

JSRI Discussion Paper Series

No.2019-01

「米国における資本形成の変遷」

主席研究員 若園 智明

May 2019

はじめに

米国経済をみると、Google (Alphabet)、Amazon、Facebook (Instagram) や Apple などが金融危機後の経済成長を牽引するとともに、ライドシェアの Uber Technologies や Lyft、民泊仲介の Airbnb を代表例とする Platformer と呼称される新興企業が多く勃興していることも特徴として挙げられる。デジタル・プラットフォームの形成を中核に置く Uber Tech 等の経済活動は Gig Economy (あるいは Sharing Economy) と呼ばれ、経済成長を促す新たな経済モデルとして学術研究の対象にもなっている。また Uber Tech などの Platformer が多く属する Unicorn (時価総額 10 億ドル以上の未上場会社) は最近の造語であるが、米国では 2019 年に Unicorn に該当する複数の会社が株式の新規上場 (IPO) に臨んでいる¹⁾。

一方で米国の資本市場に目を向けると、上場会社数の減少と IPO の低迷が問題視されてきた²⁾。また、赤字企業の IPO が多いことも注視されている (2018 年で 76% が赤字上場、東証は約 2%)。次章でみるように、創業から IPO までの期間が長期化する傾向もみられる。上記の Unicorn は創業から比較的早期に巨額の時価総額を達成しているが、本来であればもっと早いステージで上場が可能であったにもかかわらず、未上場会社に留まっていた。このように、米国では先端技術を駆使する新興企業の登場や新たな経済モデルが観察されるのに対して、資本市場を代表する公開市場の機能はむしろ低下しているようにもみえる。米国における資本形成を今一度捉え直す必要がある。

先端技術を擁する新興企業の登場はわが国でも渴望されているが、なぜ米国は多くの Unicorn を産みだすことができるのであろうか。シリコンバレーを中心に技術開発や専門人材の圧倒的な集積が背景にあるのは間違いが無いが、新興企業の発展段階に適した資本を提供するシステムの充実にも要因を求めることは可能であろう。このシステムの多くは私募市場に求めることができる。

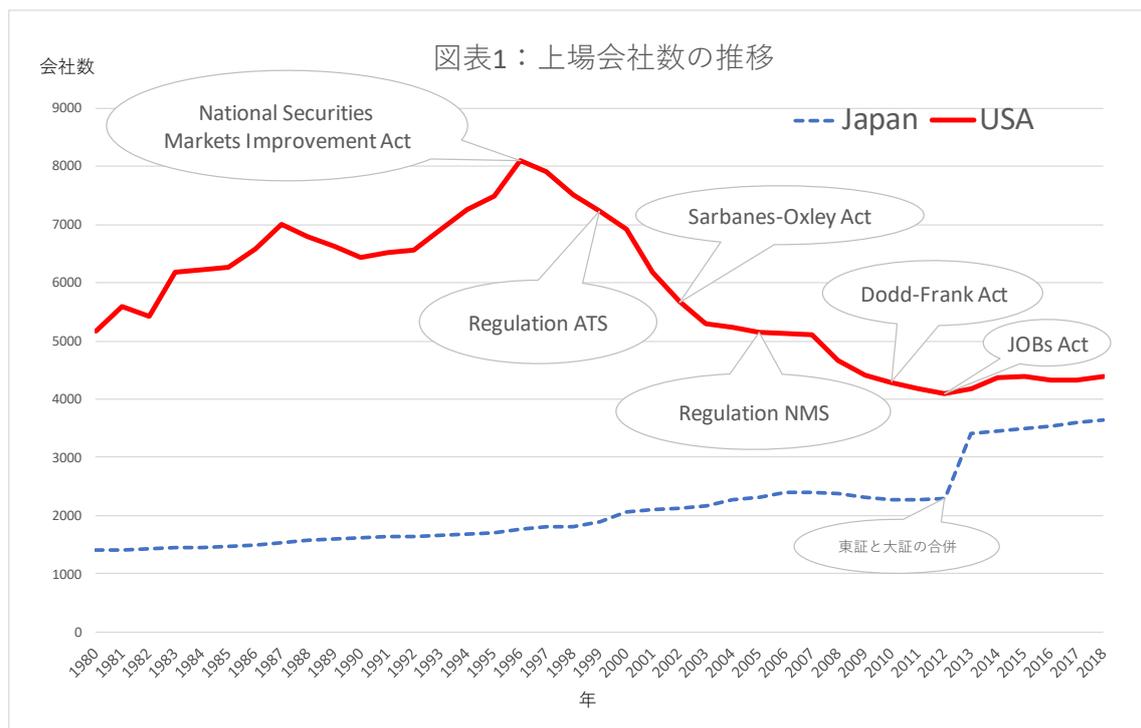
本稿は上記の問題意識を持ちながら、米国の資本形成 (証券発行市場) の変遷を観察する。公開市場の現状を踏まえて、特に私募市場と同市場への規制アプローチに注目する。本稿で分析するように、米国の私募市場にかかる規制の緩和や整備は同市場の成長を促し、公開市場の役割をも変化させているようにみえる。ただし、金融危機以降の各国中央銀行の量的緩和政策により投資資金の余剰状態が続いていることが大きな影響を与えていることは最初に留め置く必要がある。

I. 公開市場の全体像

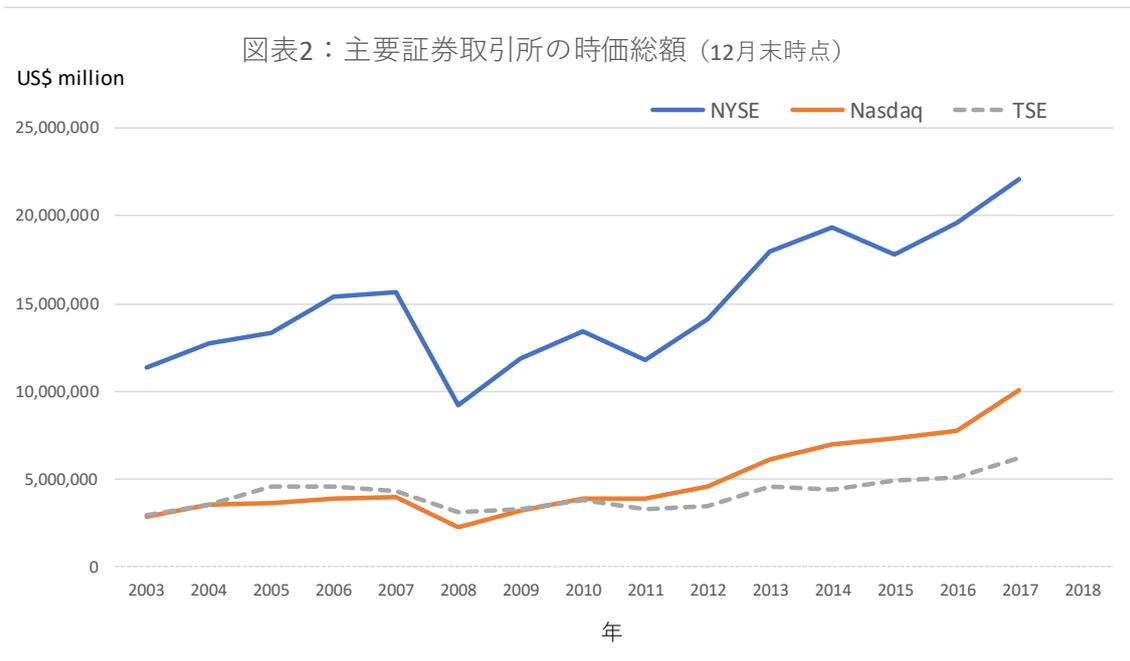
本章では、米国の公開市場 (国法証券取引所) の現状を観察する。上場会社数や IPO の推移とともに、ベンチャー・キャピタル (VC) 等から資本提供を受けた新興企業の Exit 戦略についても観察する。さらに、主要な連邦法が公開市場にもたらした影響を検討する。

1. 上場会社の変遷

米国の上場会社数の推移を図表1でまとめた。米国の上場会社数は1996年末の8,090社をピークに減少に転じ、2018年末では4,397社となっている。増加傾向にある日本（東証）の上場会社数とは対比的である。さらに国内会社のみにとると、2017年末時点での米国の上場会社数は3,618社であり³⁾、わが国の上場会社数とほぼ同数になる。しかしながら主要取引所の時価総額（図表2）で比較すると、2008年の金融危機時に大きな毀損があったものの、米国の2大証券取引所の時価総額は顕著に増加していることがわかる⁴⁾。



(Source) World Federation of Exchanges.



(Source) World Federation of Exchanges.

