

オーバーアロットメントおよび グリーンシュューオプションについて^{*1}

東京大学 服部 孝洋^{*2}

1. はじめに

本稿では、オーバーアロットメントおよびグリーンシュューオプションについて説明することを目的としています。これらの概念は公募増資や売出しなどを理解する上で必要となる知識ですが、筆者の認識では、この概念について包括的に説明した文献は希少です。本稿では、オーバーアロットメントおよびグリーンシュューオプションに加え、安定操作やシンジケートカバー取引など、関連する論点についても説明します。

なお、本稿では公募増資やオプションなど、一定の金融の基礎知識を前提にしています。また、未上場企業ではなく、上場している企業（ないし新規株式公開の際に増資する企業）を前提とした説明になっている点に注意してください。

2. オーバーアロットメントとグリーンシュューオプション

2.1 オーバーアロットメント

証券会社は、事業会社や金融機関等が資金調達をしたい時に、株式の発行を助けるという業務を有しています。具体的には、発行体が発行した株式を、証券会社が投資家に売却することで、発行体の資金調達を可能にしています。上場企業が株式を発行して資金調達をすることを公募増資といいます。今回は、このプロセスをもっとミクロにみていきます。

たとえば、ある発行体が株式を100株発行することで公募増資をしたいとします（現在の株価を100円とします）。証券会社は、この際、発行体から新規で発行される100株を、投資家に販売することになります。ただ、面白い点は、証券会社が販売する株式数は

この100株だけでなく、例えば、15株を（既発株を有する）投資家から借りてきて、合計115株を投資家に100円^{*3}で販売する点です（ここでは借りてきた株数を新規に発行した株数の15%にしていますが、その理由は後述します）。このように、新規の発行数以上に株式を販売することをオーバーアロットメントといいます（Over Allotmentを略してOAと記載されることが少なくありません）。

これで注目してほしいのは、株式を引き受ける証券会社は、15株借りてきて、投資家に売却しているので、ショートポジション（株価が下がると利益が上がるポジション）になっているということです。したがって、株式の発行後、株価が低下したら、証券会社に利益が生まれるということがわかります（株式をマーケットから買い直すことで、利益を上げることができます）。

例えば、100円で販売した株価がその後、90円に低下したとしましょう。この場合、この証券会社は100円で借りてきた15株分を売却していたところ、株価が下がって90円のタイミングで買い戻すことで、1株10円の利益を上げられるということになります。一般的に、新規の株式の発行後、株価が下がることは発行体としては避けたいと思う傾向にあるのですが、オーバーアロットメントがあることにより、株価が下がった際に証券会社が購入することで、該当の株を買い支える効果が生まれます。

2.2 グリーンシュューオプション

一方、株価が上がった場合はどうでしょうか。証券会社はショートしているので、株価が上がると損失を

*1) 本稿の意見に係る部分は筆者の個人的見解であり、筆者の所属する組織の見解を表すものではありません。本稿の記述における誤りは全て筆者によるものです。また本稿は、本稿で紹介する論文の正確性について何ら保証するものではありません。

*2) 東京大学公共政策大学院 特任准教授

*3) 後述するとおり、実際には一定程度ディスカウントして新規発行しますが、ここでは単純化のために100円とします。

計上します。そこで、証券会社は、(株式が上がる前の)発行価格、つまり、ここでは100円で新株を買うというオプションを発行体から取得しておきます。これを「グリーンシュューオプション」といいます(Greenshoe Optionを略してGSOと記載される傾向にあります)。

そもそもオプションとは、将来あらかじめ決められた価格で売買できる権利であり、代表的なデリバティブの一つです。この場合、権利行使価格が100円で、満期が最長30日間のアメリカンタイプのコール・オプション(いつでも行使できるオプション*4)を、その株を引き受ける証券会社に15株分、割り当てるといことです。発行体が特定の第三者に株式等を発行することを第三者割当といいますが、この例では、発行体が証券会社に15株分の新株予約権を第三者割当しているとみることができます(一方、特定の主体ではなく、広い投資家に発行する方法を公募増資といいます)。

