

アメリカ株式市場における公募・私募の境界の曖昧化について

佐賀卓雄

要 旨

1990年代後半より現在に至るまで、アメリカ株式市場においては上場会社数がほぼ一貫して減少している。これを受けて、議会、政府、規制当局はこれまで株式市場の活性化策を実施してきた。

上場会社数の減少の原因としては、IPOの減少やM&Aによる上場廃止などがあげられてきた。規制強化による上場会社の減少としては、2002年のSOX法に基づく内部統制報告書の提出の義務づけがしばしば指摘されるが、上場会社数の減少は1997年より始まっており、時期的にズレがある。また、統計的にもSOX法を契機にIPOの減少や上場廃止の増加という事実は確認できない。同じように、2012年のJOBS法も中小のIPOの増加には結びついていない。

上場会社数の減少は、株式市場の構造変化から生じる様々な要因が絡み合っており、特に私募市場の規制緩和により公開市場との境界が曖昧になっていることが大きい。非上場会社が既存の上場会社を殻会社(shell company)として、それを買収された後に社名を変更して上場会社に変身するという、裏口上場(backdoor listing)も増加している(reverse merger)。また、金融的に困難に陥った上場会社が私募で資本調達する一方で、あらかじめ発行登録の手続きも行って投資家が短期の転売によるリスク回避の道筋をつけることが行われたりする(private investment in public equity)。

このような金融取引は公募と私募の境界が曖昧になっていることを示しているが、これらのことが上場会社数の減少として現れているのである。さらに、非公開株の流通市場も形成されており、この面でも公開市場との差異は小さくなっている。また、同じく私募市場の規制緩和によって、ヘッジ・ファンド(HF)、ベンチャー・キャピタル(VC)、プライベート・エクイティ(PE)などの専門性の高い投資家の資金力が強化され、エグジット(出口)としてのIPOを急がなくなっている面もある。ユニコーンが増加しているのも同じ理由による。

ソフトウェア、コンピュータなどの先端技術部門のスタートアップ企業の間では、IPOにより十分な知識のない投資家が増加するのを敬遠する傾向もあるという。むしろ、GAF A などの大手情報関連企業に買収されることを名誉と考え、M&A が重要な出口戦略の一つになっている。

このように、IPO の減少、上場会社数の減少は様々な要因によってもたらされており、株式市場の規制の見直しだけでは対応できない問題である。その場合でも、資本形成と投資家保護のバランスという証券規制の基本的視点は遵守されるべきである。

目 次

はじめに

I. アメリカ株式公開市場の構造変化

II. 私募市場における規制緩和

III. 公募・私募の境界の曖昧化とユニコーンの増加
終りに

はじめに

1990年代後半から2008年のリーマンショックを挟んだ現在までの20数年間に、アメリカ株式市場の様相は大きく変化したようにみえる。

顕著な特徴の一つは、1996年をピークに現在に至るまで上場会社数がほぼ一貫して減少していることである。その一つの原因は株式の新規公開 (Initial Public Offering, IPO) の減少であるが、それ以外にも M&A や上場廃止による上場会社数の減少がある。しかし、上場会社の時価総額はこの間に約4倍に増加しているから、単純に株式公開市場の衰退とはいえない。

他方では、時価総額が10億ドルを越えるユニコーンといわれる非公開会社が増加していることがもう一つの特徴である。この背景として、ベンチャー・キャピタル (VC) などの資金動員力が強まったために、必ずしも IPO を急が

なくなったことが指摘されている。

このような構造変化を背景に、議会、政府、SEC、および SIFMA などが、その原因分析とともに、株式市場の活性化策に取り組み、立法や規則の制定が行われてきた。SOX 法、JOBS 法、ドッド・フランク法のような、この間に行われた規制の見直し—必ずしも規制の強化ばかりではないが—が原因としてあげられることが多い。しかし、上場会社数や IPO の減少はそれ以前から生じており、時期的なズレがある。もちろん、それ以前の規制の見直しが影響を与えている可能性があるが、それらについても整理が必要であろう。

