

ＩＰＯをめぐるグローバルな動向

～ 米国・香港市場の状況 ～

志馬 祥紀

1 はじめに

本稿では、二〇一八年のグローバルなＩＰＯ市場の動向について、米国・香港市場を中心に説明する。

二〇一八年には、香港取引所のＩＰＯ規模が、米国のニューヨーク証券取引所（NYSE）、ナスダック（NASDAQ）を超えて、件数及び金額ベースで世界一となった。この背景には、成長性の高いアジア地域（とりわけ中国）を後背地とし、IT銘柄の取り込みに成功した香港取引所の成功と、米国における構造的なＩＰＯ市場の縮小という、異なる背景が指摘される。

2 二〇一八年における主要ＩＰＯ市場の動向

図表1は、二〇一八年中に、世界で資金調達を伴った新規上場（以下「IPO」と表記）の実施状況を示している。内容はWFE公表データ（WFE Statistics Report）中、相対的にIPO数の大きかった主要取引所を抜粋、併せて地域・全世界合計値を表示している。同値中、LSE GroupにはAIM（Alternative Investment Market）、TMX GroupにはTSX Venture Exchangeなどのベンチャー企業市場（非正式上場市場を含む）が含まれている（以

下同様)。

IPO数は全世界で一六八一社が行い、うち北米・中南米地域は三四九社(構成比二〇・八%)が、アジア太平洋地域は九九五社(構成比五九・二%)、ヨーロッパ・アフリカ・中近東地域は三三七社(構成比二〇・〇%)であり、アジア太平洋地域における活発な状況が確認される。

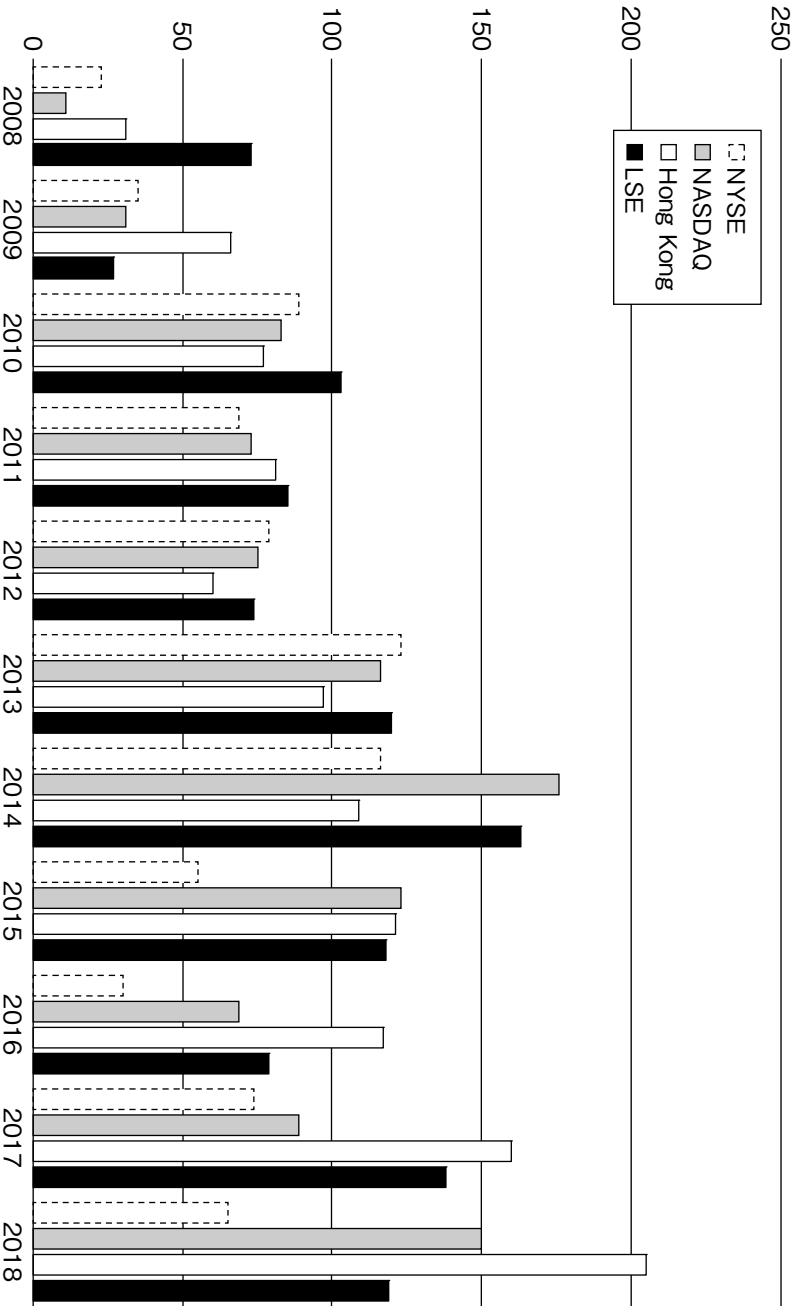
図表2は、米国、ロンドン、香港におけるIPO件数値を二〇〇八年から二〇一八年まで示している。香港取引所は近年上場件数を拡大していることが

図表1 世界の主要取引所の新規上場会社数 (IPO実施) の状況 (2018)