上場会社数の減少は①IPOの減少と②上場廃止の増加に要因分解できる。IPOについては次項で扱うが、後者に関して1997年から2012年にかけて上場会社を分析したDoidge et al.[2017]によれば、この期間の上場廃止理由の59.5%が合併(Merger)であり、この数値は以前と比べて増加傾向にある⁵⁾。上場会社間の合併が上場会社数を減少させると同時に個社の時価総額を増加させている要因の1つであると言えよう(Fontenay[2017])。

この時価総額の増加は株主の機関化が進んでいることとも整合的である。Blume and Keim[2008]によれば、1945年時点で株式の保有は圧倒的に家計が多かったものの(95%の持株比率)、1980年には家計と機関投資家の持株比率が並び(40%)、2006年には機関投資家の持株比率が70%にまで増加した⁶⁾。Rosset and Smith[2014]の推計でも同様であり、機関投資家の持株比率は1981年で32%、2006年は57%、2008年には80%まで増加している⁷⁾。またKahle and Stulz[2017]では、普通株式の10%以上を保有する機関投資家が株主にいる上場会社の比率は1980年に11.9%であったものが、1995年に19.5%、2015年には32%まで増えていることが報告されている。

近年の米国の公開市場は、上場会社数が減少しつつも、株主の機関化と相関して個社は平均的に大規模化(時価総額の増大)している傾向があることを指摘できる。つまり、従来よりも選別された市場(上場基準に変更はない)へと変貌しているのではないか。このような傾向を法規制に照らし合わせて考えてみよう。

図表1は、1996年以降に施行された主要な法規制を添付している⁸⁾。これら法規制は、以下のように分類することが出来る。

第 1 が資本調達が多様化を目的とした法規制である。National Securities Markets Improvement Act (NSMIA、1996 年) と Jumpstart Our Business Startup Act (JOBS Act、2012 年) には、私募 (Private Placement) 市場の育成が含まれている (第 2 章参照)。また本章で後述するように、JOBS Act は新興企業の株式の IPO 時にかかる規制を緩和している。

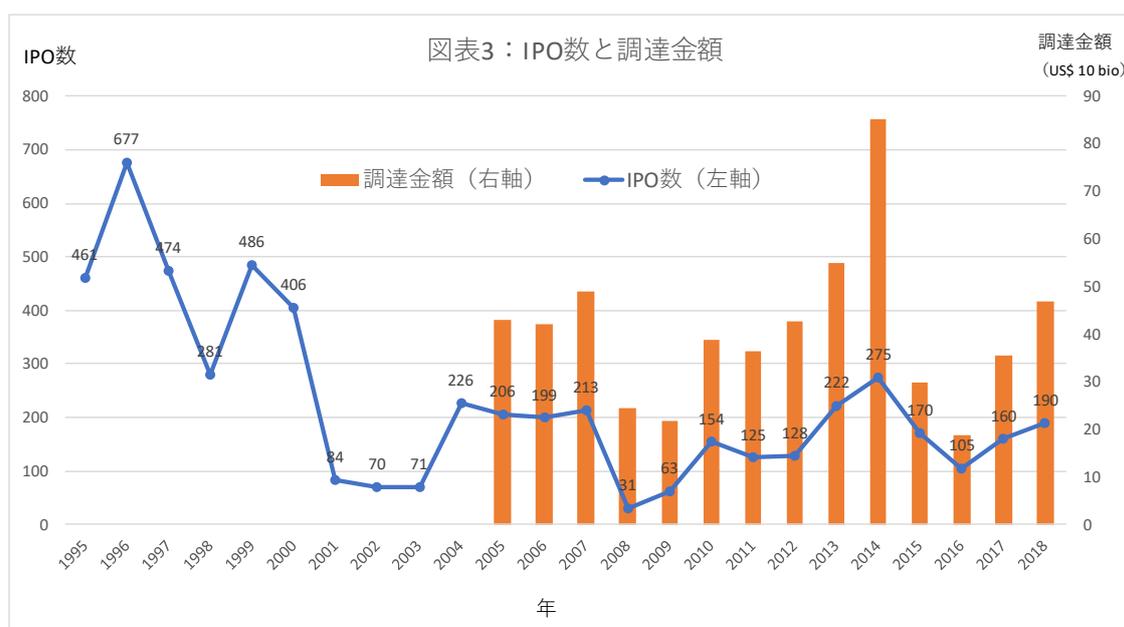
第 2 が規制の強化を目的とした法規制であり、エンロン社やワールドコム社等の企業不祥事に対応した Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act (SOX Act、2002 年) と金融危機を踏まえた Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DF Act、2010 年) が該当する⁹⁾。

第 3 に、取引技術の発達と取引の機関化 (大口化) へ対応した (流通市場の整備) 法規制である。Regulation ATS (1998 年) および Regulation NMS (2005 年) は、代替取引システムの整備と ATS 等を含めた市場間競争・市場分断へ対応すべく導入された¹⁰⁾。

米国の資本形成の変遷を考えるに、これら法規制がもたらす効果を見無視することはできない。特に以下の IPO に関して、複数の先行研究で法規制が与えた影響が分析対象となっている。

2. 株式の新規上場 (IPO) と法規制

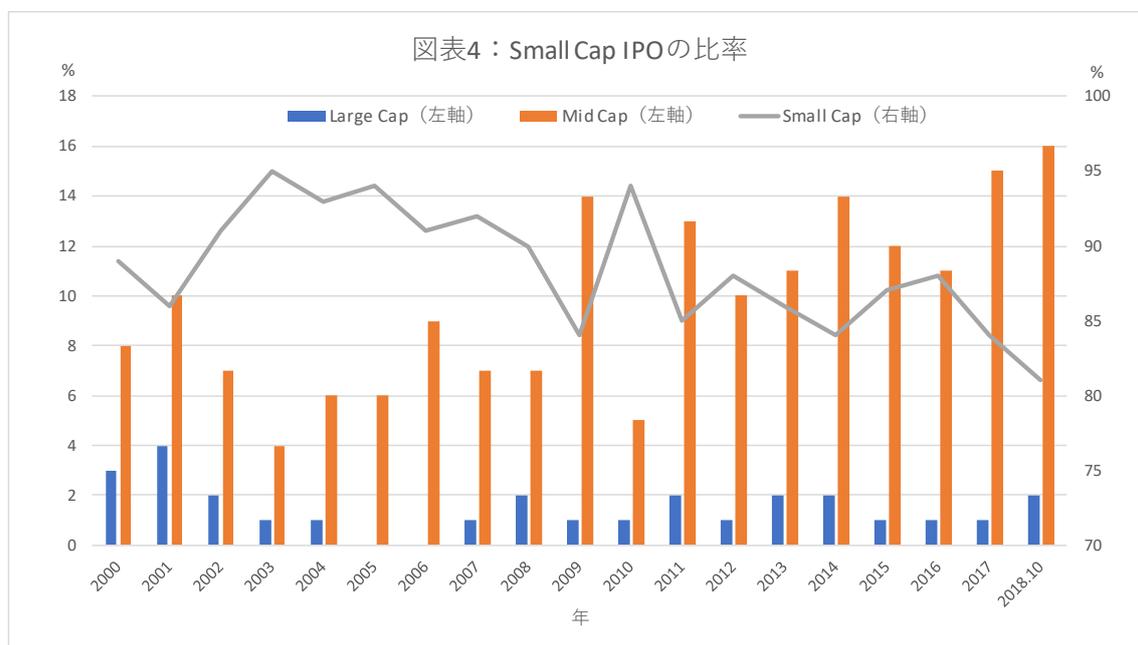
図表 3 から明らかなように、上場会社数 (図表 1) と同様に米国の IPO 数も 1996 年の 677 件から減少に転じている。金融危機を経て、米国の市況は 2009 年の初旬から上昇傾向が続いたが、IPO 数および IPO 時の資金調達額は比較的低位での推移に留まっている。



(Source) SIFMA等の資料より作成。

(注) 調達金額のデータは2005年より。2014年はアリババ集団の25億ドルを含む。

さらに時価総額別での IPO の推移をみると（図表 4）、2000 年のドットコム・バブルの崩壊以降、特に Small Cap（時価総額 20 億ドル未満）の比率が減少傾向にあることがわかる。この傾向はより小規模の IPO で明確となる。2011 年に公表された IPO Task Force の提言書では¹¹⁾、時価総額が 5000 万ドル未満の IPO の比率が大きく減少していることが報告されている¹²⁾。つまり、近年の米国 IPO の低迷は、より小規模な会社の IPO の顕著な減少に主因を求めることができる。では、何がこのような IPO の低迷をもたらしているのだろうか。



(Source) SIFMA Outlook 2019.

