪みを回避するものでなければならない。（価格決定の透明性）
- ② 不正な IPO 銘柄割り当ての慣行を排除しなければならない。（不正な割り当ての禁止）
- ③ 規制当局は、IPO に関する情報発信と情報へのアクセスを改善しなければならない。（IPO 関連情報へのアクセス改善）
- ④ 規制当局は、引受証券会社に対し高い行為規範を保つことを求め、また、発行体及び投資家に対する教育にも努めなければならない。（引受証券会社の行為基準向上と、発行体、投資家の教育促進）

上記の4点に沿った具体的な提言の概要は、図表5の通りであるが、IPO 手続き全般にわたり、証券会社のみならず、発行体に対する規制をも含む広範な提言を行っていることが分かる。以下では、その主要項目を概説する。

図表5 諮問委員会報告書の概要

提言	概要
①IPO 価格決定の透明性	
提言1：IPO 価格決定委員会の設立	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ NYSE、NASDAQ は、発行体に対し、取締役から成る IPO 価格決定委員会の設立を求め、価格決定の手続きを監督させるべきである。</li> <li>・ 同委員会メンバーは経営陣とは独立の取締役を少なくとも1名含まなければならないとする。</li> </ul>
提言2：IPO 銘柄に対する投資家の反応の共有	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ NYSE、NASDAQ は、引受証券会社に対し、IPO 価格の決定前に、顧客の示した反応を全て、発行体の IPO 価格決定委員会に伝えることを義務づけるべきである。</li> </ul>
提言3：ラダリングの防止	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ SEC、NYSE、NASDAQ は、違法な IPO ラダリングを防止するための措置を講じなければならない。</li> </ul>

<sup>3</sup> IPO 銘柄をめぐる問題は、割り当ての問題の他に、証券アナリストの中立性をめぐる問題も取り沙汰されてきた。アナリスト問題については、アナリストの利益相反に関する NASD 規則 2711 の制定、証券会社大手10社と SEC、ニューヨーク州司法当局等との間の「包括的和解」、など、様々な動きがあることから、諮問委員会報告書では取り扱われていない。なお、「包括的和解」については、平松那須加「決着した米国のアナリスト問題」『資本市場クォーターリー』2003年夏号を参照のこと。