地域・取引所名	国内企業	外国企業	合計	構成比(%)
北米・中南米地域				
ナスダック (NASDAQ (US))	150	NA	150	8.9
ニューヨーク証券取引所 (NYSE)	43	22	65	3.9
トロント証券取引所等 (TMX Group)	118	9	127	7.6
北米・中南米地域計			349	20.8
アジア太平洋地域				
オーストラリア証券取引所 (Australian Securities Exchange)	84	10	94	5.6
ボンベイ証券取引所 (BSE India Limited)	97	NA	97	5.8
マレーシア証券取引所 (Bursa Malaysia)	21	0	21	1.2
香港取引所 (Hong Kong Exchanges and Clearing)	178	27	205	12.2
インドネシア証券取引所 (Indonesia Stock Exchange)	57	0	57	3.4
日本取引所グループ (Japan Exchange Group Inc.)	89	NA	89	5.3
韓国取引所 (Korea Exchange)	95	2	97	5.8
インド・ナショナル証券取引所 (National Stock Exchange of India Limited)	97	NA	97	5.8
上海証券取引所 (Shanghai Stock Exchange)	57	NA	57	3.4
深セン証券取引所 (Shenzhen Stock Exchange)	48	NA	48	2.9
シンガポール取引所 (Singapore Exchange)	12	5	17	1.0
台北取引所 (Taipei Exchange)	29	2	31	1.8
台湾証券取引所 (Taiwan Stock Exchange)	23	6	29	1.7
タイ証券取引所 (The Stock Exchange of Thailand)	18	NA	18	1.1
アジア太平洋地域合計			995	59.2
ヨーロッパ・アフリカ・中近東地域				
ドイツ取引所 (Deutsche Boerse AG)	16	1	17	1.0
ユーロネクスト (Euronext)	18	2	20	1.2
ロンドン証券取引所グループ (LSE Group)	107	12	119	7.1
ナスダック・ノルディック取引所 (NASDAQ Nordic Exchanges)	52	2	54	3.2
ヨーロッパ・アフリカ・中近東地域計			337	20.0
全世界合計			1,681	100.0

(出所) WFE Statistics Reportより作成

図表 2 世界の主要取引所のIPO数推移 (会社数、除日本)



(出所) WFE Statistics Reportより作成

認められる。

図表3は、二〇一七・二〇一八年の世界のIPO上位一〇取引所の状況（資金規模ベース）を示している。

同表では、二〇一七年にNYSEが世界一位だったが、二〇一八年には香港がNYSEを凌駕し世界一になった。香港取引所での新規株式公開による資金調達は三五四億ドルに達し、二〇一七年比で約一二〇％増加した。二〇一七年トップであったニューヨーク証券取引所は二九七億ドルで二位に、三位の東京証券取引所は二六四億ドルとなった。これら変化の背景には米国、香港それぞれの独自の動きが存在している。

3 香港取引所をめぐる動き

香港取引所が二〇一八年に一位となった背景は、中国大手技術系企業の上場が影響しており、主にテクノロジ、メディア及び通信部門（略称「TMT分野」、通称「ニューエコノミー」）の大規模な資金調達の結果である。

香港取引所では、伝統的に上場企業の産業分類上、消費財、消費者サービス、不動産及び金融業が大きな割合を占めてきて

図表3 上位10取引所のIPO状況

（単位：10億USドル）

順位	取引所（2018）	金額	シェア（%）	順位	取引所（2017）	金額	シェア（%）
1	香港取引所	35.4	17.3	1	NY証券取引所	30.1	15.7
2	NY証券取引所	29.7	14.5	2	上海証券取引所	20.3	10.5
3	東京証券取引所	26.4	12.9	3	香港取引所	16.1	8.4
4	NASDAQ	23.1	11.3	4	ロンドン証券取引所	14.8	7.7
5	ドイツ取引所	13.6	6.6	5	深セン証券取引所	13.7	7.1
6	上海証券取引所	13.6	6.6	6	ナショナル証券取引所及び ボンベイ証券取引所	11.7	6.1
7	ロンドン証券取引所	8.5	4.1	7	NASDAQ	10.3	5.3
8	深セン証券取引所	7.6	3.7	8	韓国証券取引所	6.8	3.5
9	ナショナル証券取引所及び ボンベイ証券取引所	5.5	2.7	9	東京証券取引所	6.1	3.2
10	オーストラリア証券取引所	5.0	2.4	10	サンパウロ証券取引所	5.7	3.0
	グローバルIPO合計	204.8	100.0		グローバルIPO合計	192.3	100.0

*2018年データは11月30日現在。
（出所）Steinbach（2018）より転記

おり、NYSEやNASDAQと比較すると、IT、バイオ、製薬、ヘルスケア等のニューエコノミー産業の割合が相対的に低くなっていた。

その原因の一つとして、香港取引所は、多くのニューエコノミー企業が採用している、普通株式より議決権が多い株式（他議決権株式、加重議決権株式（weighted voting rights stock（WVRS）、黄金株、多議決権種類株式とも呼ばれる）の上場を認めてこなかった点が挙げられる。そのためベンチャー企業を中心に、創業者の支配権が強い企業は、上場先として香港取引所を選択しない傾向があった。

多議決権株式を有する株式会社は通常、創業者や経営陣が他の株主よりも高い発言権を保有している。同制度はFacebook、Google、などの米国を中心に多くのIT企業が採用している。

香港取引所は、ニューエコノミーの発展を促進するために、新規の上場制度を二〇一八年四月に導入、種類株式の上場を可能とし、（まだ売上げが建っていない）（Pre-revenue）企業の上場を可能とする等）財務条項を緩和することで、多くのTMT企業を引き付けた（詳細は後述の「補論…香港の新規上場制度」を参照）。

ニューエコノミー企業の流入により、新規上場企業の総数は過去

図表4 香港取引所上位10社のIPO状況（2018）

（単位：10億香港ドル）

順位	会社名	資金調達額	分野
1	China Tower Corporation Ltd	58.8	TMT
2	Xiaomi Corporation (*)	42.6	TMT
3	Meituan Dianping (*)	33.1	TMT
4	Ping An Healthcare and Technology Co., Ltd	8.8	ヘルスケア／生命科学
5	Jiangxi Bank Co., Ltd	8.6	金融サービス
6	WuXi AppTec	7.9	ヘルスケア／生命科学
7	Haidilao International Holdings Ltd	7.6	消費者市場
8	BeiGene, Ltd (*)	7.1	ヘルスケア／生命科学
9	Bank of Gansu Co., Ltd	6.8	金融サービス
10	Shandong Gold Mining Co., Ltd	5.2	エネルギー・資源