(注) Large Capは100億ドル以上、Mid Capは20億ドル以上100億ドル未満、Small Capは20億ドル未満。
2018年は10月末時点まで。

2012 年 4 月に成立した JOBS Act は、Title 1 で低迷する IPO への対処をはかっている。同法は年間総収入 (Total Annual Gross Revenues) が 10 億ドル未満の成長力のある新興企業を Emerging Growth Company (EGC) と定義し、この EGC が普通株式を公開した場合に最長 5 年間はコンプライアンスを含む複数の証券規制の適用を猶予した¹³⁾。

この Title 1 の内容は、前掲の IPO Task Force が掲げる提言を取り入れており¹⁴⁾、同調査が JOBS Act に強い影響を与えたことがわかる。IPO Task Force は、低迷する IPO の原因を探求する目的で組織されており、特に小規模の IPO が減少傾向にある理由として①IPO および上場維持コスト負担の増加と、②VC 等から資本を受け入れた未公開会社の Exit 戦略の変化 (IPO から M&A へ) を挙げた。これらについて、以下で先行研究の結果を引用して検討してみよう。

第 1 に、IPO および上場維持コストに関して。指摘されるコストは新たに導入された規制がもたらす。例えば Iliev[2010]を初めとする複数の先行研究は、特に SOX Act の Sec.404(b) (内部統制の評価および報告) が IPO および上場維持コストを増加させたと指摘する¹⁵⁾。JOBS Act の Title1 は EGC を対象とした SOX Act の Sec.404(b)等の適用を緩和し規制コストの低減をはかっているが、これは当時の連邦議会が規制コストの増加が IPO を低迷させていると認識し問題視していたことに基づく (Dambra et al.[2015])。

その一方で Coffee[2012]によれば、SOX Act が設立した PCAOB の要求が上場会社のコストを増加させている要因と認めているものの¹⁶⁾、2007 年の監査基準の緩和等によって上場会社が負担するコストは軽減されている。図表 3 をみても IPO の減少は SOX Act 以前から確認され、必ずしも上場会社に直接かかる規制コストの増加のみで IPO の減少は説明できない (例えば Doidge et al.[2013]や Gao et al.[2013]等)。ただし、上記の 2007 年の緩和策を検証した Ritter[2013]は、このコスト軽減策に IPO を増やす効果があったとは認めていない。

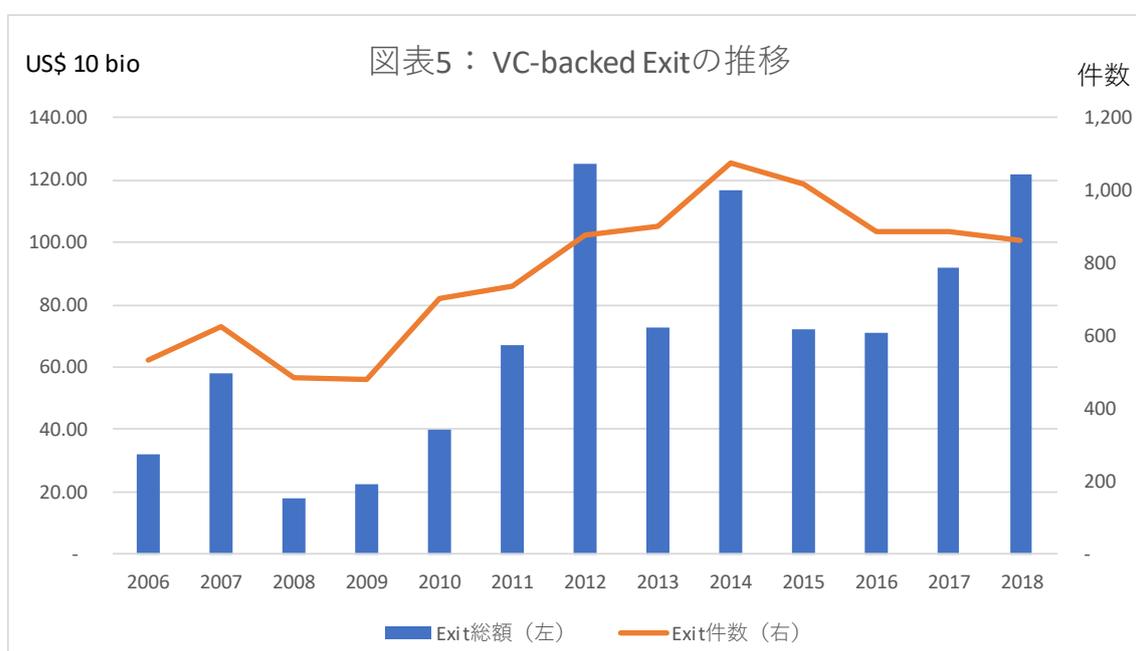
図表 3 をみると、JOBS Act 後の 2013 年と 2014 年には IPO 数が増えている。しかしながら、より長期で同法の Title1 の影響を実証分析した Chaplinsky et al.[2017]では、JOBS Act が EGC の IPO 数を増加させたとの仮説は否定されている。ただし Chaplinsky et al.[2017]の分析では、JOBS Act によっても直接コスト (コンプライアンス・コストや引受費用等) は減少しておらず、むしろ法定開示の要求が緩和されたことにより情報の非対称性が生まれ、間接コスト (ビッドアスク・スプレッドの拡大、株価のボラティリティ) は増加していると指摘する。これら学術的な先行研究からは、規制コストが増加していることは確認されるが、上場時にかかる直接的な規制コストのみで小規模 IPO の減少を説明することは困難であろう。

第 2 に Exit 戦略の推移について。Rosset and Smith[2014]によれば、VC の資金を受けた新興企業の Exit は 2000 年以降に IPO 型が減少する一方で、Acquisition による Exit の数が増加傾向にあることを報告している¹⁷⁾。このような IPO 型 Exit 数の減少は図 3 でみた IPO 数全体の減少とも整合的である。また Bova et al.[2014]は、SOX Act 等の導入による規制コストの増加が非上場会社 (同法に未対応) の Exit 戦略を変化させたことを指摘している。これは、上場会社にかかる規制の追加が非上場会社の Exit 戦略を従来の IPO 型から上場会社 (SOX Act への対応済み) による買収型へと変化させるインセンティブとなったことを意味する。これを規制の間接コストと呼ぶのであれば、直接的なコスト負担と複合することで IPO を減少させた可能性がある。この考えを補完するために、National Venture Capital Association 等の調査を用いて¹⁸⁾、金融危機 (2008 年) 以降の VC の資金を受けた新興企業の Exit を確認してみよう。

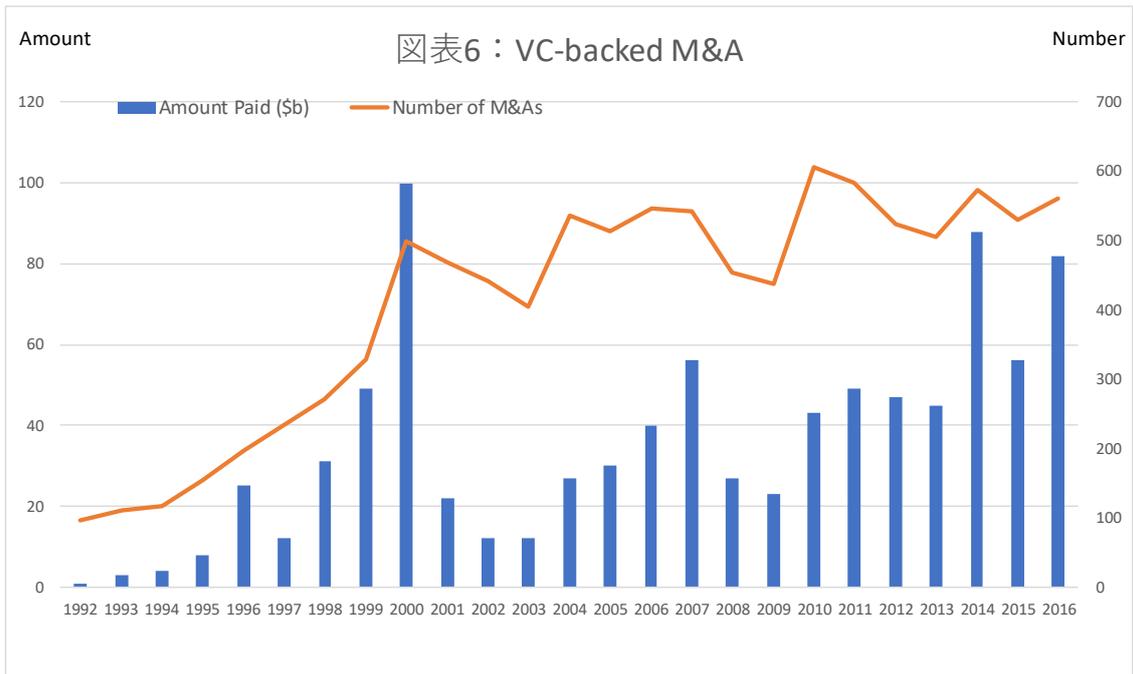
VC から資金提供を受けた会社の Exit の推移を図表 5 で示した。図表 6 は同会社の M&A の推移である。これら図表は、Exit と M&A が共に増加傾向にあることが読み取れる。危機後の Exit の件数と総額は高い水準にあり、特に Exit の平均額が増加傾向にある点も踏

まえて、買収型 Exit を選択する傾向が強まっていると言える。さらに図表 7 で Exit をタイプ別に記した。①Exit の件数では Acquisition 型が最多（上記参照）であるものの、近年は Buyout 型も増加している。一方で、②Exit の総額で見ると、タイプ別で IPO 型が最も大きい、特に IPO の平均額が巨大化している点が特徴的である¹⁹⁾。近年の Exit 戦略としては、時価総額の大きな会社は IPO を選択し、比較的時価総額の小さな会社は M&A を Exit として選択する傾向にあると言えよう。

VC ファンドにとって M&A による Exit は IPO と並ぶ重要な手法であるが²⁰⁾、このような傾向の背景には、上記の規制の間接コストの他に、私募市場の透明性と流動性の向上も指摘されている（Rosset and Smith[2014]）。私募市場については次章で扱う。



(Source) Venture Monitor Q4 2018.