提言 4：IPO 後初日の成行き注文の禁止	<ul style="list-style-type: none"> <li>• IPO 後の最初の取引日については、成行き注文を禁止すべきである。初日の価格形成は本来的に不安定であり、個人投資家にとって、予想外の価格での購入につながりうる。</li> </ul>
提言 5：個人顧客担当の外務員に対する差別的なペナルティの禁止	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SEC、NYSE、NASD は、引受シンジケート団によるペナルティ・ビッドがない中で、個人顧客によるフリッピングについて、外務員に対し差別的なペナルティを課すこと禁止すべきである。</li> </ul>
提言 6：割り当てから戻された IPO 株式の販売基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>• NYSE、NASD は、割り当てのミスや証券決済の問題等により引受証券会社に差し戻された IPO 株式を、証券会社が流通市場での取引開始後に販売する場合について、明確な基準を設けるべきである。</li> </ul>
提言 7：SEC への登録届出書修正基準の緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SEC は届出書の修正が必要となる基準を、発行価格または株数の上方修正によるものについては、現行の 20% 増から 40% 増に引き上げ、柔軟性を高めるべきである。</li> </ul>
提言 8：代替的な価格決定方式を疎外する規制の改正	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SEC、NYSE、NASD は、ブックビルディングを代替する価格決定方式の発展を妨げる規制があれば改正すべきである。</li> </ul>
②IPO 銘柄の不正な割り当ての禁止	
提言 9：スピニングの禁止	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SEC、NYSE、NASD は、IPO 銘柄の割り当てを、引受証券会社と投資銀行ビジネスを行っている企業の幹部・取締役（家族も含む）に対して行うことを禁ずるべきである。</li> <li>• また、投資銀行ビジネスとの引き替えで行うことを禁ずるべきである。</li> </ul>
提言 10：取締役・幹部の IPO 銘柄購入に関する方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 公開企業のビジネス行為・倫理規定は、取締役及び幹部による IPO 銘柄購入に関する方針を含むべきである。</li> </ul>
提言 11：キックバックの禁止	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 引受証券会社への見返りを条件とする、違法な割り当て行為の禁止規定を強化すべきであり、NASD の規則提案を支持する。</li> </ul>
提言 12：発行体自身による割り当ての規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SEC、NYSE、NASD は、発行体の「友人及び家族プログラム」（発行体自身が行う割り当て）に対し、上限規制を設けるべきである。</li> </ul>
③IPO 関連情報へのアクセス改善	
提言 13：ロードショーの内容の公開	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SEC は現行の法解釈を改正し、電子的な IPO ロードショーを容易にすると同時に、発行体に対し、IPO ロードショーの内容を電子的に全ての聴衆に提供することを求めるべきである。</li> </ul>
提言 14：最終的な割り当て情報の共有	<ul style="list-style-type: none"> <li>• NYSE、NASD は、引受証券会社に対し、IPO 銘柄の最終的な割り当てを、発行体に開示することを義務づけるべきである。</li> </ul>
提言 15：取締役・幹部に対する売却制限の開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 目論見書の中で、取締役や幹部に対する売却制限について明確に説明することを義務づけるべきである。また、引受証券会社が売却制限の適用除外を認めるかどうかについても、開示すべきである。</li> </ul>
提言 16：売却制限に付随するサービス等の開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 売却制限に付随して証券会社が発行体の取締役・幹部に提供するサービス（デリバティブ契約の形を取ることが多い）については、フォーム 4 による SEC への開示義務を徹底すべきである。</li> </ul>
提言 17：売却制限の適用除外の開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 引受証券会社による売却制限の適用除外について、開示を強化すべきである。</li> </ul>
提言 18：発行体自身による割り当てに関する開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 「友人及び家族プログラム」の内容・規模について、目論見書の中で、より詳細な開示を義務づけるべきである。</li> </ul>
④引受証券会社の意識向上と、発行体、投資家の教育促進	

提言 19: 引受証券会社の行為基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>引受証券会社に対し、行為基準をさらに高めることを義務づけるべきである。IPO 監視手続きに関する内部レビューの強化を求め、さらに、NYSE 及び NASD の検査における IPO 手続きの比重を高める。</li> </ul>
提言 20: 発行体及び投資家の教育	<ul style="list-style-type: none"> <li>SEC、NYSE、NASD は、新規発行体向けに、IPO 手続き等に関する教育プログラムを創設すべきである。</li> <li>また、IPO 銘柄の投資家が十分な理解の上で投資を行えるよう、教育を促進すべきである。</li> </ul>

(出所) 諮問委員会報告書より野村総合研究所作成

## 2) IPO 価格決定プロセスの透明性の向上

諮問委員会報告書では、IPO 価格決定プロセスの不透明さが、投資家の IPO 手続きに対する不信を引き起こしたという観点から、価格決定の透明性の向上に向けた施策を提案している。

具体的には、NYSE 及び NASD が、全ての発行体に対し、IPO 価格決定に関する委員会を取締役会の中に設置するよう義務づけることを提案している。発行体の取締役は、IPO の価格決定に関して、株主及び企業の利益のために行動する受託者責任を負っており、すでにこの種の委員会を設置している発行体もあるが、それを全ての発行体に求めるという提案である。IPO 価格決定委員会は、引受証券会社及び自社の経営陣から定期的に報告を受け、勧誘期間中の注文状況と最終価格決定のレビューを行う。最終的な株式の割り当てのレビューも行い、IPO 手続き全体を監視する。

諮問委員会報告書は同時に、NYSE 及び NASD が引受証券会社に対し、勧誘期間中の投資家の反応を IPO 価格決定委員会と適宜共有することを義務づけるべきだとしている。さらに、引受証券会社が最終的な株式割り当ての結果を発行体に報告することを義務づけるよう、提案している。最終的な割り当てについては主幹事が裁量権を持つのが一般的であるとしつつ、割り当ての決定プロセスに対する信頼回復のために、証券会社と発行体との情報共有が必要だとしている。