(*) 新規上場規則の下での上場
(出所) Lau (2018) より転記

最高に達した。三六件のIPOがニューエコノミー部門において実施され、メインボードに上場された一三三件のIPOの四分の一以上を占めた(二〇一七年の八〇のメインボード上場企業では、ニューエコノミー分野の上場は一一社、一五%程度)。

上場企業の中には、スマートフォンメーカーのXiaomiや、食品配送チケットサービスプラットフォームのMeituan Dianpingが含まれる。メインボード上の一三三のIPOのうち、三六は高度成長技術分野の「ニューエコノミー」分野に属している。また、二〇一八年一月末時点でバイオテクノロジー企業(四社)、WVR企業(Xiaomiを含む二社)が上場され、二〇一八年のIPOトップ一〇企業のうち三社が新しい上場制度の対象である。

香港取引所の「新興・革新的部門の企業を対象とする新しい上場制度」は、世界中の「ニューエコノミー」企業から大きな関心を集め、世界中から新興企業を引き付けた結果、同年中に合計二五の海外企業が上場した。

またNEEQ市場(通称「新三板」、北京の全国中小企業株式取引システム(National Equities Exchange and Quotations、略称NEEQ)の運営する店頭登録市場)に登録する企業も、香港IPOの候補群となりつつある。具体的には中国本土のNEEQ市場に登録している企業一五社が二〇一八年に香港に上場(あるいは上場申請)している。こうした中国本土の店頭市場登録企業が、さらなる資金調達を目的として、香港取引所に上場する事例が増加している(NEQ市場については後述の「補論・新三板あるいはNEEQ市場について」を参照のこと)。

なお、香港の成功を受けて、シンガポール取引所は、企業に種類株式の上場を可能とする制度変更(二〇一九年六月)を行い、上海証券取引所は、ハイテク企業向けに独立した市場を設立している(中国版ナスダックと言

われる科創板（科技创新板、英語では「Science and Technology Innovation Board」から STAR Market と呼ばれる）は、二〇一九年七月に取引を開始した。

4 米国における動き

(1) IPO件数の減少傾向

図表5は一九八三年から二〇一八年間の米国のIPO件数の推移（NYSE及びNASDAQの合計）とその年代別平均値を示している。同表からは、IPO件数は一九八〇年代（年平均二一八社）以降上昇しており、一九九〇年代をピーク（同三四五社）として、二〇〇〇年代（同一一一社）、二〇一〇年代（同九八社）と低迷していることが伺える。

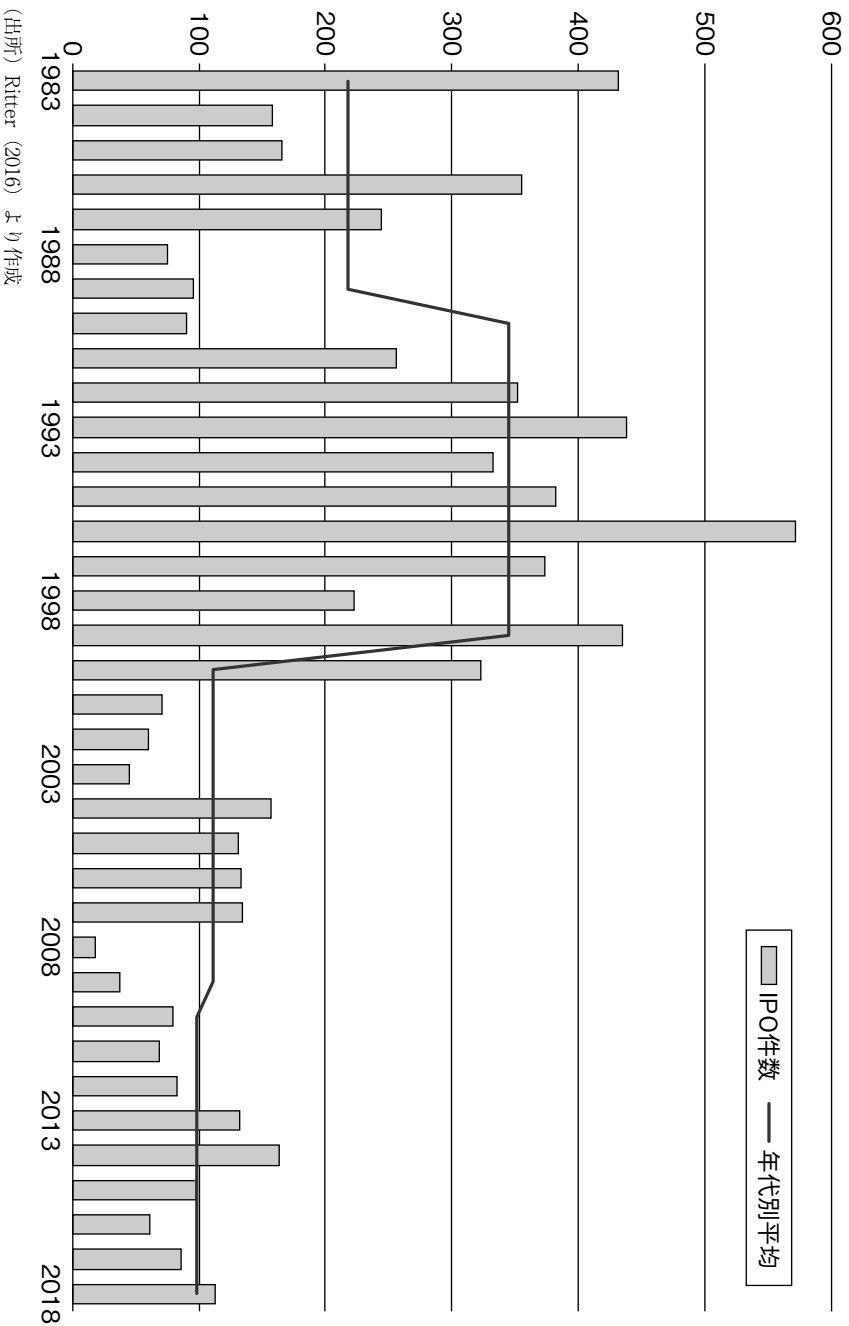
図表6は二〇〇八年及び二〇一八年末の世界の主要IPO市場（米国（NYSE、NASDAQ）、香港（HKSE）、ロンドン（LSE Group））の上場会社数の状況（国内・国外別）を示している。