(Source) Ernst & Young, Looking behind the declining number of public companies, May 2017.

図表7：タイプ別のExit

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. Exit 件数													
Acquisition	427	479	434	428	598	627	722	721	809	811	736	662	604
IPO	60	90	12	11	41	44	62	87	125	79	43	58	85
Buyout	46	54	41	41	65	67	91	92	144	130	109	165	175
2. Exit 金額 (US\$ 10 bio)													
Acquisition	20.29	30.33	15.06	13.78	24.50	27.98	32.84	26.32	68.33	38.89	55.55	38.29	54.37
IPO	10.47	24.51	2.25	7.84	12.26	37.78	91.25	43.80	43.48	28.94	12.70	49.67	63.57
Buyout	1.13	3.13	0.69	0.64	2.98	1.29	1.29	2.63	4.98	4.36	2.72	4.00	4.07

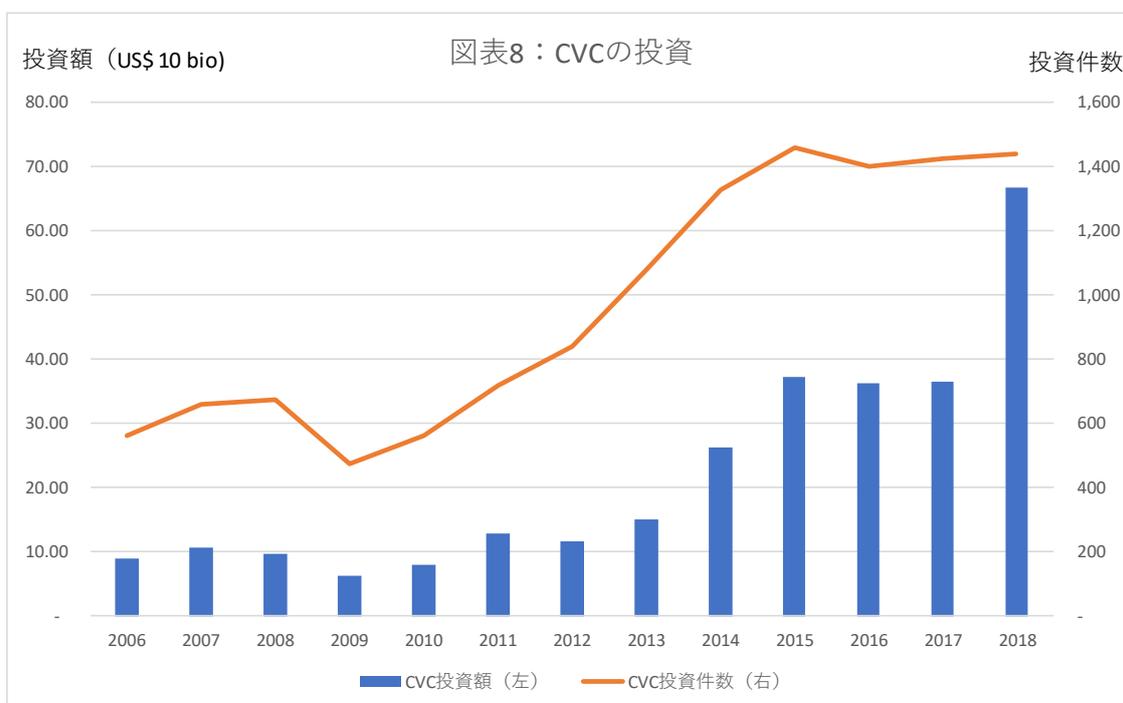
(Source) Venture Monitor Q4 2018.

さらに National Venture Capital Association の調査は近年の新興企業への投資に関して、①VCによるレイト・ステージへの投資が増えていること、および②Corporate VC (CVC) による投資が顕著に増加していることを特徴として挙げている (図表 8)。これらは共に、新興企業への投資額が総体的に大きくなっていることを意味する。CVC の投資目的は事業シナジーの獲得が基本であり、投資リターンの獲得を第 1 とする VC とは異なる。さらに CVC の平均投資額は VC よりも大きく²¹⁾、特に IT や Fintech 等の技術系の新興企業の資金調達に貢献している。これらも新興企業の Exit 戦略に影響を与えている要因として挙げられよう。創業から IPO までの期間 (図表 9) をみても、ドットコム・バブルの崩壊や金融危機による市場の混乱を踏まえながらも、平均期間が長期化していることがわかる。

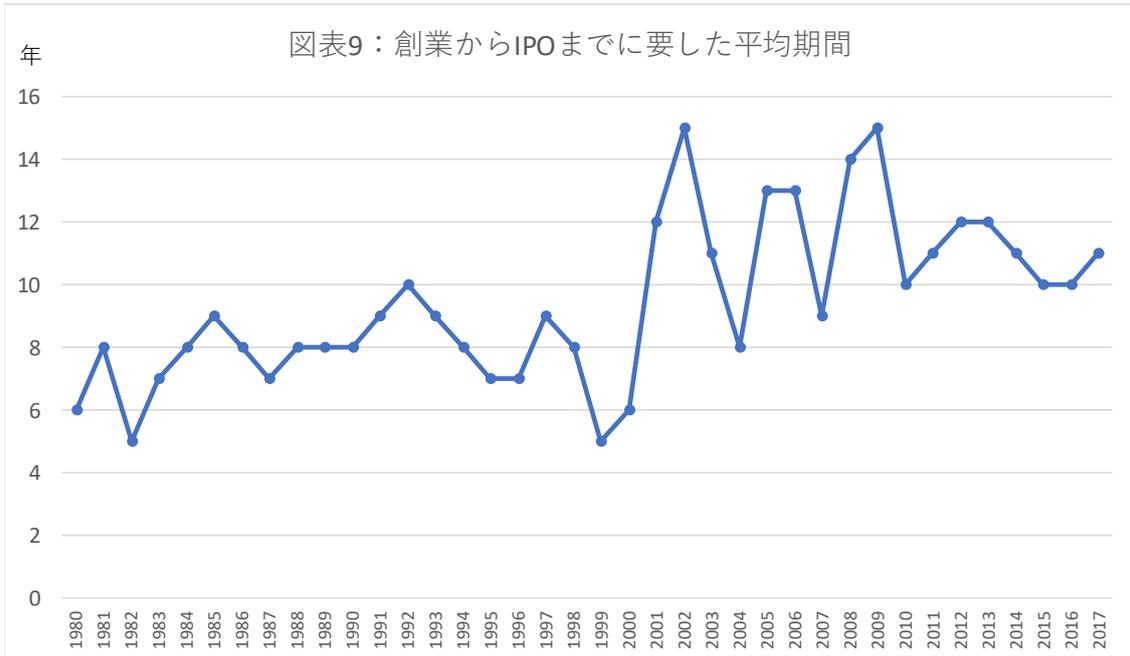
Fontenay[2017]は、上場後にかかる証券諸法（特に情報開示の要求は増加している）の負担をさけるため、上場を送らせる傾向があることを指摘しているが、レイト・ステージでの資本調達以前よりも容易となっていることも、未公開会社で留まる理由として挙げられる。

このように米国の公開市場は、SOX Act 等による規制の直接コストと間接コストの複合的な効果によって特に小規模の IPO を減少させてきたと言える。しかしながら上場会社数は減少したものの、個社の平均的な時価総額は増加していることから、従来よりも選別された会社を扱う市場へ変貌している。このような現象は、私募市場での資金調達の促進化（私募市場のコスト低下）も合わせて考える必要があるだろう。つまり、私募市場の拡大が、公開市場のステージを押し上げているのではないかと。

次章では私募市場を取り上げ、同市場を促進させた規制的対応を中心に検討する。



(Source) Venture Monitor Q4 2018.



(source) J. Ritter, University of Florida.