先ほどの事例に戻り、その後、株価が120円に上昇したとしましょう。借りた株を返そうと思った場合、マーケットで買うと、借りてきた株式を100円で売却したものを、120円で買い直して借りた株を返済するので、証券会社は1株20円の損失をすることになります。もっとも、グリーンシュューオプションがあれば、オプションを権利行使することで、発行体から100円で15株買って、15株を借りてきた相手に返済すればよいことになるため、損失を避けることができます。

ちなみに、グリーンシュューオプションという名称の由来は、グリーンシュュー・マニファクチャリング・カンパニー(現ストライドライト社)が最初にこのオプションを用いたことにあるとされています*5。

グリーンシュューオプションによる価格安定効果

このように、オーバーアロットメントとグリーンシュューオプションがあることで、発行後に株価が下がった場合、証券会社がその株を買うことで低下した株価を支える効果がある一方、株価が上がった場合、証券会社がオプションを行使して追加発行することで

株価にマイナスの圧力が加わるため、株価が安定するという作用が生まれます。発行体は、このオプションを証券会社に与えているため、このオプション分のコストを支払って、安定した株価を実現している(特に株価が下がったときに買い支えるという効果を得ている)ということになります。グリーンシュューオプションとオーバーアロットメントは、一緒に用いられるということも大切です。

グリーンシュューオプションの上限は日本証券業協会(日証協)の規則で15%と定められています。この15%という数字は、米国の規則に合わせることで決められました。ちなみに、米国において15%を上限とした背景には、希薄化の影響を少なくするとともに、過去の経験事例からグリーンシュューオプションの効果を最大限に発揮できる数値として定められたことがあります*6。

グリーンシュューオプションの種類：第三者割当型と売出し型

グリーンシュューオプションには二種類あります。一つ目は、上記で筆者が説明したもの、すなわち、証券会社が希望すれば発行価格(上述の事例では100円)で15%を上限に、第三者割当増資を受けることができるというものです。これを「第三者割当型グリーンシュューオプション」といいます。

もう一つは、「売出し型グリーンシュューオプション」と呼ばれるものです。そもそも、売出しとは、公募増資のように新たに株式を発行し、広く販売するのではなく、既に当該株式を持っている投資家が株式を売却したい際、証券会社が投資家に売却する方法です。例えば、銀行が株式を持ち合っており、その持ち株解消などで銀行が特定の銘柄を売却したい時や、相対的に大きな数量を一度に売却したい時などに売出しが用いられます(売出しとブロックトレードとの違いはBOX 1を参照してください)。

この売出しについても、オーバーアロットメントとグリーンシュューオプションが用いられます。再び具体的に考えます。ある投資家が100株売りたいとしま

*4) 満期時点でのみ行使できるオプションをヨーロッパ・オプションといいます。

*5) ローゼンバウム・パール(2023)を参照。

*6) 日本証券業界は「グリーンシュューオプションの上限が15%である理由は、市場へのダイリューションの影響をできる限り少なくするとともに、グリーンシュューオプションの効果を最大限に発揮できる数値として、過去の事例を参考に作られた米国FINRA(当時はNASDR)の規定に平仄をあわせたもの」としています。詳細は下記を参照してください。

https://www.jsda.or.jp/shijyo/minasama/20220610_PCsankousiryu_hikiuke.pdf

す。これを証券会社が引き受けて個人投資家などに販売するのですが、15株については株主から借りてきて、個人投資家などに合計115株売却することもあります（発行時点では株価は100円とします）。そのため、15株借りてきた投資家から、その価値（100円×15株分）を（株ではなく）キャッシュで返すというオプションを付与してもらうことになります。このようなオプションを売出し型グリーンシュエーションオプションといいます。