同表からは、米国、ロンドンの上場企業数（とりわけ国内企業数）数は横ばいあるいは減少していることが分かる。

また香港の上場企業は、国内・国外部門ともに拡大している。とりわけ、国外部門については、二〇〇八年の上場会社数の一〇社から二〇一八年の一五四社へと、伸び率が著しくなっている。

次節では、米国における上場会社数の減少を踏まえて、米国で議論されている、IPOの減少理由についての視点を紹介する。

図表 5 米国のIPO件数推移 (NYSE + NASDAQ、1983—2018)



(出所) Ritter (2016) より作成

図表6 上場会社数の比較（2008年及び2018年）

取引所	国内企業／外国企業	2008	2018	増減	増減率(%)
NASDAQ (US)	国内	2,727	2,622	-105	-3.9
	外国	296	436	140	47.3
	合計	3,023	3,058	35	1.2
NYSE* ¹	国内	1,939	1,775	-164	-8.5
	外国	510	510	0	0.0
	合計	2,449	2,285	-164	-6.7
香港取引所	国内	1,251	2,161	910	72.7
	外国	10	154	144	1,440.0
	合計	1,261	2,315	1,054	83.6
ロンドン証券取引所グループ* ²	国内	2,415	2,061	-354	-14.7
	外国	681	418	-263	-38.6
	合計	3,096	2,479	-617	-19.9

* 1 2008年NYSEデータにはアメリカン証券取引所のデータが含まれる。

* 2 LSE Groupについては、2008年データにミラノ証券取引所データを含まない。

(出所) WFE Statistics Reportより作成

(2) 米国証券市場における議論

米国では、IPOの減少の原因とその影響について幅広く議論が行われている。以下では、その主だった主張について説明する。ただし、各主張の内容は相互に重複する部分や、逆に矛盾する部分が見られる。

① 規制上の問題（お役所仕事（Red Tape）への懸念とその付随コスト）

この主張は、米国のIPO数の減少を論じる際に強く主張される、エコノミストが「お役所仕事の恐怖」と呼ぶ規制上の制約である。

同主張は、Sarbanes-Oxley法及び他の規制が企業（特に中小企業）のIPOを高価かつ手間のかかるものにした結果、中小企業の上場はほぼ不可能になったとする内容である。

具体的には、上場時の必要な先行投資コストに加えて、上場後の情報開示や他の規制上の要件は負担が大きく、企業にとって上場による潜在的な成長機会を失わせ、企業は非公開のままであることを好むように仕向けている。

同主張については多くの先行研究が存在するが、例えばMauboussin, et al. (2017)では、上場企業維持コストの

上昇が、企業が上場を選択しない理由としている。上場手数料、SECが要求する開示費用（会計費用と機会費用の双方）、規制要件を満たすために必要なリソース関連費用、四半期報告書の作成費用、政治的及び社会的圧力、そしてアクティブ・インベスターの出現といった各種リスクは、全て公開会社が直面する可能性のある追加的な費用であり、これらコストは企業のIPOを妨げる可能性がある。

② 売り切れ（大企業による買収）

米国の株式市場においては、IPO数が一九九〇年代以降減少傾向にある一方、株価は上昇局面が長く続いた結果、上場企業の価値は拡大方向にある。

フロリダ大学のRitter (2016)は、大企業の一部門である方が、小規模で独立した企業であるよりも企業価値が高く評価されていると主張している。これはAmazon、Google、Intelなどの大企業が、そのベンチャーキャピタル部門を通じて、小規模成長企業の戦略的買収で増加している状況を説明可能である。

近年IPOの有力候補となっていた多くの企業が大企業に買収されている。潜在的なIPOを妨げた買収の例は、Cisco SystemsによるAppDynamics（アプリケーション・モニタリングサービス）の買収、FacebookによるInstagram（写真共有サイト）とWhatsApp（メッセージングアプリ）、及びAlphabet（以前のGoogle）によるNest（サーモスタット、火災報知器メーカー）及びWaze（モバイル・ナビアプリ）等が挙げられる。

Ritter (2016)はまた、近年、企業の最適規模が拡大したことで、M&Aが増加し、その結果、IPOが減少したとも主張している。

③ 流動性及び管理コストの拡大（投資家側の視点）

UCLAバークレー校法科大学院教授のDavid Solomon (Solomon (2017))はミューチュアル・ファンドがより

高い流動性と低い管理コストを求めたことで、小規模な公募の需要が減少し、IPOが減少したと主張している。その根拠として、一つの大規模なIPO案件に必要な人数は、多くの小規模な公募の合計人数よりも少ない。一方、大規模なIPOへの投資回収は多くの小企業の投資回収の総額よりも大きい（あるいは等しい）ことが挙げられる。こうした主張は、過去二〇年間にみられたIPOの数及び規模の変化と一致している。

Solomon (2017)におけるウォールストリート・ジャーナルの記事の引用では、一九九六年には六二四社がIPOで三八〇億ドルを調達し、二〇一四年には二九一社が九六〇億ドルを調達している。これはSolomon (2017)によると、投資家はより大規模の公募に対する需要を増加させ、小規模な公募への需要を減少させた結果であり、小企業を公開するコストは、他の資金調達の選択肢に比して、不合理に高くなっている。この結果、全体として公開企業が減少する一方、公開企業の平均公開価格値（規模）が大きくなっている。