WSJ 紙「Magical Thinking About Unicorn IPOs」2019年3月27日。

(注) ADR、クローズドエンドファンド、REIT、銀行株等を除く。

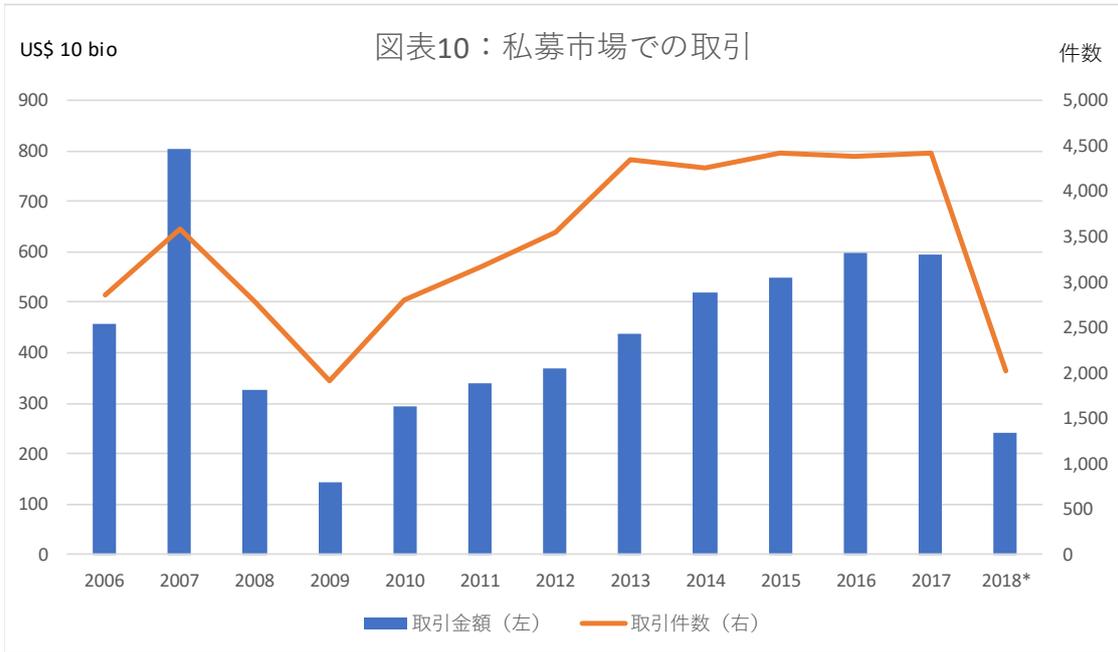
II. 規制の見直しと私募市場

本章では、SEC のデータを用いて同市場の現状と特徴を把握するとともに、近年に進められた私募市場に関する主な規制が与えた影響を考察する。

図表 10 で米国の私募市場の推移を示した。私募市場の発展は 1930 年代にまで遡ることができるが、金融危機以降を観察しても私募市場は総体的に拡大傾向にあると言える。

同市場を分析対象とする先行研究で補うと、例えば Ewens and Farre-Mensa[2018]は、私募市場にかかる規制を見直した結果、特にレイト・ステージの新興企業の資本調達を促進し、結果として非上場に留めていると分析する。同研究は National Securities Markets Improvement Act (NSMIA) を分析の中核に置き、NSMIA が施行された 1997 年前後に VC から資本を調達した新興企業を比較した結果、施行後は株式公開に至る比率が減少していることを報告している。これらは前章とも整合的である。Fontenay[2017]でも、私募市場での私募証券の売付と取引に関する規制が緩和された効果が認められる。

前章でみた上場会社に係る直接・間接コストの増加は株式公開のコストを高めた一方で、私募市場で規制緩和が進められたことが株式公開のベネフィットを低下させたと言えよう。



(Source) PitchBook、SIFMA.

(注) 2018年は2Q末時点。

1. 連邦法や規制の見直しと拡大する私募市場

(1) NSMIA がもたらした変化

従来は、発行体が複数の州の投資家から資本を募集する場合、それぞれの州法に従い州毎に登録や情報開示が求められ規制の重複が負担となっていた。1996年に成立した連邦法であるNSMIAはSec.102(a)で1933年Securities Actを修正し、証券募集に関する州規制の適用除外条件を33年法のSec.18で定めている²²⁾。

証券募集時に州が要求する登録や適格性、および州による募集や勧誘・売付等の禁止や制限は、①上場証券または上場予定証券、②登録された（登録届出書の登録を含む）投資会社により発行される証券、とともに③適格購入者（Qualified Purchasers）に対して募集または売付がなされる証券、および④その他の規定により登録除外条件となる証券、のいずれかの条件を満たす対象証券（Covered Securities）に限り適用除外とされた（対象証券の条件は当時）²³⁾。適格購入者とはNSMIAのSec.209(b)が定義したプロ投資家であり、1940年Investment Company ActのSec.2(a)にその定義が追加されている⁴⁾。つまり、非上場会社が複数の州で証券を募集する場合でも、対象が適格購入者である限りにおいて、各州の州法（Uniform Securities Act、ブルースカイ法）による重複した登録や情報開示の要求を避けることが可能となった。Ewens and Farre-Mensa[2018]によれば、NSMIA後にこの除外規定に該当する取引は増加している。

さらにNSMIAのSec.209は上記40年法のSec.3(c)を修正し、①社外証券（Outstanding

Security) の実質的な所有が 100 名以下であり、かつ当該証券の公募を行っていない、②当該証券が専ら適格購入者によって所有され、かつ当該証券の公募を行っていない、③当該証券の保有が適格購入者以外に実質的に 100 名以下である、の条件に該当するファンドを投資会社とみなさず²⁵⁾、SEC への登録義務を課さないこととした。NSMIA によって SEC へ登録されない VC ファンドや PE ファンド等であっても、従来の上限 (100 名) を超える投資家から資金を調達することが可能となり、結果としてこれらファンドによるレイト・ステージへの投資額が増加したことが報告されている (Ewens and Farre-Mensa[2018])。

これら州法からの適用除外 (規制の重複の回避) とファンドの登録条件の緩和は、NSMIA が私募市場における資本調達コストと投資コストを共に低減させたことを意味する。

(2) JOBS Act の施策

前章で述べたように、Jumpstart Our Business Startup Act (JOBS Act) の Title 1 は同法で定義する成長力のある新興企業 (EGC) の IPO にかかる規制コストの軽減をはかっている。その一方で、JOBS Act は Title 2 以降において、私募市場に関する規制の緩和と新たな規制適用の除外要件も定めている。JOBS Act の詳細な検討は金融商品取引法研究会[2012]や淵田[2013]を参照願いたい、同法には主に連邦議会で問題視されていた低迷する IPO 市場への対応策とともに、当時の Barack Obama 政権が掲げた小規模成長企業の資本調達の促進策も含まれている²⁶⁾。同法の定めに従い SEC が規制や規則を見直しており、上記の NSMIA と同じく米国の私募市場にとって重要な連邦法と言えよう。以下で、証券の私募に関して JOBS Act が記す①既存の SEC 規制・規則の緩和 (Sec.201(a)および Sec.401) と、②新たな規制適用除外要件の設定 (Sec.302) の要点を整理する。

第 1 に JOBS Act の Sec.201(a)は、SEC の Regulation D (限定された募集) に含まれる Rule 506 を修正し、証券の購入者が自衛力認定投資家 (Accredited Investors) に限定される場合²⁷⁾、私募発行に適用される一般勧誘 (General Solicitation) や一般広告 (General Advertising) の禁止を適用しないことを SEC に求めた²⁸⁾。Regulation D と Rule 504 および 506 については後述する。

また Rule 144A (機関投資家に対する私募証券の転売) により売付される証券についても²⁹⁾、発行体および発行体の代理人が適格機関投資家 (Qualified Institutional Buyer) と合理的に信じる相手にのみ当該証券が売付される場合は、適格機関投資家以外に対する募集においても一般勧誘や一般広告を可能とした。つまり、募集と売付での段階的な規制対応の導入である。金融商品取引法研究会[2012]によれば、勧誘段階での属性による制約をなくすことでインターネット等のメディアを活用することが可能となり、新興企業による資本調達の促進が期待される³⁰⁾。さらに Sec.401 は、Regulation A (少額免除取引) を拡充し、従来の 500 万ドルを 5,000 万ドルに引き上げることを SEC に求めている。

SEC は JOBS Act の Sec.201(a)に対応して、2013 年 7 月の最終規則で Rule 144A を修正するとともに Regulation D に Rule 506(c)を追加した。さらに Sec.401 に対応して、2015

年 3 月の最終規則により **Regulation A** を拡充している (**Regulation A+**)。

第 2 にクラウドファンディング取引に関して、**JOBS Act** は既存の規定による禁止行為等にかかる新たな適用除外要件を整備している。**Sec.302(a)**は、1933 年 **Securities Act** の **Sec.5** (州際通商および郵便に関する禁止) の新たな適用除外条件として同 **Sec.4(6)**に条件を追加した³¹⁾。続く **Sec.302(b)**では **Securities Act** に **Sec.4A** を新設し、①取引仲介者に対する要求 (負うべき義務)、②発行体に対する要求 (負うべき義務)、③重要な情報の不実開示 (**Misstatements and Omissions**)、④州に対する情報提供、⑤売付制限、等の法整備を行った。さらに、**Sec.303** では上記条件に該当するクラウドファンディングの投資家を株式保有の上限規制から除外し、**Sec.304** ではファンディング・ポータルを定義するとともにブローカー・ディーラーとしての登録免除を記している³²⁾。

SEC は 2015 年 10 月の最終規則で新たな規制として **Regulation Crowdfunding** を設置した。法制上の裏付けを得たことで、新興企業は新たな資金調達方法である株式投資型クラウドファンディング制度を容易に利用することが可能となっている。