上場会社数の減少は多様な要因が絡み合っており、起きていられると思われるが、とりわけ私募市場の規制緩和により、私募による発行が公募による発行を凌ぐほど増加していることが最大の要因であると考えられる。また、ソフトウェア、エレクトロニクス、コンピュータなどでの M&A

による上場会社数の減少が顕著であることから、これらの産業分野での急速な技術革新に対応した戦略や組織構造の変化に対応した動きであることも指摘されている。

本稿では、私募市場における規制緩和により公募市場との区分が曖昧化する一方、私募市場の拡大がIPOの減少、M&Aなどによる上場廃止の増加、上場会社数の減少の背景にあることを分析するが、その背景であるアメリカ株式市場の構造変化についても言及する。

I. アメリカ株式公開市場の構造変化

株式市場は公開市場と私募市場に分けられる¹⁾。1980年代以降の私募についての規制緩和により、私募市場は大きく拡大し、2017年には公募による資金調達が1.5兆ドルに対して、私募によるそれは3兆ドルを記録している。

最初に、公開市場の現状をみよう。アメリカには、2019年5月にシリコンバレーのベンチャー・キャピタリストや起業家が創設したロング・ターム・ストック・エクスチェンジ (Long Term Stock Exchange), ウォール街の主要業者がSECに創設の申請を行ったメンバーズ・エクスチェンジ (The Members Exchange, MEMX) (2020年中頃までに創設予定) を加えて、現在、15の証券取引所がある²⁾。このうち、ニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange, NYSE) とNASDAQが中心となる2大取引所であり、それ以外の取引所は「非上場取引特権」(Unlisted Trading Privilege, UTP) により他の取引所に上場されている銘柄の取引が中心である。