## 3) 流通市場での取引開始後の価格変動を利用した不正排除

諮問委員会報告書は、IPO 銘柄の取引開始直後の価格急騰とそれに続く下落をめぐる、IPO 価格が意図的に低く設定されているか否かといった議論には敢えて与せず、価格変動を利用した不正の排除を目指す提案を行っている。

まず、SEC、NYSE、NASD に対し、レギュレーション M 違反であるラダリングの防止策を講じることを求め、引受証券会社にも規制当局と相談の上、ラダリング防止のための社内手続きを定めることを求めている。IPO 銘柄割り当ての条件として流通市場での取引開始後の発注を投資家に約束させることは、流通市場での価格形成を歪めることに他ならない。

さらに、IPO後の流通市場での取引初日については、成行き注文の禁止を提案している。理由としては、IPO初日の価格変動は、過去の取引記録が全くないゆえに本来的に大きく、初日の成行き注文は個人投資家にとって予想外の価格での購入につながりうること、初日を過ぎれば某かの取引記録が生成されることを挙げている。また、IPO初日の指し値注文についても、IPO価格を大幅に上回る指し値注文は実質的に成行き注文と同じであるとして、注文を受けた証券会社は、顧客熟知義務（know your customer rule）と適合性の原則に照らして行動すべきことを指摘している。

IPO銘柄の取引開始直後については、現在、レギュレーションMの規則104を遵守の上での価格安定操作が可能である。すなわち、引受証券会社による価格安定のための取得であるが、その際、ペナルティ・ビッドと呼ばれる行為が認められている。これは、シンジケート団の証券会社の顧客がフリッピング（IPO銘柄を購入直後に売却する行為）を行い、シンジケート団が当該売却分をカバー取引で取得した場合に、主幹事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というものである。

諮問委員会報告書は、このようなペナルティ・ビッドがないにも関わらず、個人投資家を顧客とする外務員に対してのみ、投資家のフリッピングについてのペナルティを課す証券会社があるとした。機関投資家顧客のフリッピングについては何もしない一方、個人顧客のフリッピングがあれば、外務員のコミッションを取り上げる、あるいは外務員を以後のIPO銘柄割り当てから排除するといったものである。諮問委員会報告書では、SEC、NYSE、NASDが、ペナルティ・ビッドのない中で、個人顧客を扱う外務員に対してのみペナルティを課すことを禁止し、個人顧客を差別する行為に対処すべきであるとされた。このような差別的なペナルティへの対策については、前述の2002年7月末に出されたNASD規則改正案にも同様の提案が含まれており（図表4を参照）、諮問委員会報告も、同提案への支持を表明している。

#### 4) スピニングをはじめとする不正な割り当ての排除

スピニングについては、2002年7月末のNASD規則改正案に、明確な禁止規定が盛り込まれている。同規則改正案では、証券会社に対し、将来の投資銀行ビジネスの受注を条件としたIPO銘柄の割り当て及び、過去の投資銀行ビジネス受注の見返りとしてのIPO銘柄割り当てを禁止するとされた（図表4）。

諮問委員会報告書は、NASD規則改正案を改革の出発点になると評価しつつ、その適用対象を企業幹部・取締役の家族にも広げるべきであるとしている。また、そもそも証券会社と投資銀行ビジネスの関係がある場合、企業の幹部・取締役は、当該証券会社によるIPO銘柄の割り当て対象から完全に外されるべきであるとし、SEC、NYSE、NASDに対し、過去に投資銀行ビジネスの関係があった場合も同様の制約を設けるべきかを検討するよう求めている。



なお、証券会社大手 10 社と SEC、ニューヨーク州司法当局他との間で 2003 年 4 月に合意された「包括的和解」では、証券会社が自主的に、「ホットな」IPO 銘柄の公開企業幹部・取締役への割り当てを禁ずる措置等を導入するとした。諮問委員会報告書は、規制当局に対し、新規規則制定に際しては「包括的和解」の内容も勘案するよう、求めている。