このように、**NSMIA** と **JOBS Act** の 2 つの連邦法は、国内の私募市場における証券発行や流通の規制を緩和するとともに、新たな資金調達制度を可能とする規制を整備した。次に **SEC** のデータを用いて、金融危機以降の私募市場に関して証券の発行を中心に観察してみよう。

(3) 私募発行の現状

From D などで **SEC** に提出されたデータを用いて私募市場の現状をみてみよう³³⁾。先にタイプ別の募集件数を図表 11 で示した。件数では **Regulation D** を活用した募集が圧倒的に多いことがわかる。また、危機後の公募による株式発行が比較的安定に推移しているのに対して、**Regulation D** による私募証券の発行は明らかに増加傾向にある。この他 **Rule 144A** での募集の大半は債務証券であるが、その増減は公募の負債証券と同様に安定的である。金額は図表 12 で示しているが、**SEC** に登録した株式による調達は減少傾向であるのに対して **Regulation D** による調達は募集件数と同様に増加しており、特に 2017 年の調達額は 1 兆 8,000 億ドルを超えた。

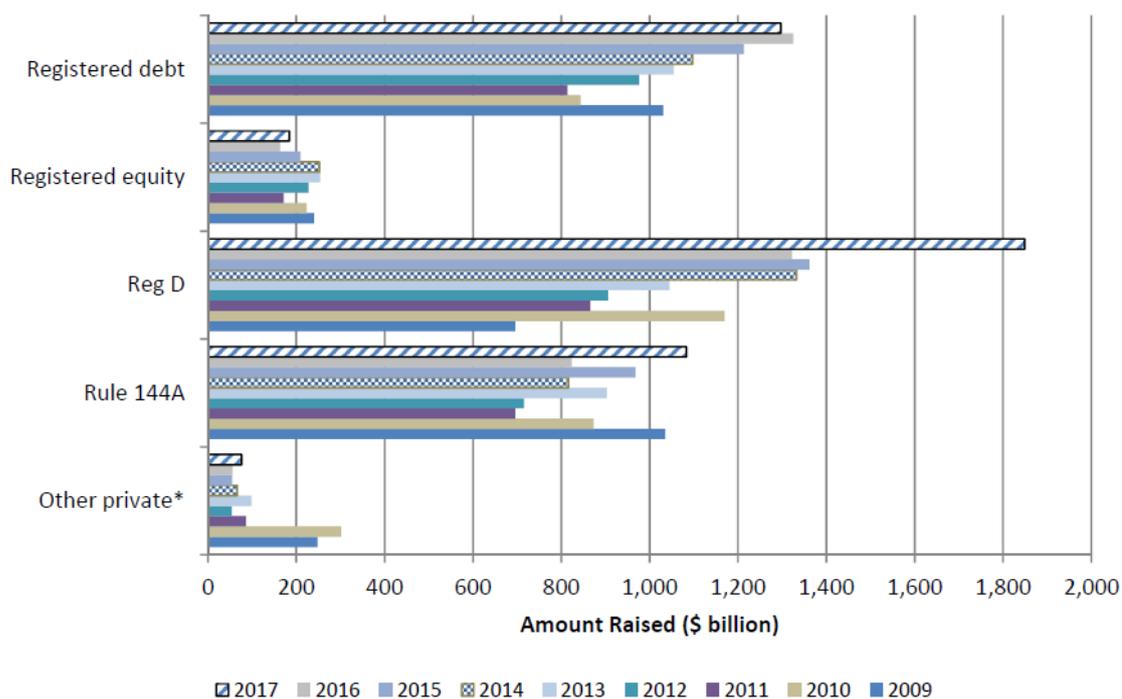
図表11：タイプ別の募集件数

	Public Offerings		Private Offerings		
	Equity	Debt	Reg.D	Rule144A	Others
2009	942	1,445	18,295	1,661	942
2010	1,072	1,930	25,993	1,958	930
2011	863	1,465	27,336	1,388	960
2012	954	1,473	28,184	1,558	531
2013	1,250	1,510	30,429	1,896	841
2014	1,176	1,576	33,429	1,813	674
2015	985	1,565	34,877	1,761	287
2016	821	1,636	35,793	1,500	450
2017	976	1,846	37,785	2,099	1,217

(Source) Bauguess et.al.[2018].

(注) Othersには、Reg.S、RegA+、Reg.CF、Sec.4(a)(2)を含む。

図表12：タイプ別の募集金額



(Source) Bauguess et.al.[2018].

これら 2 つの図表からは、Regulation D や Rule 144A を活用する私募市場は、米国の資本形成にとって中核であるように見える。さらに Regulation D の内訳を図表 13 でみてみよう。

図表13：Regulation Dの内訳（2009-2017）

	件数	%
Equity	117,672	65.5
Pooled Investment Fund Interests	47,540	26.4
Option, Warrant etc. to acquire another security	20,332	11.3
Debt	23,307	13.0
Others	13,850	7.7

(Source) Bauguess et.al.[2018].

(注) Reg.Dによる調達のはほとんどはRule 506による。
(金額で99.92%、件数で97.2%)

Regulation D を用いた調達件数の 60%超は株式が占めている。Bauguess et al. [2018]によれば、同規制による調達のはほとんどは Rule 506 に基づき、その中でも Rule 506(b)が大半を占めている。ただし金額ベースで見ると、Bauguess et al. [2018] によれば 2017 年の Regulation D による調達金額の大半は Pooled Investment Vehicles (VC ファンド、PE ファンド、ベンチャーキャピタルファンド等、約 1 兆 6,700 億ドル) であり、非金融の発行体による調達は 1,050 億ドルに留まっている (非金融の中央値は 100 万ドル以下)。(ただし、2017 年のファンドによる資金調達は他の年よりも極端に多かったとの指摘もある。)

Regulation D とは、証券の募集時に 1933 年 Securities Act の Sec.5 (注 31 を参照) で要求される登録に関して、同法の Sec.4(a)(2) (適用除外取引、発行体による公募を含まない取引) のセーフハーバーとして SEC が 1982 年 3 月に導入した規制である。現在では当該規制内の Rule 504 および Rule 506 で登録が除外される要件を定めている (共に転売には制約がある)。

この内、Rule 504 は過去 12 ヶ月間で 500 万ドルを超えない募集・売付 (比較的少額の募集・売付) に限定されるが投資家に制限は無く発行が可能である³⁴⁾。ただし、一般勧誘や一般広告を行うためには各州の規制の遵守が求められる。対して Rule 506 は募集や売付の金額に制限は無い。ただし、同規則には投資家の属性により一般勧誘と一般広告の扱いが異なる 2 つの項目があり、①506(b)は自衛力認定投資家以外であっても、金融知識を有する洗練された投資家 (35 名が上限) に対しても募集や売付が可能であるが、一般勧誘と一般広告は禁止される。一方で、②506(c)は、投資家は自衛力認定投資家に限定されるものの、一般勧誘と一般広告は許可される。後者の Rule 506(c)は前述の JOBS Act の要請に基づいて導入された規則である³⁵⁾。

Fontenay[2017]は、Regulation D の導入以降に機関投資家の数およびタイプが拡大し、それに伴い直接投資から投資顧問等を経由した投資へと投資行動が変動したことを報告している。本章では 2 つの連邦法に記された私募市場の促進策をまとめたが、NSMIA が施行された 1997 年以降に Regulation D による証券募集は増加している (GAO[2012])³⁶⁾。ま

た Ewens and Farre-Mensa[2018]や Ivanov and Bauguess[2013]によれば、NSMIA により Rule 506 は非上場会社の資本調達を促進するとともに、VC ファンドや PE ファンド等にとっても最も頻繁に利用する資本調達方法となった。NSMIA は資本提供のルートにかかるコストの低減をもたらしたが、現在の投資資金の余剰もあり、同法が私募市場に与えた影響は大きいと言える。

その一方で、JOBS Act により SEC が新設した Rule 506(c)による調達は Regulation D 全体の 4%程度に過ぎない (Bauguess et al.[2018])。また 2016 年 5 月から稼働した Regulation Crowdfunding は、同規制を用いた募集された証券に一般家計も投資が可能であるが³⁷⁾、調達額には上限 (現在は過去 12 ヶ月間で 107 万ドル) が設定されていることもあり利用は少額に留まっている (齋藤・吉川[2017])。

まとめにかえて

本稿は、米国の資本形成の変遷を観察した。上場会社にかかる規制コスト (直接的・間接的) の増加とともに、私募市場にかかる規制の緩和ならびに規制整備が資本形成に変化をもたらしている。特に私募市場で、成長力のある新興企業の資本調達とともに、ファンドの調達が活性化していることは興味深い。新興企業の成長にとって、私募市場での直接的な資本調達とファンドを経由した資本調達のどちらが効果的であるのかは更なる研究テーマとなるが、発展した私募市場が Unicorn を育成する土壌となっていることは間違いないだろう。

Unites States Census Bureau (国勢調査局) によると 2012 年の調査時点で米国内に 27,626,360 社が存在する。新たな技術開発を担う新興企業の勃興を考えるに、私募市場の整備は有効となろう。一方で公開市場でも成長力のある新興企業の取り込み策がみられる。例えばニューヨーク証券取引所はダイレクト・リスティングを解禁した (NASDAQ は従来から可能)。また、長期株主を議決権で優遇する Long Term Exchange が取引所開設を申請している。これら国法証券取引所の取組は、私募市場を含めた競争への準備に他ならない。