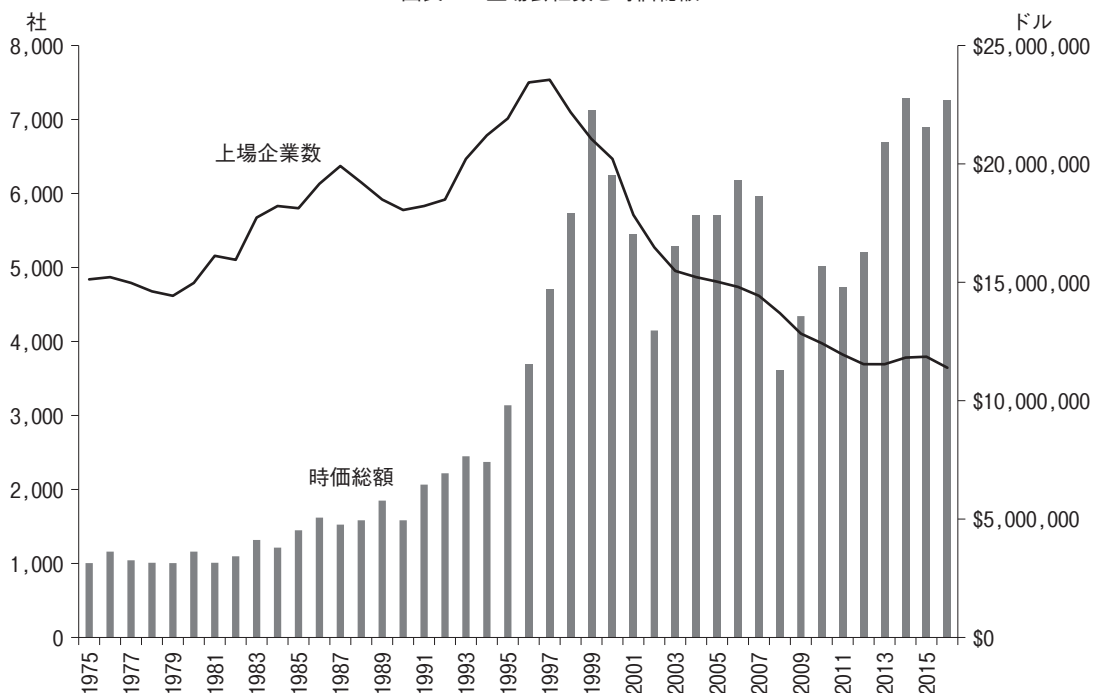
アメリカの企業数は1996年に4,693,080社、

2003年に初めて500万社を越える5,007,771社、その後2010年には4,994,080社に減少したものの、2012年には5,030,962社に回復している。上場会社数は1996年に8,025社のピークを記録し、この年の企業総数に対する割合は0.171%で、1977年以降の最高水準を記録している。この比率は2005年以降、0.1%を下回り、上場会社が1996年の約半分の4,102社に減少した2012年には0.082%に低下している³⁾。上場会社数からみると株式市場が停滞している印象があるが、時価総額などの指標からは必ずしもそうはいえない。

取引所の上場会社数と時価総額の推移をみると、前者は大きく減少しているのに対して、後者は2000年代初頭のITバブルの崩壊や2008年の金融危機の際には大きく落ち込んでいるものの、2013年以降は回復している (図表1)。対GDP比でも、2017年には1996年以来のピークを記録している (図表2)。ただし、その構成をみると、時価総額が1億ドル以下の会社数の割合が減少し、上場会社の平均時価総額が上昇している、つまり、時価総額でみた上場会社の規模が大きくなっていることが分かる (図表3)。上場会社の平均時価総額は1996年には18億ドルであったが、2017年にはその4倍の73億ドルに増加している。また、2017年初めには、時価総額が500億ドル以上の上場会社140社が時価総額全体の50%を占め、時価総額が最大の1%の上場会社が29%を占めていた⁴⁾。このように、上場会社間の規模の格差も広がっている。

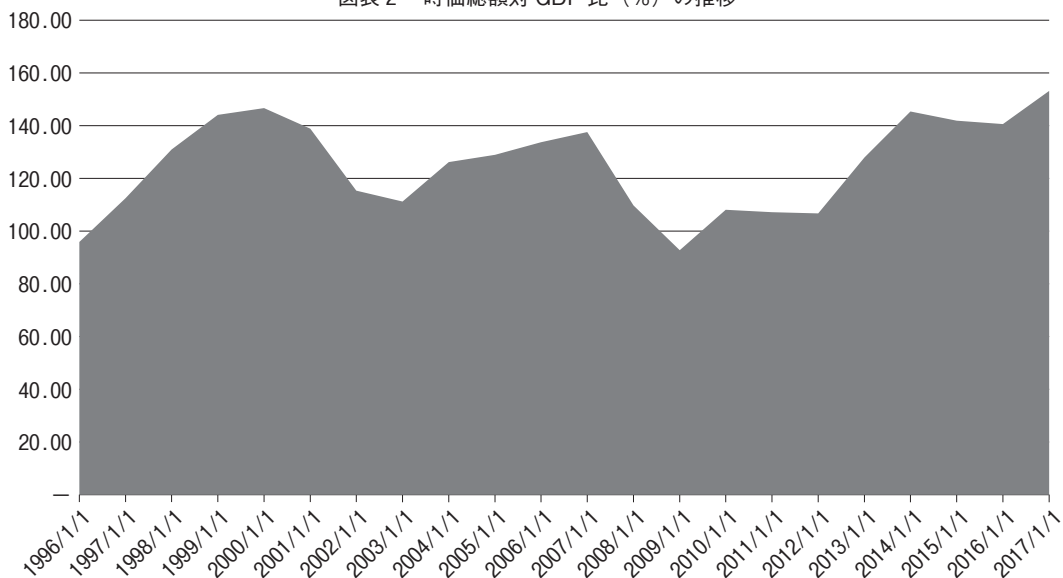
上場会社数が大きく減少している一方で、時価総額は増加しているのであるから、単純に停滞しているとはいえない。しかし、前者の原因としては、IPOの減少やM&Aなどによる上