諮問委員会報告書では、証券会社のみならず、企業に対してもスピニングのような行為が生じないようにするための方策を求めている。すなわち、NYSE 及び NASD は、公開企業に対し、企業のビジネス行為・倫理規定の中で、取締役及び幹部による IPO 銘柄購入に関する方針・手続きを示すよう求めるべきだとしている。企業の取締役・幹部が IPO 銘柄を購入する場合に事前承認を義務づける、あるいは購入を全面禁止するといった方針・手続きが例として挙げられている。

企業にこのような方策が求められる理由として、諮問委員会報告書では、割り当てを受けた幹部の忠誠心が株主に疑われる点が指摘されたが、実際、株主の批判により割り当てられた株式の処分を余儀なくされた事例も出ている。フォード・モーターズの会長兼 CEO は 2003 年 2 月、ゴールドマン・サックスが 99 年に株式公開した際に 40 万株の割り当てを受けた件に関して、全株売却して売却益を寄付すると発表した。一部の株主から、フォード・モーターズとゴールドマン・サックスの投資銀行ビジネス上の関係を利用して個人的な利益を得たという批判を受けたことへの対応だった<sup>4</sup>。

## 5) 発行体自身による割り当ての規制

諮問委員会報告書は、発行体自らが割り当てを行う分についても、規制の制定と開示の強化を提案している。

IPO ではしばしば、発行体自らが割当先を指定する「友人及び家族プログラム」(friends and family program) が登場する。従業員や事業上の提携先などに対し投資の機会を提供するためのもので、通常は全体の 2~3% を占める程度だが、99~2000 年のバブル期には 10% を超えることもあった。諮問委員会報告書では、同プログラムの過大な利用は IPO 手続き全体を損なう可能性があるとし、SEC、NYSE、NASD が、同プログラムの合理的水準を定めるべきだとした。具体的には、①同プログラムを通じて割り当てられる株式を IPO 全体の 5% までとする、②発行体幹部・取締役の保有自社株に売却制限が適用される場合<sup>5</sup>、同プログラムを通じた購入分も売却制限の対象に含まれるとする、という規制を提案した。

さらに、「友人及び家族プログラム」に関する目論見書の中の開示義務を強化し、プロ

---

<sup>4</sup> “Ford Chairman Will Sell Shares From Goldman IPO,” *Wall Street Journal*, 2/14/2003.

<sup>5</sup> IPO に際しては、引受証券会社が、発行体の取締役や幹部などの既存株主に対し、一定期間の売却制限を課するのが一般的である。なお、諮問委員会報告書では、この売却制限についての情報開示の強化も提言された。また、売却制限は主幹事により一部の対象者については免除されるのも一般的であることから、この適用除外についても、主幹事に対し主要な報道機関を通じた開示を義務づけるといった提案がなされた。

グラム全体の規模、プログラムへの参加者数及び参加機関数、プログラムを通じた購入状況などについて開示を義務づけることを提案した。

## 6) ロードショーの公開による情報格差の解消

ロードショーとは、登録届出書が SEC に提出されてから発効するまでの待機期間中に開かれる説明会で、投資家は発行体経営陣の生の声を聞いたり、様々な情報に接したりする機会を与えられる。ロードショーに招かれるのは通常、機関投資家を中心とする主要投資家のみで、ほとんどの個人投資家は参加の機会がない。

現行の規制下では、登録書類発効前の待機期間中は、書面を使った勧誘は仮目論見書または「墓石広告」を使って行う場合に限定されている。そのため、ロードショーで出される情報は基本的に全て口頭となり、資料配布も行われないことから、参加者以外に伝達されにくい。近年の情報テクノロジーの発達により、ロードショーをウェブ上で公開するといったことは技術的には可能だが、規制上の問題から、個人投資家向けには行われないことが多い。結果として、ロードショーに参加できる投資家とできない投資家の間で情報格差が生じている。

諮問委員会報告書は、このような情報格差が実際に不利益をもたらしているかどうかに関わらず、個人投資家の間で、目論見書には含まれないような情報がロードショーで提示されているのではないかという見方が強まっており、このような不公平感を払拭する必要があるとしている。その方策として、まず、SEC が現行の法解釈を修正し、電子媒体を通じたロードショーを容易にすべきであるとしている。さらに、発行体に対し、ロードショーを行う場合は、内容を発行体のウェブサイトに掲載することを求めるべきであるとしている。その際、目論見書の重要性を保持するために、ウェブ上のロードショーのページは必ず目論見書へのリンクを伴う形にして、投資家に目論見書を読むよう促す一文を付けることを提案している。