最後に、新たな資本の調達方法に関して。特に米国では 2017 年後半から 2018 年初めにかけて Initial Coin Offering (ICO) による巨額の資金調達がみられた。これは Bitcoin 等の暗号資産 (仮想通貨) の価格暴騰が招いた ICO バブルであり、SEC による規制態度の表明と暗号資産価格の暴落とともに ICO による資金調達も大幅に減少した。その一方、ICO の手法が従来の証券の定義に従う Security Token Offering (STO) へと移行していることも報告されている。STO は Regulation D を用いて発行されるケースが多いと聞く。Unicorn の多くが Platformer であるが、これらに適合性の高い調達方法を制度として整備する余地はあろう。JOBS Act が SEC に Regulation Crowdfunding を整備させたことで株式型クラウドファンディングが容易となったように (調達は低迷しているが)、今後の法制度の整備により、このようなブロックチェーンを活用し株式 (証券) を裏付けに Token を発行する形式での調達がより一般的になる可能性もある。この意味で、米国の私募市場は発展途上に

あり、資本形成はさらなる変遷がもたらされるのかもしれない。

「注」

- 1) 本稿執筆時点で、2019年3月にLyft(2012年6月設立)がNASDAQに上場した後、4月にPinterest(2010年3月設立)が5月にはUber Tech(2009年3月設立)がそれぞれニューヨーク証券取引所に株式を公開している。この他にも、We Company(2010年2月設立)やAirbnb(2008年8月設立)、Postmate(2011年5月設立)などが株式公開を計画していると報道されている。
- 2) 例えば、金融危機の前年に当時のジョージ・W・ブッシュ政権時にヘンリー・ポールソン財務長官の要請に基づいて表された「The Competitive Position of the U.S. Public Equity Market(2007年12月)」など。2008年当時でも、グローバルIPOに占める米国取引所の比率が、件数で1996年の44.5%から2008年に5.8%、金額で1996年の58.8%から2008年は1.9%まで落ち込んでいた(若園[2015]第1章)。
- 3) Bloomberg報道「Where Have All the Public Companies Gone?」(2018年4月9日)。
- 4) 時価総額の対GDP比(世界銀行データ)でみてもこの傾向は同様である。1996年が104.7%であったのに対して2016年は146.9%まで増加している。
- 5) Doidge et al.[2017]は1975年から2012年までを対象として各年の上場廃止数ならびにその理由を調査している。同調査によると、1975年から1996年間の間の上場廃止理由における合併の比率は53.4%であった。
- 6) ただし、Blume and Keim[2008]の推計には非上場会社も含まれている。
- 7) 推計の対象は国内の上場会社のみ。13(f)データから推計。金融危機の直後は60%にまで低下している。
- 8) この以前では、市場の競争促進を通じて米国経済の活性化をはかるべく、1975年の証券諸法改正法(Securities Acts Amendments)で1934年証券取引所法(Securities Exchange Act)を改正している。この75年法を起点として整備されたのが現在のNational Market Systemである。
- 9) Dodd-Frank Actは若園[2015]を参照願いたい。
- 10) Regulation NMSは若園[2018]を参照願いたい。
- 11) IPO Task Force「Rebuilding the IPO On-Ramp: Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth」(2011年10月20日公開)。IPO Task Forceは2011年3月22日に米財務省において開催されたAccess to Capital Conferenceの参加メンバーを中心に、Kate Mitchell(Managing Director of Scale Venture Partners)を議長として発足した。当該提言書は財務省に提出され、翌年のJOBS Actにも強い影響を与えている。(WSJ「Kate Mitchell: How Silicon Valley Won in Washington」2012年4月6日)。
- 12) 小規模IPO(時価総額5000万ドル以下)に占める比率は1994年をピークに、特に

1998年のReg.ATS前後で、60～70%から20%前後に減少している。同報告書は経営者を対象としたアンケート調査を実施しているが、経営者の規制コストへの懸念が高まっていることも報告されている。

- 13) 2012年のJOBS Actに関しては金融商品取引法研究会[2012]が詳しい。また淵田[2013]によれば、JOBS Act 制定後の1年間を調査した結果、実施されたIPOの85%がEGCによるものであり、その90%以上においてJOBS Actが導入したEGCに対する規制緩和策が活用されている。また、同法のSec.106（登録届出書を非公開でSECにファイリング）は約85%のケースで利用され、Sec.102(a)やSec.103の利用も活発であった。
- 14) IPO Task Forceは、①EGCに対するIPO後最長5年間の規制適用の猶予の他に、②投資家に対するEGCのIPO前後の情報提供の改善、③IPO時に株式を取得し2年以上保持している投資家へのキャピタルゲイン税率の低減適用、④その他、を提言している。
- 15) IPO Task ForceのMichell議長は、連邦議会下院小委員会でSOX ActのSec.404(b)がIPOの最大の障壁であると証言している（Coffee[2012]の注244）。この他CCMR[2017]は、非上場と比較して上場した場合に、①四半期開示等の開示やコーポレート・ガバナンスの要求により支配権が減少し、その結果、競争力の維持や資本の効率的な分配に負の影響をもたらす、②クラスアクション等の訴訟リスクが増加することを指摘している。
- 16) SOX ActのSec.101により、SEC監督下の非営利法人として設置された監査法人の監督機関。
- 17) Rosset and Smith[2014]の分析対象期間は1978年Q1から2013年Q1まで。同分析によると、VCの資金を受けた会社のExitは、1996年時点でIPOが約70%でAcquisitionが約30%であったが、2001年以降は約80%から90%近くがAcquisitionとなっている。日経新聞の経済教室（2019年2月11日）によれば、米国のVCは平均で10社に投資している。これら10社は10年以内に1社がIPO、4社が買収され、3社が倒産等で消滅、残り2社が非上場のままである。一方で、CCMR[2017]が指摘するように中国企業の米国でのIPOは増加している。2014年のアリババ集団のニューヨーク証券取引所のIPO時の調達額は250億ドルで史上最大の調達額（当時）であった。（2014年のIPOによる総調達額の約27%を占めた。）FT紙によると、2007年、2010年、2018年は30社以上の中国企業が米国で新規上場しており、2010年以降のIPOによる調達資金の約30%が中国系企業である（Financial Times「Mega-deals drive rise in fundraising from initial public offerings」2018年12月26日）。
- 18) 「The 4Q 2018 PitchBook-NVCA Venture Monitor」(<https://nvca.org/research/venture-monitor/>)。
- 19) Venture Monitorによると、2018年の1件あたりの中央値は、IPOが3億4,800万ドルに対してM&A（AcquisitionとBuyout）は1億500万ドル。
- 20) 1958年から2006年までのVCファンドのパフォーマンスとExit（IPOおよびM&A）の関係を推計したSmith et.al[2011]によれば、M&Aのパフォーマンスへの寄与はIPO

- の3分の4の3であり、M&AはIPOに並ぶ重要なExit戦略に位置づけられる。
- 21) 同調査によると、2018年時点で新興企業向け投資額の約51%がCVCによる。また、近年は5,000万ドルを超える投資が増加している。
 - 22) ただし州当局はnotice filingの要求およびfiling feeの徴収は可能。また、証券取引等に関する詐欺的行為に関しては取り締まる権限を維持している。
 - 23) 現在では④の登録除外規定が追加されている。
 - 24) NSMIAが定義する適格購入者は、①500万ドル以上の投資を保有する個人、②500万ドル以上の投資を保有し、2名以上により直接的・間接的に所有される会社、③自己勘定または他の適格購入者の勘定で裁量を有する2,500万ドル以上の投資を保有する個人、④①から③までの者が拠出し、受託者が決定権限を持つ信託、が該当する。SECは2015年のRegulation Aの見直し(Regulation A+)の際に、そのTier 2における被申込者および購入者を適格購入者と定めている(Rule 256)。
 - 25) 2018年のEconomic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection ActのSec.504により、適格VCファンド(Qualifying Venture Capital Fund、同法で定義)の場合は250名の条件が追加されている。
 - 26) Obama政権は、金融危機後の経済成長および雇用拡大の国家戦略としてStartup America Initiativeを公表した(2011年1月31日)。高い成長が期待出来るスタートアップ企業の資本調達促進策の他に、当該企業の株式を5年以上保持した場合のキャピタルゲイン課税の撤廃、起業家の育成、技術革新の促進策等が含まれている。より詳細な内容は「FACT SHEET: WHITE HOUSE LAUNCHES “STARTUP AMERICA” INITIATIVE」を参照願いたい。また、同政権下で2015年12月に成立したFAST ActはJOBS ActのSec.102を修正し、EGCのIPOにかかる情報開示の簡素化を盛り込んでいる(いわゆるJOBS Act 2.0)。また、2018年7月17日(第115回連邦議会)に下院本会議を通過したJOBS and Investor Confidence ActはJOBS Act 3.0と呼称された(同回次では廃案)。
 - 27) 自衛力認定投資家は、1933年Securities ActのSec.2(15)の定義に基づいてSECのRule 215で定められている。①連邦法により規定される銀行、貯蓄貸付組合、ブローカー・ディーラー、保険会社、投資会社、または500万ドルを超える従業員給付制度、②発行体の取締役(Director)、執行役員(Executive Officer)、ゼネラル・パートナー、③単独または配偶者と合算した純資産が100万ドルを超える、もしくは、直近の2年間で年収が20万ドルを超え(配偶者との合算で30万ドル以上)当年にも同程度の収入が見込める自然人、④専門知識がある者により運用される資産500万ドル超の信託、⑤総ての持分の所有者が自衛力認定投資家である事業体、等が該当する。ただしWSJ紙によれば、米国の家計の87%は自衛力認定投資家に該当しない(「Opportunities to Invest in Private Companies Grow」2018年9月24日)。この自衛力認定投資家のカテゴリーは、長期にわたりインフレで調整されず、投資家保護の観点から批判されていた。2010年の