図表1 上場会社数と時価総額



[出所] Doidge et al. [2018]

図表2 時価総額対GDP比(%)の推移



[出所] FRB of St. Louis, FRED Economic Data-Stock Market Capitalization to GDP for US, より作成

図表3 時価総額別の上場会社数の内訳



(注) 左目盛は時価総額が1億ドル以下の会社の割合(黒実線)、右目盛は平均時価総額(2015年のドル平価による)

〔出所〕 Doidge *et al.* [2018]

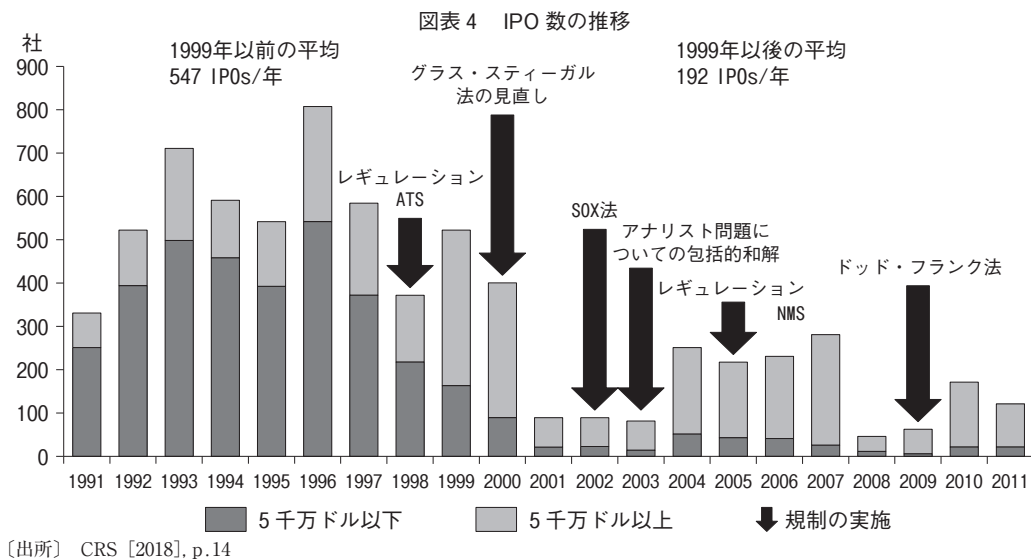
場廃止があるため、活性化しているともいえない。

IPO数は、1999年以前の年間547件に対して、99年以降は年間192件、約3分の1近い水準まで減少している(図表4)。しかも、時価総額が5千万ドル以下の中小のIPOの減少が顕著である。図表4の出所は議会調査局(Congressional Research Service)であるが、政府、規制関係者がIPOの減少に危機意識を募らせている背景を良く表していると思われる。

IPOの減少については、様々な要因が指摘されている。一つは規制強化の影響である。2000年代初頭、ITバブルの発生とその崩壊によって顕在化した企業(会計)スキャンダルによって、サーベンス・オクスレー(SOX)法は内部統制システムの導入や情報開示規制を強化した。この結果、規制コストが増加し、それを忌

避した企業が非公開会社化に踏み切る例もあった。スタートアップの企業にとってはもっと負担が重いのである。

しかし、この過剰規制説(the regulatory overreach hypothesis)には有力な反論がある⁵⁾。2002年のSOX法により、上場会社は監査証明付きの内部統制報告書の提出を義務づけられた(404条)。これに伴うコスト負担に配慮して、SECは企業規模に応じて段階的に施行することにしたが、これを忌避してIPOを控えたり、上場会社の一部が海外取引所への上場に、さらには上場廃止に踏み切る動きがみられることが指摘された。しかし、上場会社数の減少、その企業総数に対する割合は一貫して低下しており、特にSOX法成立後に大きく減少した事実はない。さらに、上場廃止(delist)もSOX法成立後に大きく増加してはいない⁶⁾。