④ 効率的なプライベート市場の存在

上場市場は資本調達の実施において、最も効率的な場所の一つであり、企業が上場を選択する理由の一つは追加的な資本調達にある。

しかし近年のプライベート市場の変化が、企業に対して「上場しない」あるいは「公開までの期間を長期化させている」との主張がある。これら変化の理由は、一要因だけで説明できず、複数の要因の結果の可能性がある。これら要因に共通する点として、株式公開の負担が、プライベートな資金調達の結果生じ得る資本効率の低下（損失）の可能性よりも、大きいことが挙げられる。以下は、プライベートな資金調達の増加に影響を与えた可能性が高い要因である。

歴史的な低金利状態の継続は、企業の創業者（株主兼経営者）が企業の支配権を完全に維持しつつ、（上場企

業に伴う監査等負担を回避し、低コストで銀行から融資を受ける機会を（一部の）企業に提供している。

二〇一二年のJOBS法 (Jumpstart Our Business Startups Act, JOBS ACT) により、非公開企業はプライベート市場から資金を調達がはるかに容易になった。二〇一五年に可決されたJOBS法のタイトルⅢは、特に影響力があり、非適格投資家による投資の柔軟性を認めている (JOBS法のタイトルⅢについては、⁴補論・JOBS法 タイトルⅢ (クラウドファンディング) について✓を参照のこと)。

株式市場の低リターン期間が続いたことで、投資家はベンチャーキャピタル、グロース・エクイティを利用してリターンを上げ、新興企業への資本供給を拡大することで、初期段階の企業の資金調達コスト引き下げをもたらしした。

⑤ 投資家ポートフォリオのリバランス

Brown (2017)によると、九六年以降のIPOの減少の半分以上が、ドットコムによるバブルビジネスの失敗に起因している。九〇年代に多くのIPOが実施されたが、その多くの事業は失敗、上場廃止された。

(企業数の減少理由の半分はドットコム時代のビジネスの失敗だけでは説明できないが)、同分析結果はIPOの減少が米国の資本市場の弱さの兆候ではないという主張を強く支持すると共に、現在は公開市場におけるリバランス(または軌道修正)の途中と考えられる。

同調査においては、上場企業の最大一%が時価総額の二九%を占め、米国の時価総額の五〇%以上を一四〇社が占めていることが示され、力強い資本市場像を描いている(しかし、同主張は米国のIPOの減少が資本市場の弱体化を示唆しているとする他の主張を無視している面もある)。

前述のSolomon (2017)もこの主張に同意し、IPOは九〇年代に高く、今では七〇〜八〇年代のレベルに修正

され、IPOは正常化の過程にあると示唆している。

⑥ IPOの波（市場環境の重視）

本主張は、「⑤投資家ポートフォリオのリバランス」の主張と同様に、IPO実施時の株式市場の状況を調べること、IPO水準の変化を説明するものである。

Pastor, et al (2005)は、毎年IPOの水準は関連する経済指標（予想される市場収益率、予想される総収益の増減、IPOの将来の平均収益性の不確実性状況）により変動すると主張している。同論文は、IPOの拡大が市場リターンの上昇に先行し、その後市場収益の減少が続くことを発見している。この結果は、IPOが現在の市場の強さを反映した経済的なトレンドに従っている事実を示している。

(3) IPOの必要性についての発言

前節では、IPOの減少についての米国における様々な議論の内容を紹介した。次に本節では、資本市場の規制当局である証券取引委員会（SEC）の姿勢を紹介する。

SECのJay Clayton委員長は、就任後の講演において、上場会社数及びIPOの減少について以下の見解を示している（Clayton (2017)）。当該内容は、証券市場の規制当局の姿勢を示すものとして興味深い。

委員長は、米国における上場会社総数が過去二〇年間で半減した状況やIPOの減少について、情報開示の増加や他の負担が、企業を株式公開以外の他の資本調達手段に向かわせた可能性を示唆した上で、中小企業の上場会社数の減少が、結果として中小企業を対象とする株式市場（相対的に流動性の低い市場）そのものの衰退・減少につながる懸念を示している。

そして原因の如何に関わらず、上場企業の数の減少は、市場及びより一般的な国にとって深刻な影響を及ぼす理由として、大多数の投資家 (Main-street Investors) が企業の成長に関与できなくなるとの主張を行っている。