なお、ここでは説明のわかりやすさの観点から、売出しをベースに「売出し型グリーンシュエーション」について説明しましたが、売出しにおいて、「第三者割当型グリーンシュエーション」が用いられることもあります。この場合、売出しに際し、発行体が追加で、引受を行う証券会社に、15%を上限に（売出を行う価格で）第三者割当増資をすることになります。この観点では、「売出し型グリーンシュエーション」では、オーバーアロットメントのため借りてきた株式を返済するにあたって、条件決定後に株価が上がった場合に、発行体から第三者割当を受けるのではなくてキャッシュを返済するという点がポイントといえます。

3. 安定操作とシンジケートカバー取引

3.1 安定操作と安定操作期間

本節ではオーバーアロットメントおよびグリーンシュエーションに付随する重要な概念を説明します。まず、グリーンシュエーションについての理解をより深めるため、安定操作について説明します。再び具体的に考えましょう。例えば、ある上場企業が公募増資したいとします。証券会社が新規に発行された株式を販売すると説明しましたが、この時、発行する価格（販売する価格）を決める必要があります。これを「条件決定」といいます。日本の資本市場では、条件決定日から、通常、2営業日間で、証券会社が当該株式をこの価格で営業することとなります。この2営業日を「募集期間」といいます（後述するとおり、2営業日でないケースもあります）。

公募増資や売出しをするうえで、どこかで条件決定をする必要がありますが、本日が条件決定日であると

しましょう。そして、その日における当該会社の株価の終値（15時30分時点のプライス）が103円だとしましょう。株式を売却することですから、この時点の価格より少し安く売る必要があります。例えば、3円分ディスカウントした100円で、株式を追加で販売すると決めたとします。本日が条件決定日だとすると、募集期間は明日と明後日の2営業日であり、証券会社がこの2営業日の間で、100円で当該株式を売却するために勧誘（セールス）を行うということになります。ちなみに、実際に投資家に株が発行されるのは6営業日後です（つまり、T+6決済です*7）。

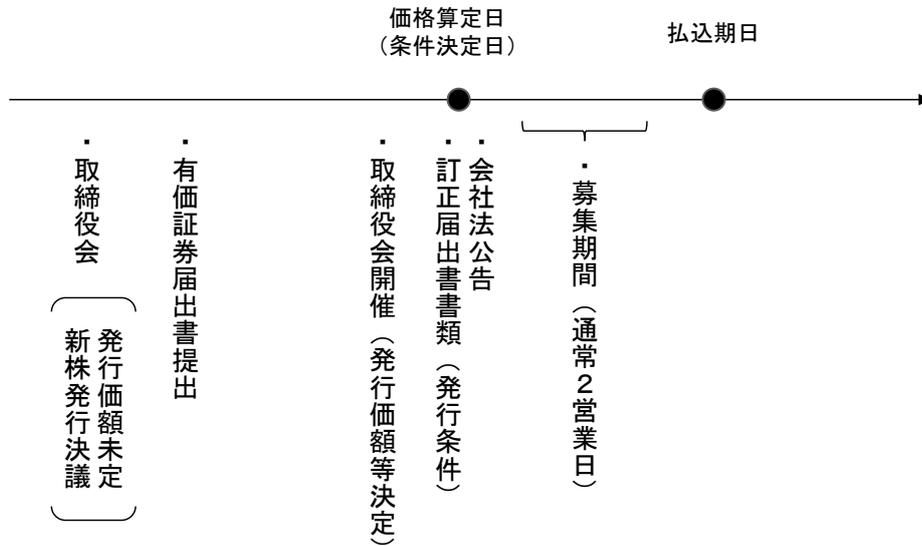
もっとも現実的には、この2営業日の間で大幅に株価が下がるということが起こりえます。例えば、運悪く、翌営業日にマーケットで大きくマイナスに働くイベントがあつて、全体的に株価が下がっており、この会社の株価も100円を下回る95円になってしまったとしましょう。