これらの事実を根拠に、Gao *et al.* [2013] は、「多角化仮説」(the economies of scope hypothesis) を主張する。経済構造の変化により小企業の収益性は低下しており、独立の存在として事業を継続するよりも、同一あるいは関連産業の企業に買収され、大きな組織の一部となって多角化の利益を実現したり、新しい技術をより迅速に市場に登場させることができる。多くの産業において技術革新のスピードに対応するために素早く大規模化する重要性が高まっていると主張する。たしかに、M&Aによる上場会社数の減少は2000年代以降、高い水準で推移しているが、上場会社数の減少全体の10から20%程度を占めるに過ぎず(図表5)、それがM&Aの増加によるものであるかどうかははっきりしない。

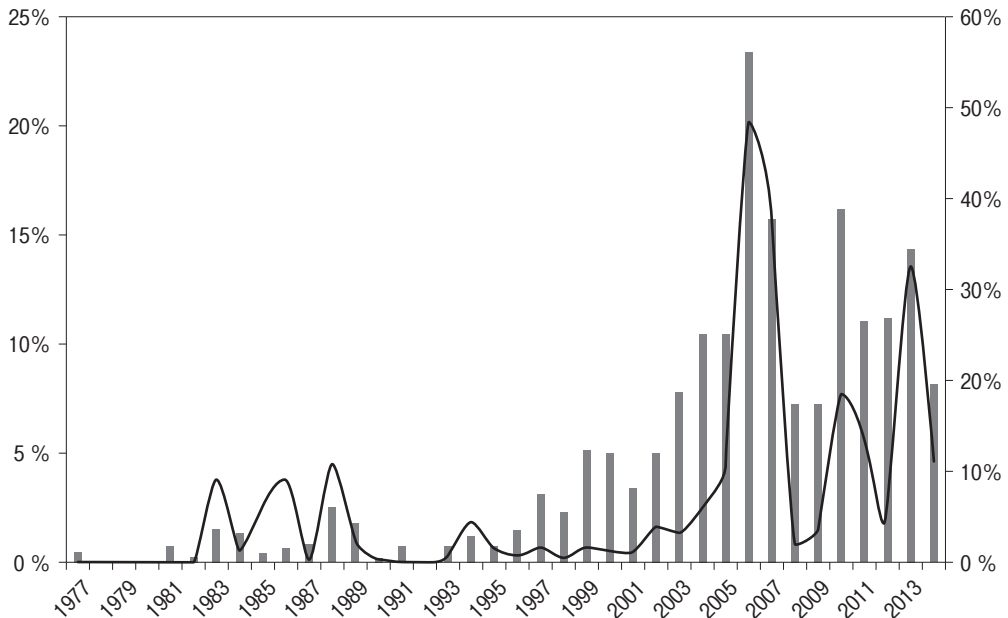
この主張と一部分は重なるが、Govindarajan *et al.* [2018] は、純上場廃止会社数(上場会社廃止数マイナス上場会社数)が最多の産業部門がソフトウェア、エレクトロニクス、コンピュータ産業であることに注目し、これらの産業ではデジタル・ストラテジーと急速な技術の

陳腐化が既存の上場会社の死亡率(mortality rate)を高めているという。この傾向こそ、上場会社が減少している最大の原因であると主張する。これらの産業部門におけるデジタル化にともなう組織構造の変化とは、無形資産や知識のインプットが重要になり、それに必要な人材などの経営資源を確保するために、専門性の高いVC、PEなどの投資家を選好する傾向が強まった。また、デジタルなプラットフォームを活用して、アウトソーシングによって調達することも行われる。したがって、資金調達面でIPOによって新たに株主になるこれらの知識に乏しい大手の機関投資家や一般の個人投資家を必ずしも歓迎しない傾向が強くなっているというのである。