DF 法は Sec.413 で SEC に 4 年程度の間隔により自然人（個人）に適用される定義を見直すことを求めている。直近では、2015 年に SEC が自衛力認定投資家の定義の見直しに関する報告書を公表している（SEC[2015]）。

- 28) Regulation D は 1933 年 Securities Act に基づいて 1982 年 3 月の最終規則で導入された SEC 規制。従来の Rule 506（後述する Rule 506(b)）は自衛力認定投資家および金融・ビジネスの専門知識を有する投資家に限定され、私募発行において一般勧誘や一般広告が禁止されていた。
- 29) Rule 144A は 1933 年 Securities Act に基づき 1990 年に制定された SEC 規則であり、適格機関投資家に対する私募証券の転売規制を免除する規定である。私募流通市場の拡大に貢献したと指摘されている。ADR を通じて外国企業が利用するケースが多い。金融危機以前の米国私募市場での外国企業の証券発行は CCMR[2007]を参照。
- 30) この他 Sec.201(c)では、Rule 506 で募集・売付される私募証券に関して、単にオンライン・プラットフォーム提供している業者はブローカー・ディーラーへの登録義務の適用除外としている。
- 31) この Sec.5 は、登録届出書および目論見書に関連する禁止行為を明記している。当時の禁止行為は、①登録届出書が有効となる前に目論見書を用いた証券の売付や売付後の州をまたぐ通信・郵便・輸送の禁止、②目論見書が要件を満たしていない、要件を満たす目論見書が添付されていない等の場合に州をまたぐ通信・郵便・輸送の禁止、③登録届出書の未提出等の場合に、州をまたぐ通信・郵便・輸送の禁止。（現在では(d)(e)が追加されている。）また、Sec.4(6)に追加された条件は①12 ヶ月間の売付総額が 100 万ドル以下、②売りつけた証券の総額が、12 ヶ月間で投資家の年収または純資産が 10 万ドル未満の場合は 2000 ドルまたは年収もしくは純資産の 5%の相当額のいずれか大きい額を超えない。投資家の年収または純資産が 10 万ドル以上の場合、年収または純資産の 10%の相当額（上限は 10 万ドル）を超えないこと。③新設した Securities Act の Sec.4A(b)の要件を満たすブローカーまたはファンディング・ポータルを通じた取引、④発行体が Securities Act の Sec.4A(b)の要件を満たすであり、これらの条件をすべて満たす発行体の募集・売付は Sec.5 の適用除外とする。
- 32) この他 JOBS Act の Sec.501 は、1934 年 Securities Exchange Act の Sec.12(g)(1)（証券の登録要件）が求める登録義務条件の (A) 項を見直し、その登録基準を総資産が 1,000 万ドル（従来は 100 万ドル）を超え、かつある一種類以上の持分証券（適用除外証券を除く）の所有者が①2,000 名以上、もしくは②自衛力認定投資家ではない 500 名以上（従来は単に 750 名以上）へと引き上げている。
- 33) データの引用元である Bauguess et al.[2018]と Bauguess, S. et al. [2015] および Ivanov, V. and S. Bauguess [2013] は、SEC の経済・リスク分析課のスタッフが公表した調査報告である。
- 34) SEC は 2016 年 10 月の最終規則で、Rule 504 の上限を 100 万ドルから 500 万ドルに

- 引き上げるとともに（2017年1月20日より有効）、Rule 505を廃止した。
- 35) JOBS Actに対応して、SECは2013年7月の最終規則でRule 144Aの改正とともに、Regulation DのRule 506に(c)項を新設した。Rule 506(c)は同年9月23日から稼働。
- 36) GAO[2012]によれば、Regulation Dとは相対的に1997年以降はRegulation Aを用いた募集は顕著に減少している。
- 37) ただし、家計の年収や保有純資産額による投資金額に制限がある。例えば、年収が3万ドルもしくは資産額が10万5,000ドルの家計は2,200ドルであるが、年収が120万ドルもしくは保有資産が200万ドルの家計は10万7,000ドルまで投資が可能である。この他、同規制による取引はプラットフォーム等に限定される。

「引用文献」

- 金融商品取引法研究会[2012]『米国JOBS法による証券規制の変革』研究記録第40号、日本証券経済研究所。
- 齋藤芳充・吉川浩史[2017]「米国で活発化する株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、Autumn、pp.68-86。
- 淵田康之[2013]「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、Autumn、pp.85-118。
- 若園智明[2015]『米国の金融規制変革』日本経済評論社。
- 若園智明[2018]「ナショナル・マーケット・システムの再考」『経済志林』法政大学経済学部学会、第85巻、第3号、pp.41-63。
- Bauguess, S. et al. [2015], "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014," *U.S. Securities and Exchange Commission White Papers*, October.
- Bauguess, S. et al. [2018], "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017," *U.S. Securities and Exchange Commission White Papers*, August.
- Bova, F. et al. [2014], "The Sarbanes-Oxley Act and Exit Strategies of Private Firms," *Contemporary Accounting Research*, Vol.31, Issue 3, pp.818-850.
- CCMR [2007], *The competitive position of the U.S. public equity market*, Committee on Capital Markets Regulation, December.
- CCMR [2017], *U.S. public equity markets are stagnating*, Committee on Capital Markets Regulation, April.
- CCMR [2018], *Expanding opportunities for investors and retirees: private equity*, Committee on Capital Markets Regulation, November.
- Coffee, J. [2012], "The political economy of Dodd-Frank: Why financial reform tends to be frustrated and systemic risk perpetuated," *The Regulatory Aftermath of the Global*

- Financial Crisis*, Chapter 4, Cambridge University Press.
- Chaplinsky et al. [2017],” The JOBS Act and the Costs of Going Public,” *Journal of Accounting Research*, Vol.55, Issue 4, pp.795-836.
- Dambra, M. et al. [2015],” The JOBS Act and IPO volume: Evidence that disclosure costs affect the IPO decision,” *Journal of Financial Economics*, Vol.116, Issue 1, pp.121-143.
- Doidge, C. et al. [2013],” The US left behind? Financial globalization and the rise of IPOs outside the U.S.,” *Journal of Financial Economics*, Vol.110, Issue 3, pp.546-573.
- Doidge, C. et al. [2017],” The U.S. listing gap,” *Journal of Financial Economics*, Vol.123, Issue 3, pp.464-487.
- Ewens, M. and J. Farre-Mesa [2018],” The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs,” working paper, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3017610.
- Fontenay, E. [2017],” The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company,” *Hastings Law Journal*, Vol.68, Issue 3, pp.445-502.
- GAO [2012], *Securities Regulation, Factors That May Affect Trends in Regulation A Offerings*, GAO-12-839.
- Gao, X. et al. [2013],” Where have all the IPOs gone?,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.48, Issue 6, pp.1663-1692.
- IPO Task Force [2011], *Rebuilding the IPO On-Ramp*, October.
- Iliev, P. [2010],” The Effect of SOX Section 404: Costs, Earnings Quality, and Stock Prices,” *Journal of Finance*, Vol.65, No.3, pp.1163-1196.
- Ivanov, V. and S. Bauguess [2013],” Capital Raising in the U.S.: An Analysis of Unregistered Offerings Using the Regulation D Exemption, 2009-2012,” *U.S. Securities and Exchange Commission White Papers*, July.
- Kale, K. and R. Stulz [2017],” Is the US Public Corporation in Trouble?,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.31, No.3, pp.67-88.
- Ritter, J. [2013],” Re-energizing the IPO market,” *Restructuring to Speed Economic Recovery*, Chapter 4, Brookings Press.
- Rosett, J. and R. Smith [2014],” Are Public Equity Markets Declining in Importance?,” *Journal of Applied Finance*, Vol.24, No.1, pp.6-13.
- SEC [2015], *Report on the Review of the Definition of “Accredited Investor”*, December.
- Smith, R. et al. [2011],” VC Fund Financial Performance: The Relative Importance of IPO and M&A Exits and Exercise of Abandonment Options,” *Financial Management*, Vol.40, Issue 4, pp.1029-1065.