重要なのは株価が95円になった場合、そもそもこの会社が条件決定で定めた100円で投資家への販売ができないということです。というのも、マーケットで95円で買えるのに、条件決定で定められた100円の株を買うメリットが誰にもないからです。そのため、証券会社はこの公募増資ができるよう、自ら株式を購入することで株価を支えます。これが唯一認められる株価操縦行為と言えるものですが、これを「安定操作」といいます。また、安定操作を行うことができるのは募集期間だけであり、この2営業日を「安定操作期間」といいます。

なお、図表1にあるとおり、公募増資および売出しには取締役会決議が必要になります。有価証券届出書はEDINETを通じて財務局に提出されます（訂正届出書は条件決定日に条件決定部分が訂正されるという形で公表されます）。会社からのプレスリリースは、取締役会により新株発行決議がなされ公募増資（売出し）の公表がなされるタイミングに加え、条件決定のタイミングでリリースされます。なお、取締役会決議により、公募増資ないし売出しのプレスリリースが出てから、（発行価格を決める）条件決定日まではおおよそ1-2週間程度であり、この期間をマーケティング期間といいます。この間に、証券会社は投資家による当該株式の需要を募ります。

*7) 売出しでは5営業日後の受渡しです。

図表1 公募増資及び売出しの標準的なスケジュール



(出所) 小谷 (2010) 等を参考に筆者作成

オーバーアロットメントと安定操作の関係

株価が100円に戻るまで、証券会社がどれくらい買わなければいけないかはその時の状況次第で変わりますが、例えば、ここでは買い支えのために、証券会社が発行株式数の15%を購入するとしましょう。もっとも、先ほど説明したとおり、証券会社はオーバーアロットメントで発行株式の15%分を既存の株主から借りてきて投資家に販売していたため、ショートポジションになっていました。そのため、今、15%を証券会社が保有しているのであれば、グリーンシューオプションを行使せず、マーケットで購入した株式を借りてきた人に返せばよいということになります。この際、株価は下がっているため、証券会社は前節で説明したような、株価が上がって損失をするということはない点に注意してください。このようにして考えると、オーバーアロットメントは、証券会社が安定操作を行う上でリスクに対処している手段だとみることがもできます。

もっとも、この例では15%を証券会社が買い支えて保有するという事例になっていますが、実際には、証券会社がどれくらい買い支える必要があるかには不確実性があります。例えば、株価の下がり方次第では、結果的に20%買う必要があるなど、購入しなけ

ればいけない割合が15%を超える可能性があります。この場合、15%を超えた分の5%を、証券会社が在庫として抱えることとなります。このことは、証券会社は引き受けをした結果、損をする可能性があることを意味しています（在庫リスクを抱えているということです）。なお、この場合、証券会社は公募増資の結果、発行額の5%の在庫を抱えますが、徐々にマーケットで売却していくということになります。

個人投資家に売却するという観点

なお、そもそも募集期間を短くすればこのようなリスクを避けられます。例えば、本日の15時30分の株価の終値に、若干ディスカウントした価格で条件決定をし、その翌営業日の朝までに世界中の機関投資家に声をかけて販売しきってしまうという手段もあります。株式市場は15時30分に締まって翌営業日の9時に開くことから、テクニカルには翌営業日の9時まで株価が下がらないので、前述の安定操作に係るリスクをとる必要がありません。実際、募集期間を翌営業日の朝までにするケースもあります（この場合、前述のようなオーバーアロットメントや安定操作はないのが一般的です*8）。

*8) オーバーナイト案件でも多少仕組みは異なりますが、追加発行といった枠を設けることがあります

一般的には、募集期間は2営業日です。募集期間を翌営業日の朝までにしていない理由は、個人投資家への販売も可能にするためです。その背景には、財務局に提出している有価証券届出書の効力発生のタイミングが通常、条件決定の翌日からであること、日本での公募増資の際、個人投資家に販売する部分が少なくないことに加え、株式を販売するうえで多くの投資家を集めたいなどの理由が挙げられます。