これらの主張は大変興味深いのであるが、残念ながら現時点では十分な体系的かつ実証的分析に裏付けられているとはいえ、今後の分析の深化が待たれるところである。

第二に、同じく規制の影響であるが、2012年4月のJOBS法(Jumpstart our Business Startups Act)により私募市場の規制が緩和さ

図表5 上場会社の買収による非上場化 (1977-2014年)



(注) 左目盛は買収により非上場化した会社数の非上場会社数全体に対する割合 (折線グラフ), 右目盛はその時価総額の割合 (棒グラフ)

〔出所〕 Ljungqvist *et al.* [2016]

れ、非自衛力認定投資家数が499人を越えないという条件で、それまでの登録免除の上限であった投資家数500人が2,000人まで引き上げられ、資金調達が可能になったことである。「自衛力認定投資家」(accredited investor) というのは、1982年のレギュレーションDと共に導入された概念で、証券法の登録プロセスによる保護を必要としない、金融知識、洗練度、リスク負担力の代理指標として富を基準にしている。銀行や投資会社だけではなく、純資産が100万ドル以上、あるいは過去2年間の年所得が20万ドル (妻帯者の場合は合算所得が30万ドル) 以上の個人も含まれる⁷⁾。

第三に、金融緩和による資金の累積である。運用資産額は2000年の1兆ドルから17年には5兆ドルに増加している⁸⁾。この豊富な資金を背景に、メガVCは必ずしもIPOを急がなくなり、また豊富な資金を抱えるGAF Aなどのプ

ラットフォーム企業にM&Aを仲介したりしている。

しかし、先にみたように、IPOの推移をみると、その減少はこれらの規制前の1997年から始まっており、時期的なズレがある。この関連で注目すべきは、1996年に成立した証券改革法 (National Securities Markets Improvement Act of 1996, NSMIA) である。同法は、基本的には連邦証券法と州の証券法 (ブルー・スカイ法) との重複を避けるために、「対象」証券 (“covered” securities) についてブルー・スカイ法の規制対象外としたものである。「対象」証券には証券取引所やNASDAQ上場証券などが含まれるが、SECのレギュレーションDに基づく規則506による登録免除発行、つまり私募についても州法の規制対象外としたのである。証券法の発行登録が義務づけられている公募とは異なり、そもそも私募はそれが免除され

ているから、州法の規制の対象外とすることは何の規制も受けないことになり、「規制上のブラックホール」を生み出すことになったと評価されるのである⁹⁾。私募についての規制緩和がIPOの減少の発端になった最初の契機である。

VCやPEは、同法によって自由化された私募によって資金調達力を高め、スタートアップ企業のレイトステージの資金調達にもコミットできるようになったのである¹⁰⁾。

II. 私募市場における規制緩和

1933年証券法と34年証券取引所法が制定された時には、公募と私募の区別は明確であった。前者は証券発行に対する規制であり、証券の発行にはすべての重要情報を開示した登録届出書(Registration Statement)の提出が求められた。後者は流通市場に対する規制であり、年次報告書(フォーム10-K)や四半期報告書(フォーム10-Q)などの継続的な情報開示を義務づけている。

しかし、発行開示規制は登録費用などのコストがかさみ、零細な企業にとっては資金調達そのものが禁止される効果を持つため、証券法4条(a)(2)では、公募(public offering)を伴わない募集すなわち私募における登録義務の除外を規定している。この判断はSECに任されてきたが、実務に携わる弁護士などからSECに対して法的不確実性を取り除く「セーフハーバー・ルール」の制定が求められた。このような動きを受けて、SECは1982年にレギュレーションDを創設した。

