

米国における上場企業数の減少

～SIFMAの報告書に見る実態～

吉川 真裕

二〇一八年一月二一日、米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association: SIFMA) は「米国株式資本形成教本～新規株式公開プロセスと取引所上場～」と題する報告書を公表した⁽¹⁾。この報告書では従来から一部で指摘されてきたことであるが、アメリカにおける過去二〇年の新規公開企業数の減少を問題として、その原因を、①規制強化、②訴訟回避、③アナリストによるリサーチの減少、④ティック・サイズの変更や非上場取引特権といった取引市場構造にかかわる問題、⑤株価指数に連動したパッシブ運用の増加、⑥未公開株式市場の成長、等に求めている。他方、新規公開企業数ではなく、国内上場企業数に注目して国際比較をしてみると、二〇〇三年から二〇一七年までの間にイギリスで二七%、ブラジルで一五%、アメリカとカナダで一二%、スイスで九%上場企業数が減少している一方、中国で一八九%、香港で一三三%、日本で七一%、シンガポールで五〇%、EUで五%、ノルウェーで四%上場企業数は増加していると報告書は述べている。中国や香港は別として、上場企業数が一二%減少しているアメリカ経済のパフォーマンスはこの間、上場企業数が増加している日本やEUの経済パフォーマンスを下回っているわけではない。

本稿では報告書の上場企業数にかかわる部分を紹介しながら、上場企業数と株式市場について考察する。

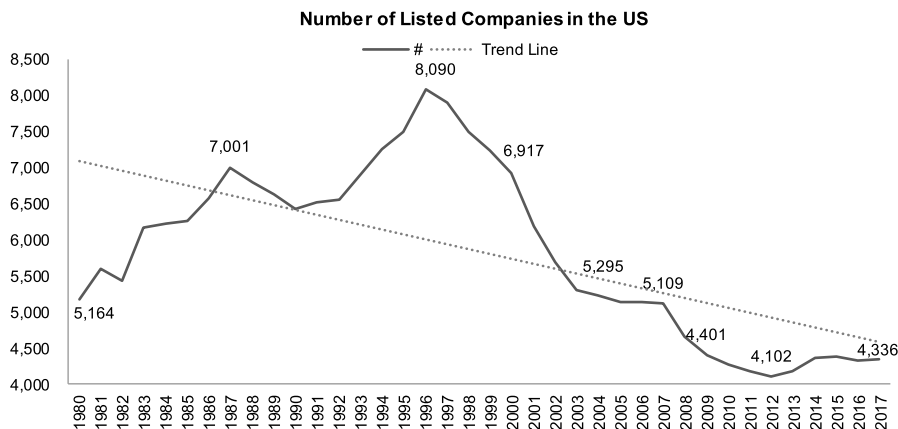
1 上場企業数

図表1は一九八〇年から二〇一七年までのアメリカにおける国内上場企業数の推移を表している。一九八〇年の五一六四社から一九九六年の八〇九〇社まで五七％増加した後、二〇一二年の四一〇二社まで四九％減少し、二〇一七年の四三三六社まで六％増加している。

一九八〇年から一九九六年までの年率三・五％の増加と一九九六年から二〇一二年までの年率二・九％の減少は対照的であるが、アメリカの経済成長率は一九八〇年から一九九六年まで平均二・九％の増加、一九九六年から二〇一二年まで平均二・六％の増加、二〇一二年から二〇一七年まで平均二・二％の増加であった。

そこで、上場企業数の変化率を説明変数、経済成長率を被説明変数として回帰分析してみると、係数のt値は五％水準でも統計的に有意ではなく、自由度調整済み決定係数も六・九％と高いものではなかった。したがって、印象的な上場企業数の変化はアメリカの経済成長率に影響を与えていたとは考えにくいと言えよう。