3.2 シンジケートカバー取引

前述のとおり、企業が公募増資や売出しを行う際、その株を引き受ける証券会社はマーケットから同じ企業の株を借りてきて、合わせて多めに売ります。証券会社はいわばショートポジションになっているわけですが、株価が下がれば、証券会社はショートポジションから利益を得られます。そのため実際に株価が下がったら、証券会社はその株式を購入することでショートポジションを解消します（これをカバーするといいます）。これがシンジケートカバー取引です（以下では売出しは捨象しますが、売出しについても同じ議論ができます）。つまり、オーバーアロットメントの観点で借りてきて売却した方法については、株価が下がった場合、シンジケートカバー取引を行う一方、株価が上がった場合は、グリーンシュエーションを行使するという流れになります。

シンジケートカバー取引ができる期間は、最大30日という形で制限がなされています（また、前述のとおり、グリーンシュエーションの行使期間も最大30日です）。なぜ30日かという点、筆者の理解では、この制度の目的が、公募増資を行った場合に、当該株式の需給関係を下支えする制度なので、その目的に鑑みると、公募増資をしてから短い期間で実施すべきといえます。その一方、公募増資が終わってから、ある程度時間がたってくると、公募増資以外の要因が株価に影響を与えてくるということで、公募増資を行ってから、それほど長い期間でない30日を上限と定めたのだと思います。

ここでシンジケートという表現が用いられていますが、そもそもシンジケートとは有価証券を広く販売す

る際、その実務を取り仕切ったり、価格や販売先を決定するプロセスを指します。典型的には、株価が低下した場合、証券会社の中のシンジケート部と呼ばれる部署が、株式をマーケットから購入するというシンジケートカバー取引を実施します。

安定操作とシンジケートカバー取引の違い

このように、シンジケートカバー取引は、オーバーアロットメントにおける証券会社のショートポジションを埋める取引といえますが、順序としてはシンジケートカバー取引の前に安定操作があります。証券会社が公募増資する企業の株式を購入するものとして、安定操作は条件決定後、募集期間の間に実施される一方、シンジケートカバー取引は募集期間終了後に実施されます。ただし、安定操作は募集期間における販売を円滑にするためという意味合いが強いといえます。

ロックアップ

なお、公募増資や売出しをした後、大株主や発行体などは、一定期間、売却してはいけない、あるいは、発行体が新たに株式を発行してはいけないというルールが定められています。これをロックアップといいます。これは公募増資後、追加的な売却で需給関係が緩む（株価下落につながる）ことを避けるという目的から導入されていると理解しています*9。