(4) 何故IPOは重要なのか?…米国におけるIPOの歴史的及び経済的意義

前節では、SECのClayton委員長のスピーチ内容を紹介した。本節では、実際に米国の株式に投資した場合、どの程度の収益率が投資家に発生したのかを調べる。

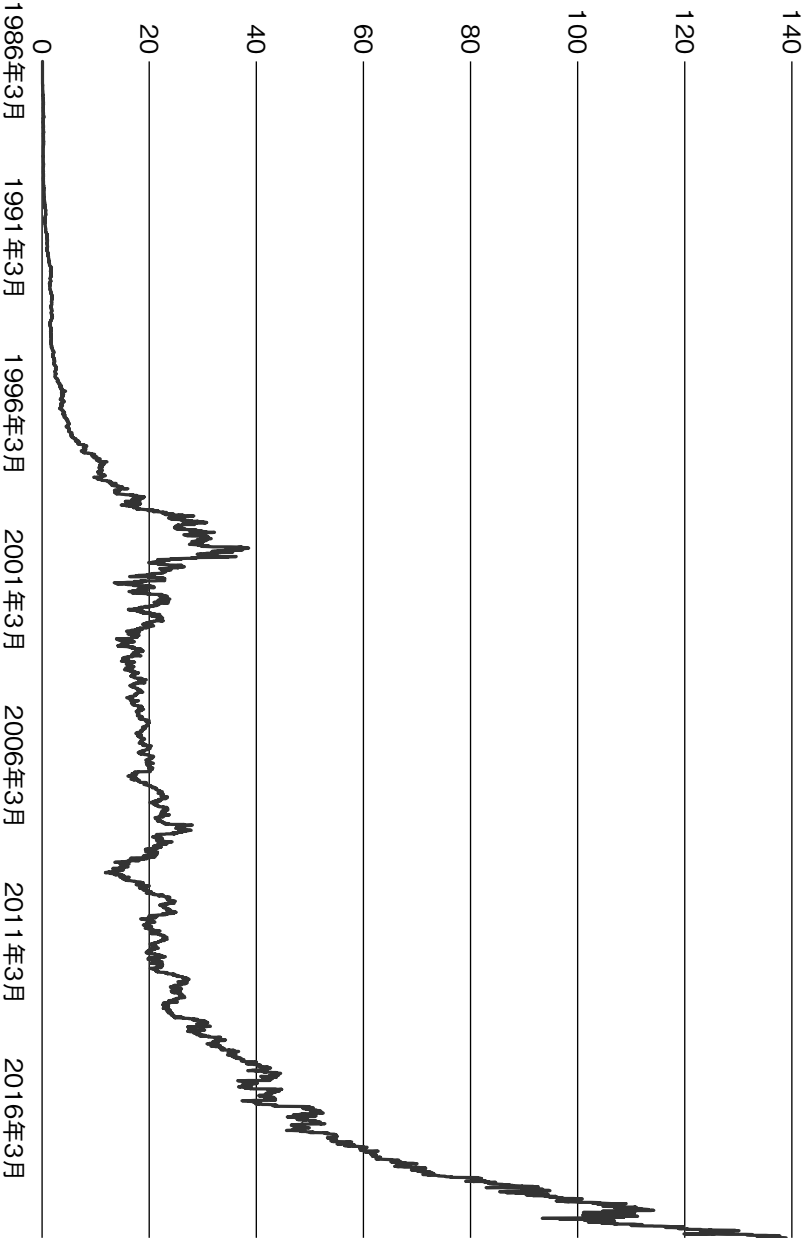
具体的には、米国を代表するIT企業群である、マイクロソフトと、GAF Aと称されるApple、Google (正確にはAlphabet社)、Facebook、Amazonの五社についての投資シミュレーションを行う。

図表7はマイクロソフトの株価推移をグラフ化したものである (グラフ化に際し、株式分割による単価の変更を調整・反映している)。

図表8は、マイクロソフト等五社の株式について、投資シミュレーションの結果を示している。シミュレーションに際しては、各銘柄を初値で購入、その後二〇一九年七月一二日まで保有したものと仮定し、収益率計算に際し株式分割は考慮するが、配当は考慮していない。

Amazon & Microsoftのような会社は、その成長段階の早い時期に証券取引所に上場することで成功した好例である。シミュレーションにみられるように、例えば株式市場の上場日にマイクロソフトに投資すれば、一株当たり二三・二三ドルを支払う。同日の投資が最小単位である一〇〇株を購入した場合、投資額は二三二三ドルである。同株式を二〇一九年七月一二日まで保有したとすると、投資家は株式分割の結果として二万八八〇〇株を保有し、株価は一株当たり一三八・九ドルでその価値は四〇〇万三二〇ドルとなる。この投資の年平均収益率は五

図表7 マイクロソフト社の株価推移（ドル建て価格、株式分割調整済）



一九・一％である。

このようにシミュレーション結果をみると、いずれの銘柄も（相対的な高低はあるが）高い投資パフォーマンスを実現している。

米国では歴史的に、企業のIPOは、投資を行う大衆が企業の成長に参加する手段を提供してきた。投資家は、直接、あるいは年金等を通じて間接的に企業投資を行うことで、企業の経済活動が生み出した富を共有してきた。

こうした投資機会は、機関投資家から個人投資家に至る全ての投資家に開かれており、投資家は（価格変動等のリスクを抱えつつも）、これまで（債券等に比して）相対的に高いパフォーマンスを実現しており、その資産形成に大きく貢献してきた。このように高いリターンを実現しつつ、年金等大規模な資金運用が可能なのは、株式市場のみであり、長期的に株式市場の機能や活力を維持する上でも、継続的なIPOの実現が重要となる。

5 終わりに

本稿では二〇一八年における香港のIPO市場の拡大と、米国市場におけるIPO水準の変化についての議論を紹介した。

図表8 米国代表的IT銘柄への投資シミュレーション

会社名	上場日	上場日株価(初値)	2019年7月12日株価(終値)	株数(100株からの変化)	7月12日時点投資金額	総収益率(%)	期間(年)	年平均収益率(%)	株式分割回数・株数変化状況
Apple	1980年12月12日	22	203.3	5,600	1,138,480	51,649.1	38.6	1,338.0	4回 1→56株
Microsoft	1986年3月13日	23.23	138.9	28,800	4,000,320	17,132.8	33.0	519.1	9回 1→288株
Amazon	1997年5月15日	18	2,011	1,200	2,413,200	133,966.7	22.0	6,067.3	3回 1→12株
Alphabet (Google)	2004年8月19日	85	1,144.9	199.8	228,751	2,591.2	14.0	185.0	1回 1→1,998株
Facebook	2012年5月18日	45	204.89	100	20,489	355.3	7.1	50.5	無し

*収益率等の計算に配当は考慮せず、株式分割は考慮、収益率に反映。

*企業配列は上場時期順。

香港取引所の勃興の背景には、中国・アジア地域を中心とする高成長を背景とした香港市場の（相対的な）立場の向上や、種類株の上場といった取引所側の努力が存在している。

一方、米国におけるIPOの相対的な減少については、その理由を判断、あるいは評価が難しい。理由として、経済成長率の低下に起因する可能性（更に米国の資本市場の魅力低下と結びつける議論もある）、あるいはIPO以外の資金調達手段の拡大による可能性等、複数の要因が考えられるが、現時点では、定説的な主張はみられない。