図表1 アメリカにおける上場企業数の推移

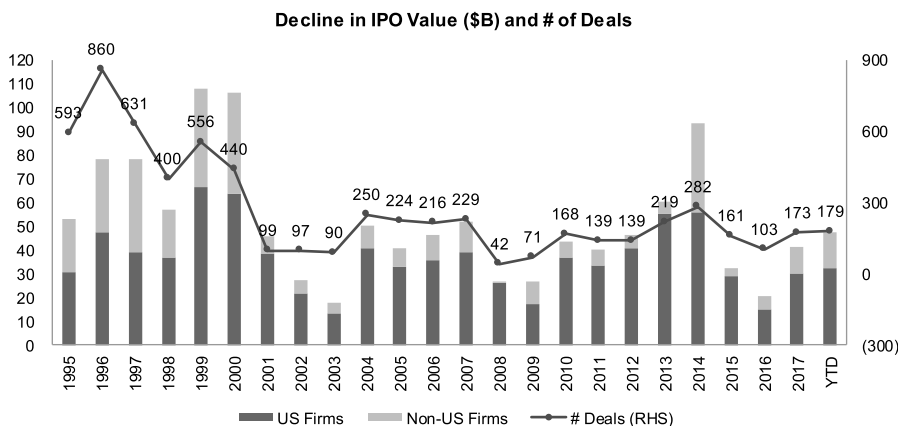


2 新規公開企業数と資金調達額

報告書は上場企業数の減少を紹介した後、新規公開企業数の減少と新規公開資金調達額の減少を上場企業数の減少と並ぶ近年の特徴として紹介している。図表2は一九九五年から二〇一八年一〇月までのアメリカにおける新規公開企業数とその資金調達額の推移を表している。新規公開企業数では一九九六年の八六〇社がピークで二〇〇八年の四二社がボトム、その後、二〇一四年の二八二社まで増加した後、その後は再び減少している。

他方、新規公開企業の資金調達額では一九九九年がピークで二〇〇三年がボトム、その後、二〇一四年まで増加した後、再び減少している。さらに、新規公開企業の資金調達額を国内企業に限ってみると外国企業による新規公開資金調達を含めた場合と推移は似ているが、変動額はそれほど大きくなく、二〇〇〇年までの外国企業による新規公開資金調達額が大きく、この減少が新規公開企業の資金調達額を大きく減少させていることがわかる。

図表2 アメリカにおける新規公開企業数と資金調達額の推移



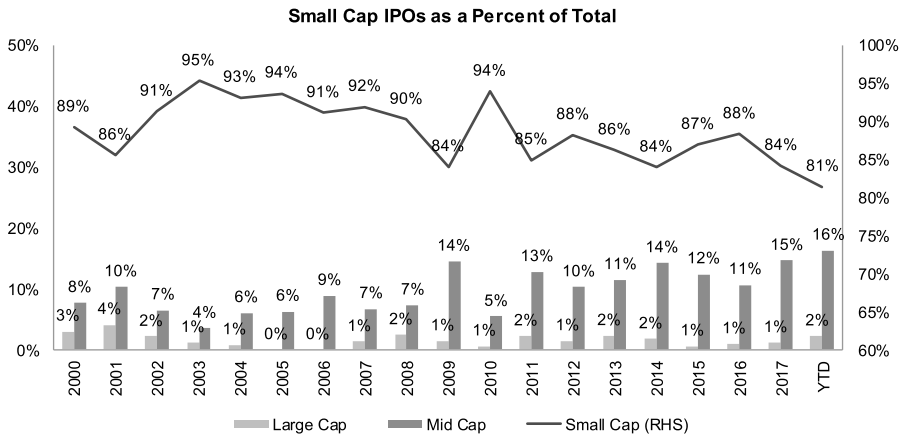
3 小規模企業の新規公開企業数と資金調達額

報告書は新規公開企業数の減少と新規公開資金調達額の減少を紹介した後、外国企業による新規公開企業数の減少と新規公開資金調達額の減少に触れることなく、時価総額二〇億ドル未満の国内新規公開企業数の減少と新規公開資金調達額の減少を紹介している。図表3は規模別にみた国内新規公開企業数の比率の推移を、図表4は五〇〇〇万ドル未満の国内新規公開資金調達企業数と五〇〇〇万ドル以上の資金調達企業数の推移を表している。

国内新規公開企業を時価総額に応じて二〇億ドル未満の小型株、二〇億ドル以上一〇〇億ドル以下の中型株、一〇〇億ドル超の大型株に分けて新規公開企業数に占める比率の推移をみると、小型株が占める比率は二〇〇三年の九五％がピークで二〇一八年一〇月までの八一％がボトム、中型株が占める比率は二〇〇三年の四％がボトムで二〇一八年一〇月までの一六％がピーク、大型株が占める比率は二〇〇一年の四％がピークで二〇〇五年と二〇〇六年の〇％がボトムであることがわかる（図表3）。ただし、小型株の比率の減少と中型株の比率の上昇が対照的であるが、個別企業の時価総額が示されておらず、二〇億ドルという区分が適切かどうかは判断できない。