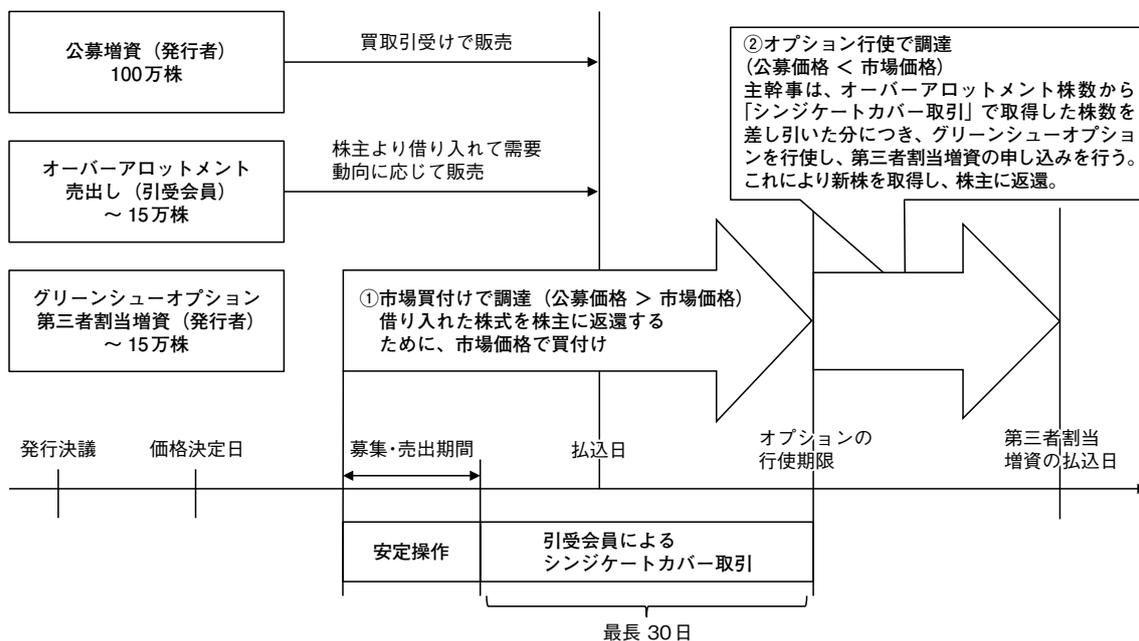
筆者の理解では、大株主のところに、証券会社が交渉にいき、公募増資の後、一定期間売却を行わないということを約束してもらうということをしています（一般的には、ロックアップの期間は90日や180日となる傾向があります）。

3.3 図表を用いた整理

図表2はオーバーアロットメントおよびグリーンシュエーションを整理した図になります。公募増資に伴い100万株を発行しますが、その15%に相当する15万株も加えた115万株を上限に販売します。また、発行者は15万株を上限にグリーンシュエーション（公募価格で第三者割当増資を受ける権利）を有します。

*9) ロックアップは日証協のルールではなく、証券会社が発行体や大株主等に要請する形で実施されています。

図表2 オーバーアロットメントの仕組み



(出所) 日本証券業協会をもとに一部修正*10

募集・売却期間を終えた後、払込日から最長で30日の間、シンジケートカバー取引を行える期間になります。シンジケートカバー取引の最後の営業日が、グリーンシュエーションが行使できる満期になります。この際、「公募価格>市場価格」となっていた場

合（前節の例であれば株価が100円を下回る場合）、引き受けた証券会社が権利行使をすることで、第三者割当増資により新株を取得して借りてきた株式を返済します。

BOX 1 売出しとブロックトレード

本稿では売出しについて説明しましたが、大株主がまとまった量売りたい（ブロックで売りたい）場合、証券会社のトレーダーがその株を在庫として一旦抱えて、マーケットで売るということを行っています。これをブロックトレードといいます。証券会社におけるトレーダーの役割は、服部（2025）の第3章を参照してください。

投資家がまとまった株を売りたい場合、証券会社が一定の役割を果たす意味では売出しとブロックトレードは同じです。ですが、売出しの場合、発行体が主導する一方、ブロックトレードでは基本的には発行体は関与しないという特徴があります。

細かな論点でも複数の違いがあります。例えば、売出しの場合、通常、取締役会の決議がありますし、投資家に対する説明会（ロードショー）*11や目論見書・プレスリリース*12等の用意がありますが、ブロックトレードにはありません。また、売出しの場合、グリーンシュエーションがありますし、引受審査*13もあります。このように、売出しでは様々なルールがありますが、ブロックトレードは基本的に株主に対するまとまった売却をトレーダーが在庫として保有して（適時リスクを管理して）売却するものです。

*10) 日証協の図表はIPOをベースにしていますが、公募増資（PO）をベースにしています。
https://www.jsda.or.jp/shijyo/minasama/20220610_PCsanakousiryoyou_hikiuke.pdf
 *11) 機関投資家向けがメインですが、個人に対して行うこともあります。個別ミーティングもあれば、グループミーティングを複数設けることもあります。
 *12) プレスリリースは発行決議と条件決定の際に公表されます。海外に販売する際には臨時報告書も求められます。
 *13) 引受審査は、証券会社による業績および開示等に関する審査です。詳細は日証協のルールを参照してください。