企業（あるいは企業経営者）の立場から考えた場合、IPOは複数ある資金調達手段の一つに過ぎない。とりわけ資金超脱手段が多様化している昨今では、企業経営者は、企業の公開・非公開を含む様々な資金調達手段の内、メリット・デメリットを勘案して最も有利な条件の手段を選択することが合理的な選択となる。

しかし、投資家（とりわけ個人投資家）の立場からすれば、IPO水準の低下は、企業活動への参加（更にはその富の配分）に関与する機会の減少を意味しており、SECのClayton委員長の指摘するように、今後大きな問題となり得る。

このように考えると、二〇一八年のグローバルなIPO状況は、様々な議論の種を提供するものであり、興味深いものとなっている。

△補論：香港の新規上場制度▽

香港取引所の新規上場制度では、財務条件等の数値基準が変更された他、以下の施策が導入された。

（一）バイオ企業に対する上場規則の緩和

(2) 種類株式を採用しているニューエコノミー企業の上場可能化

(3) ニューエコノミー企業の二次（セカンダリー）上場の取扱い

(1) では、メインボード上場規則にバイオテック企業に対する上場規則を追加した。上場時における既存の①利益基準、②時価総額／売上高基準、③時価総額／売上高／キャッシュフロー基準の三つの財務要件を満たさなくても、上場時に一定の時価総額（一五億香港ドル（約二二五億円）以上）があり、同一の経営陣による事業の継続性（最低二年間）等の条件を満たせば、創業期で売り上げがない（あるいは赤字の）バイオ企業でもメインボードへの上場が可能となった。

(2) では、メインボード上場規則に加重議決権（WVR）等の種類株式制度を採用している企業に対する上場規則を追加した。過重議決権株式を発行している上場申請企業は、継続して高いビジネス成長が予想される企業でありなおかつ革新的であること、そして上場時の時価総額（一〇〇億香港ドル（約一五〇〇億円）以上）、売上高（上場時の時価総額は四〇〇億香港ドル（約六〇〇〇億円）未満の場合、直前一年の売上高は最低一〇億香港ドル（約一五〇億円）であること）、加重議決権の上限（過重議決権株式の議決権の上限は一般普通株式の最大一〇倍まで）などの条件を満たすことで、過重議決権株式制度の採用企業はメインボードへの上場が可能となった。

(3) では、ニューエコノミー企業の香港でのセカンダリー上場の取扱いが変更。NYSE、NASDAQ、LSEのメインボードで上場しているニューエコノミー企業（WVR発行企業、中国圏が事業の中心となる企業を含む）は、セカンダリー上場時の時価総額（一〇〇億香港ドル（約一五〇〇億円）以上）、財務要件（WVR発行企業または中華圏が事業の中心となる企業によるセカンダリー上場時の時価総額は四〇〇億香港ドル（約六

〇〇〇億円) 未満の場合、直前一年の売上高は最低一〇億香港ドル(約一五〇億円)、少なくとも直前二年間のコンプライアンス状況が良好等の条件を満たす場合、上場規則の適用が免除される。

△補論・新三板あるいはNEEQ市場について▽

中国政府は、資本市場の機能強化を目的として、既存の取引所市場に加えて、取引所外市場を發展させ、中小企業の育成を目指し、二〇一二年に全国中小会社株式譲渡市場を設立した。同譲渡市場ないし譲渡市場のシステムは一般に「新三板」と呼ばれている(「新三板」とは新しい第三市場を意味)。

二〇一三年一月に、中小企業向け店頭市場である「全国中小企業株式譲渡システム」(<http://www.neeq.com.cn>)が稼働した。同システムは国務院の認可を経て設立された店頭市場であり、登録企業は「非上場公衆会社」として中国証券監督管理委員会(CSRC)の監督管理下に置かれている。全国中小企業株式譲渡システムを管理・運営するのは「全国株式譲渡システム会社」である。

同システムの前身は、中国証券業協会が二〇〇〇年に一部の証券会社に認めた店頭市場の「株式譲渡代行システム」であり、当初は、一九九九年に閉鎖されたSTAQシステムとNETシステムで取引されていた非流通法人株の売買と、上海・深圳証券取引所で上場廃止となった株式の売買が行われていた。中国では、メインボードを「一板」市場、新興企業ボードを「二板」市場と呼ぶことから、上記店頭市場を「三板」市場と呼んだ。しかし、「三板」市場に(増資などの)資金調達機能はなく、また小規模で流動性も低く、注目度も低かった。

その後、資本市場機能強化を目的として、店頭市場を發展させ、ハイテク・高成長の新興企業の育成を目指す動きが活発化、中国科学技術部、CSRC、中国証券業協会、深圳証券取引所、北京市中関村管理委員会の五部

門により設立されたのが「新三板」市場である。

新三板市場は、旧三板市場と異なり、第三者割当増資が可能であるため、ハイテク技術企業の資金調達の場合を提供するとともに、メインボード、新興企業ボードの上場を目指す企業のプラットフォームになりつつある。

ハ補論・JOBSS法 タイトルⅢ（クラウドファンディング）について

JOBSS法は、中小企業や新興企業の資金調達を促進する規制として、二〇一二年にオバマ政権下で成立した法律である。同法の趣旨は、連邦証券法を修正し、米国の雇用を創出する担い手とされる中小企業や新興企業に対する規制の負担を軽減し、公募と私募の両方から資金調達市場の活性化及び資金調達の促進を図ることにある。