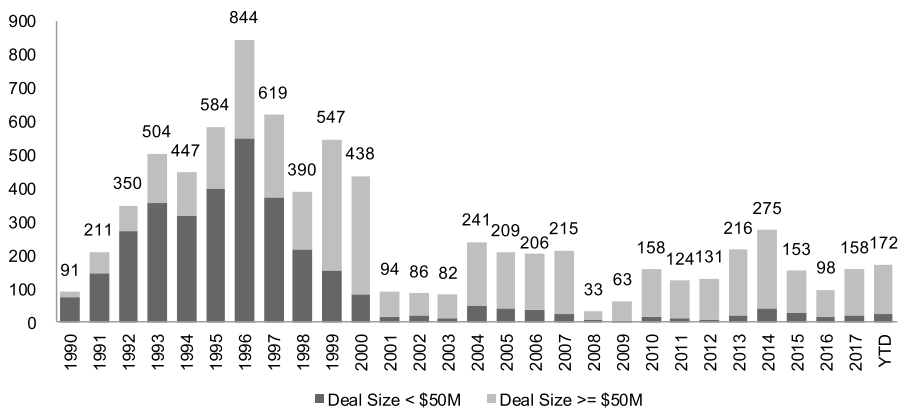
さらに、国内新規公開企業数を資金調達額五〇〇〇万ドル未満の国内新規公開企業数と五〇〇〇万ドル以上の国内新規公開企業数の推移をみると、一九九六年以降に五〇〇〇万ドル未満の資金調達をおこなう国内新規公開企業数が減少し、二〇〇一年以降には極めて少ないことがわかる（図表4）。ただし、個別企業の資金調達額が示されておらず、五〇〇〇万ドルという区分が適切なものかどうかは判断できない。報告書は二〇〇〇年までの五〇〇〇万ドル未満の資金調達をおこなった国内新規公開企業数の減少を新規公開企業数の減少や上場企業数の減少の原因とみているが、逆に一九九〇年から二〇〇〇年までに五〇〇〇万ドル未満の資金調達をおこなった国内新規公開企業数が異常に大きかったという可能性も排除できないだろう。

図表3 規模別にみた国内新規公開企業数の比率の推移



図表4 資金調達額で区分した国内新規公開企業数の推移

IPOs Are Down... Particularly Smaller IPOs

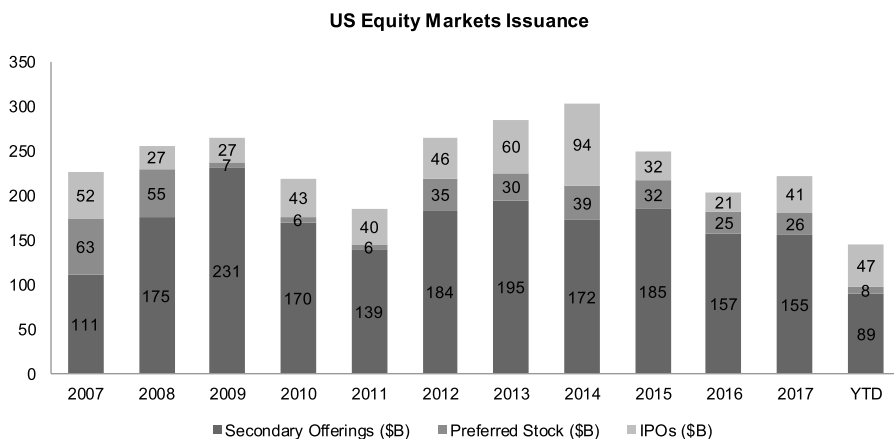


4 上場企業数と株式市場

報告書は上場企業数の減少を新規公開企業数の減少と同視し、とりわけ小型株の小規模な新規公開企業による資金調達への減少を問題視している。確かに小規模な新規公開企業による資金調達は株式市場のダイナミズムを象徴するものではあるが、成長期の経済に見られた小規模な新規公開企業による資金調達はいまや先進国の株式市場の実態を表しているとは言い難い。上場企業による資金調達額を上場企業の配当と自社株買いが上回る現実を前にして、株式市場の原点に返れという主張は現実離れをした主張としか考えられない。