BOX 2 オーバーアロットメントおよびグリーンシューオプションの事例

図表3がゆうちょ銀行が2025年3月10日に公表した売出しに関する情報です*14。この事例をみると、売出し株式数は356,497,400株式であるところ、オーバーアロットメントによる売出しは53,474,500株式であり、売出し株式数の約15%であることが分かります。また、売出し価格については2%のディスカウント、グリーンシューオプションおよびシンジケートカバー取引は2025年3月27日までとなっていることがわかります。

図表3 売出し価格等の決定に関するお知らせ（ゆうちょ銀行）

記

1. 当行普通株式の売出し（引受人の買取引受けによる国内売出し及び海外売出し）

| | |
|-------------------------|--|
| (1) 売 出 株 式 の 種 類 及 び 数 | 下記①及び②の合計による当行普通株式 356,497,400 株 |
| | ①引受人の買取引受けによる国内売出しの対象株式として当行普通株式 274,503,100 株 |
| | ②海外売出しの対象株式として当行普通株式 81,994,300 株 |
| (2) 売 出 価 格 (注) | 1 株につき 1,444.0 円 |
| (3) 売 出 価 格 の 総 額 | 514,782,245,600 円 |
| (4) 引 受 価 額 | 上記(1)①に記載の対象株式 (注) |
| | 1 株につき 1,433.30 円 |
| | 上記(1)②に記載の対象株式 (注) |
| | 1 株につき 1,436.10 円 |
| (5) 引 受 価 額 の 総 額 | 上記(1)①に記載の対象株式 |
| | 393,445,293,230 円 |
| | 上記(1)②に記載の対象株式 |
| | 117,752,014,230 円 |
| (6) 申 込 期 間 (国内) | 2025年3月11日(火)～2025年3月12日(水) |
| (7) 受 渡 期 日 | 2025年3月17日(月) |

(注)引受人は引受価額で買取引受けを行い、売出価格で売出しを行います。

2. 当行普通株式の売出し（オーバーアロットメントによる売出し）

| | |
|-------------------------|-----------------------------|
| (1) 売 出 株 式 の 種 類 及 び 数 | 当行普通株式 53,474,500 株 |
| (2) 売 出 価 格 | 1 株につき 1,444.0 円 |
| (3) 売 出 価 格 の 総 額 | 77,217,178,000 円 |
| (4) 申 込 期 間 | 2025年3月11日(火)～2025年3月12日(水) |
| (5) 受 渡 期 日 | 2025年3月17日(月) |

*14) 2025年3月10日に公表された「売出し価格等の決定に関するお知らせ」に基づいています。2025年2月27日に、「株式売出しに関するお知らせ」がリリースされています。

【ご参考】

1. 売出価格の算定

| | | |
|-----------------|---------------|----------|
| (1) 算定基準日及びその価格 | 2025年3月10日(月) | 1,473.5円 |
| (2) ディスカウント率 | | 2.00% |

2. グリーンシュエオプションの行使期間

2025年3月17日(月)から2025年3月27日(木)まで

3. シンジケートカバー取引期間

2025年3月13日(木)から2025年3月27日(木)まで

以上

(出所) ゆうちょ銀行*15

4. おわり

今回はオーバーアロットメントとグリーンシュエオプションを説明したうえで、これに付随した内容を説明しました。本稿によりこれらの制度の理解が深まれば幸いです。

参考文献

- [1]. 小谷融 (2010)「金融商品取引法におけるディスクロージャー制度」税務研究会
- [2]. 服部孝洋 (2025)「はじめての日本国債」集英社新書
- [3]. ジョシュア・ローゼンバウム, ジョシュア・パール (2023)「Investment Banking 投資銀行業務の実践ガイド」翔泳社

*15) <https://ssl4.eir-parts.net/doc/7182/tdnet/2579206/00.pdf>