その内容は大別して、①規制緩和及び義務の免除（新興企業の提出財務データの軽減、役員報酬に関する開示義務の緩和、アナリスト・レポート作成や投資家向けミーティング開催の緩和等の規制緩和）、②資金調達の新たなプラットフォームによる新興企業の資金調達の容易化（簡易な手続きで調達可能な資金総額の拡大、インターネットを使ったプラットフォームの認可、継続的開示義務免除の株主数緩和）等である。インターネットやソーシャルメディアで資金調達できるクラウドファンディングは、新興企業を中心に利用されており、多数の人から少額の資金拠出を受ける仕組みである。

タイトルⅢでは、クラウドファンディングについて一定の要件の下、証券法の登録義務を免除するなど規制が緩和された。具体的には、企業が株式型クラウドファンディングで資金調達を行う場合、SECへの登録なしに非適格投資家にも証券の募集・売付けが可能となった（その際、企業はSECに登録したブローカー・ディーラーが媒介になって運営しているオンラインプラットフォーム、またはクラウドファンディングのポータルとして運

営されているポータールのいずれかを通して募集を行う必要がある、一二月間に一〇七万ドルまで資金調達が可能になった)。

同法以前は、SECが定めた適格投資家でなければクラウドファンディングへの「投資」が認められなかったが、二〇一五年のタイトルⅢにより、投資できる起業家及び投資家の範囲が拡大、適格機関投資家に当てはまらない個人投資家 (Non-accredited investors) も投資が可能になった。

参考資料

- ・ Brown, David (2017), "Looking behind the declining number of public companies: An analysis of trends in US capital markets" Earnest Young, 2017 May. (<https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/ey-an-analysis-of-trends-in-the-us-capital-markets.pdf>)
- ・ Christensen, Caleb (2018) "Decline of the IPO and the Implications for Your Company", IPO Hub, October 10, 2018, (<https://www.ipohub.org/decline-of-the-ipo-and-the-implications-for-your-company/>)
- ・ Clayton, Jay (2017), "Remarks at the Economic Club of New York", Securities Exchange Commission, July 12, 2017, (<https://www.sec.gov/news/speech/remarks-economic-club-new-york>)
- ・ Kihara, Takeshi (2018), "Hong Kong leads world in IPOs for 2018, driven by tech listings", TAKESHI KIHARA, Nikkei Asian Review, (<https://asia.nikkei.com/Business/Markets/Hong-Kong-leads-world-in-IPOs-for-2018-driven-by-tech-listings>)
- ・ Lau, Paul (2018), "Mainland China and Hong Kong 2018 Review: IPOs and other market trends", KPMG China, 11 December 2018, (<https://home.kpmg/cn/en/home/insights/2018/12/china-hk-ipo-2018-review.html>)

- ・ Mauboussin, Michael et. al (2017) "The Incredible Shrinking Universe of Stocks — The Causes and Consequences of Fewer U.S. Equities" GLOBAL FINANCIAL STRATEGIES, Credit Suisse, March 22, 2017, (https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=em&document_id=1072753661&serialid=h%2b%2fwLdU%2FTtatAx1rna mFYsPRAuTFRGdTsf4HZiv7KA%3d)
- ・ Mehra, Nina (2018), "Hong Kong set to regain top spot for IPOs with HKD300 billion proceeds, finds KPMG analysis", KPMG China, (<https://home.kpmg/cn/en/home/news-media/press-releases/2018/12/hong-kong-set-to-regain-top-spot-for-ipos-with-hkd300-billion-proceeds.html>)
- ・ Pastor, Lubos et. al (2005) "Rational IPO Waves", The Journal of Finance, August 2015, Vol. 60, Iss. 4, pp. 1713-1757, (<https://faculty.chicago.boothe.edu/lubos.pastor/research/ipo-wave15.pdf>)
- ・ Ritter, Jay (2016), "Initial Public Offerings: Updated Statistics" University of Florida, 2016 March 8, (<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2016/03/Initial-Public-Offerings-Updated-Statistics-2016-03-08.pdf>)
- ・ Solomon, David (2017), "A dearth of I.P.O.s, but it's not the fault of red tape", Mar 29 2017, The NY Times, (<https://www.cnbc.com/2017/03/29/a-dearth-of-ipos-but-its-not-the-fault-of-red-tape.html>)
- ・ Steinbach, Martin (2018), "Big vs. agile: what happened in the global IPO market in Q4 2018", EY, 11 Dec 2018, (https://www.ey.com/en_gl/growth/how-to-read-the-global-ipo-market-q4-2018)
- ・ 岡田功太 (二〇一八)、「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリ』、二〇一八秋号 (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/2018/2018aut05web.pdf>)
- ・ 齋藤尚登 (二〇一三)、「中国の中小企業向け店頭市場が正式スタート」『二〇一三年二月二十八日』大和総研 (<https://www.>

- dir.co.jp/report/research/economics/china/20130228_006876.pdf)
- ・上野まな美、島毛拓馬「米国のIPOに関わる規制見直しの動き」大和総研、二〇一八年三月二日 (https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180302_012800.pdf)
- ・鈴木克昌、田井中克之(二〇一八)、「議決権種類株式方式を用いたシンガポール証券取引所への上場」CAPITAL MARKETS BULLETIN 二〇一八年八月号 (Vol. 38)、「二〇一八年八月」(<http://www.mhmi-japan.com/content/files/00032003/20181003-113716.pdf>)
- ・成卓倫、梅原直樹(二〇一九)、「中国の金融改革：上海証取に中国版ナスダック市場開設」国際通貨研究所 (https://www.ima.or.jp/docs/column/2019/e/2019_18.pdf)
- ・森協章、李加弟(二〇一七)、「新三板の概要・現状・利用可能性」『BTMU 中国月報 第二三八号』二〇一七年七月、Anderson Mori and Tomotsune (https://www.amtlaw.com/publications/detail/publication_0013147_ja_001)

(しま よしのり・客員研究員)