図表5はアメリカの株式市場における資金調達額の推移を表している。新規公開企業による資金調達額は既上場企業による増資額に比べれば小さく、新規公開企業による資金調達は限られた役割しか果たしていない。ただし、既上場企業による増資の多くは株式交換による買収目的等であり、資金調達の手段として使われているわけではないことも事実である。

図表5 アメリカの株式市場における資金調達額の推移

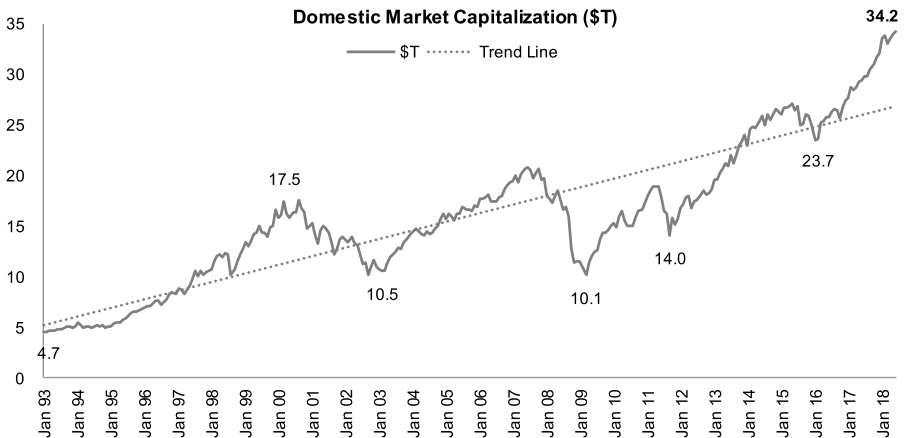


図表6はアメリカの国内株式市場時価総額の推移を、図表7はアメリカの新規公開企業による資金調達額と株価指数の推移を表している。報告書が問題とした上場企業数の減少にもかかわらず、国内上場企業の時価総額は二〇〇三年以降、趨勢的に増加を続けている。上場企業数が減少しているにもかかわらず、時価総額が増加しているということは株価の上昇または増資額の増加が上場企業数の減少を上回っているということである。もともと企業買収によって上場企業数が減少しても統合された企業の時価総額が買収前の企業の時価総額を上回れば、上場企業数が減少しても時価総額は減少しない。企業価値という観点からは企業数が増えようが減ろうが企業価値に変化はないはずであり、むしろ企業価値を高める企業買収がおこなわれれば企業価値が高まって時価総額が増加することになるの不思議もない。上場企業数の減少と時価総額の増加が並行して生じていることにこそ企業買収の成果が表れているといっても過言ではないだろう。

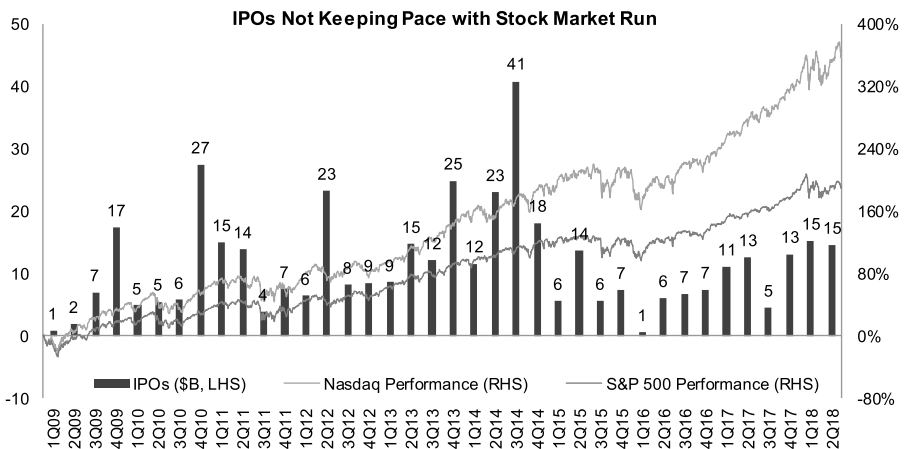
他方、新規公開企業数の減少や新規公開企業による資金調達額の減少は見過ごしでもいい現象というわけではないが、経済規模を考えると新規公開企業数の増加や新規公開企業による資金調達額の増加によって株式市場を拡大させるということは現在の先進国では困難である。図表7が示す通り、新規公開企業による資金調達額が伸び悩んでもS & P 五〇〇指数やナスダック指数は上昇を続けており、新規公開企業による資金調達が株価指数については時価総額を増加させるという効果は期待しにくいだろう。