## 7) 規制がもたらしうる障害の除去

諮問委員会報告書は、適正な IPO 価格設定の障害となりうる規制は全て排除すべきであるとして、登録届出書の修正基準の緩和を提案している。現在、発行価格または株数が増加して SEC に提出した届出書の発行総額よりも 20%以上増加すると、発行体は届出書の修正または再提出をしなければならない。諮問委員会報告書によると、この義務づけゆえに、書類の修正を嫌って発行価格の引き上げが行われない可能性もある。そこで、同報告書では、登録届出書の修正が必要となる基準を現行の 20%から 40%に引き上げることを提案している。これにより、発行予定日直前の需要の増加に対応した発行価格の設定が行われるようになれば、発行体及び投資家の利益に資すると指摘している。

また、IPO 価格決定の今ひとつの方法として、ダッチ・オークション（入札）方式があり、米国でも近年、WR ハンブレクト<sup>6</sup>のようにこの方式で IPO 価格決定を行う証券会社が登場している。ダッチ・オークション方式だと、IPO 価格は、投資家が提示した価格のうち発行株式の完売が可能な最高値となり、発行体及び引受証券会社は価格決定に関与しない。諮問委員会報告書は、どちらの方法が適しているかは市場が決定すべきであるとしつつ、SEC、NYSE、NASD に対し、ブックビルディングに代わる価格決定方式の利用を妨げるような規制がある場合は、見直しを行うことを求めている。

#### 4. 今後の展望

諮問委員会報告書の意義は、IPO 銘柄の割り当てをめぐる不正から視野を広げて、ブックビルディング方式による IPO 手続き全般の課題を洗い出した点にある。一連の IPO 銘柄の不正な割り当てをめぐるのは、見返りを求める証券会社の行為は批判されたものの、IPO 手続きそのものが問われたわけではなかった。今回の報告書を得て、議論の範囲が拡大したことになる。

もっとも、諮問委員会報告書も、「ブックビルディング方式が他の方法に劣るという示唆を与えるつもりはない」、「最も優れた IPO 手続きがどれであるかを選ぶのは資本市場であり、規制当局ではない」と断りを入れており、ブックビルディング方式を否定する意図は見られない<sup>7</sup>。

今回の諮問委員会報告書は、直接的な強制力は持たないものの、米国の IPO 手続きをめぐる今後の議論の土台となる文書と言える。SEC のウィリアム・ドナルドソン委員長は、2003 年 5 月の議会公聴会<sup>8</sup>で、SEC は IPO 手続きに関する調査を引き続き行い、新規則制定等が必要かどうかを見極めると発言しており、今後が注目される。

(野村 亜紀子)

---

<sup>6</sup> 投資銀行ハンブレクト&クイスト（99年にチェース・マンハッタンが買収）の創業者であるウィリアム・ハンブレクト氏が98年に設立した。ハンブレクト氏はNYSE・NASD諮問委員会のメンバーだった。ブックビルディング方式とオークション方式をめぐる同氏の見解については脚注7を参照。

<sup>7</sup> 諮問委員会メンバーでWRハンブレクトCEOのウィリアム・ハンブレクト氏は、この点について、報告書に対する不満を表明している。同氏は、引受証券会社がIPO銘柄の割り当てに関する裁量権を持つ限り、IPO価格を低めに設定する誘引がその証券会社に対して働くことは避けがたいとし、この状況を脱するには、オークション方式のような恣意性のない価格及び割り当ての決定以外にないと主張している（“Bill’s Point of View: Comments on the NASD/NYSE IPO Advisory Committee Report,” 5/29/2003. WRハンブレクトのウェブサイトに掲載）。

<sup>8</sup> W.H. Donaldson, Testimony Concerning Global Research Analyst Settlement before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 5/7/2003.