さらに、ユニコーンと呼ばれる時価総額が一〇億ドルに達する未上場企業が話題になるように、上場する前に巨額の資金をベンチャー・キャピタル等から調達する仕組みが広まりつつあり、新規公開がベンチャー企業による唯一の資金調達手段ではなくなりつつある。この点でもベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティの活動が活発なアメリカで上場企業数や新規公開企業数が減少しているという事実は興味深い(図表8・図表9)。

図表6 アメリカの株式市場時価総額の推移

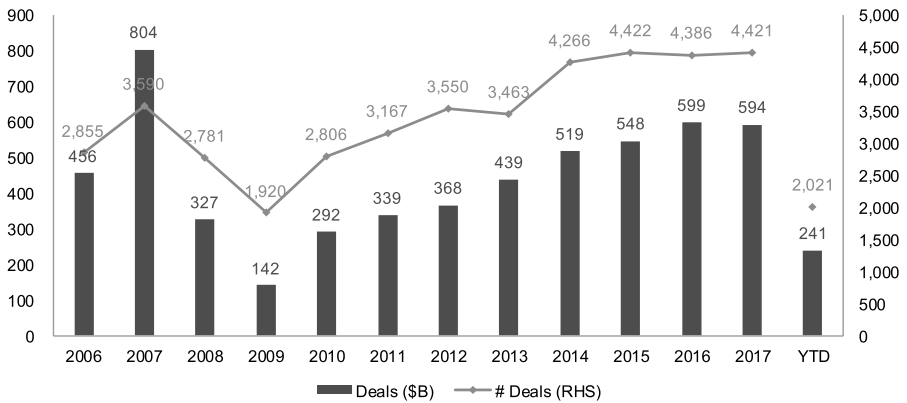


図表7 アメリカの新規公開企業資金調達額と株価指数の推移



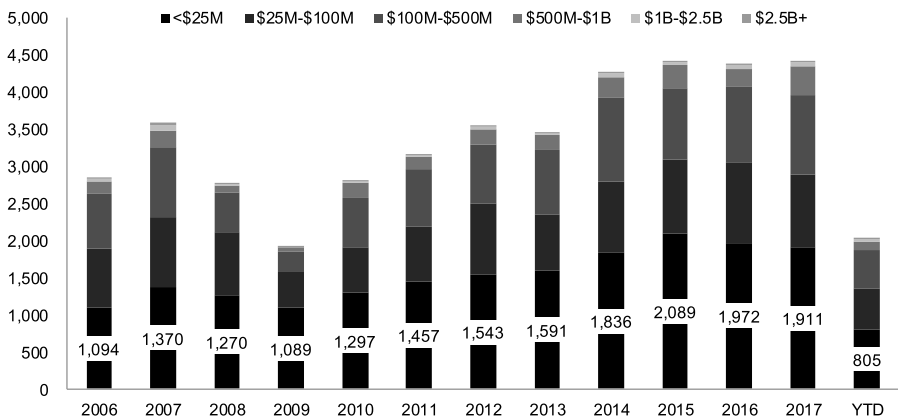
図表8 アメリカの未公開株式取引数と取引金額の推移

Private Markets Provide Alternative to Going Public



図表9 規模別にみたアメリカの未公開株式取引数の推移

Private Markets Appealing to Smaller Companies (# Deals)



注

- (一) Securities Industry and Financial Markets Association, "SIFMA Insights: US Equity Capital Formation Primer - An exploration of the IPO process and listings exchanges," November 2018(<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2018/11/SIFMA-Insights-Capital-Formation-Primer-FINAL.pdf>)

(よつかわ まゆひろ・客員研究員)