その後、政府の資本形成促進策、また資本調達機能の強化を求める産業界やファンドなどの投資家からの要望を背景に、私募の形態は徐々

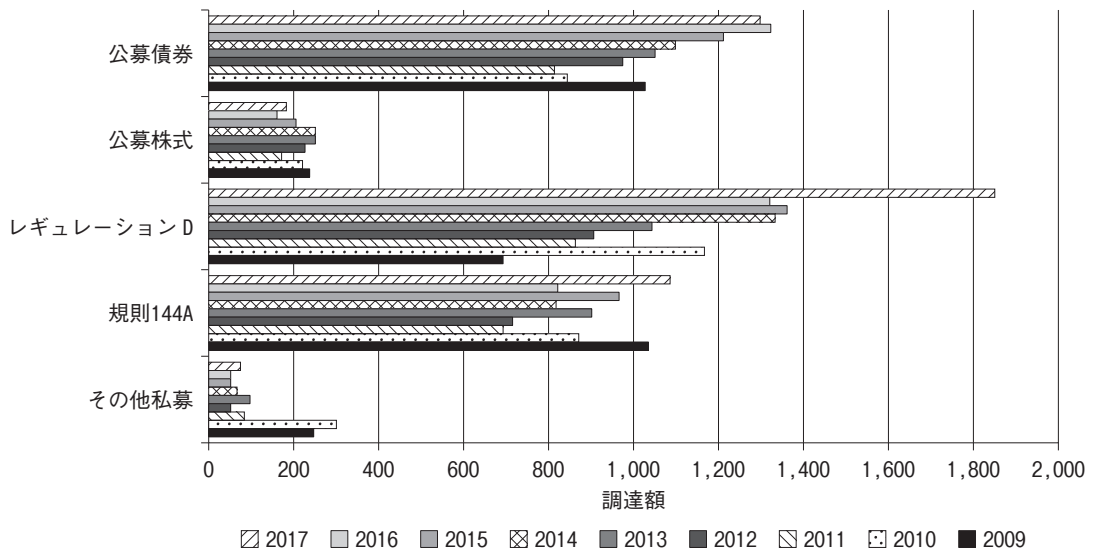
に拡大し、近年では、公募による資金調達を越える金額を記録している。2012年のJOBS法は新たに新興成長企業(EGC, emerging growth company)という定義を設け(直前事業年度の年間総収益が10億ドル未満の発行会社)、資本調達面での規制を緩和している。

私募の中でも、最も利用されているのがレギュレーションDと規則144Aに基づく発行である(図表6)。規則144Aはほとんどが債券の発行に利用され、最初、少数の金融仲介業者に対して発行され、その後、適格機関投資家への転売を認めている。JOBS法ではこの転売の制限について撤廃している。図表6では「その他私募」に一括されているが、JOBS法はレギュレーションAについても改正、緩和を行っている。まず、発行上限額と12ヶ月以内の転売(secondary sales)についてティア1(州法の登録が必要、発行上限額2千万ドル、転売上限額600万ドル)とティア2(州法の登録は免除、発行上限額5千万ドル、転売上限額1,500万ドル)に区分した。JOBS法制定以前には募集に先立って募集への関心の有無を投資家に打診することはオファーに相当するため禁止されていたが、いずれの発行に対しても、機関投資家への事前調査(testing the water)を解禁した¹¹⁾。

JOBS法はレギュレーションDの規則506では私募(private offering)に当って自衛力認定投資家に対する一般的なマーケティングと勧誘(general solicitation)の禁止を撤廃した。これにより、公募と私募の境界が極めて曖昧になったことから、JOBS法の中でも最も重要な規定である¹²⁾。

いくつかある私募の方法の中では、レギュレーションDの規則506(b)が最も良く利用さ

図表6 募集方法別資本調達額の推移 (2009-2017年, 10億ドル)



(注) 「その他私募」はレギュレーションS, 証券法4条(a)(2), レギュレーション・クラウドファンディング, レギュレーションAによる募集である。

〔出所〕 SEC (DERA) [2018], p.8

れている。これは元々あった規則506を506(b)と506(c)に分けたもので、違いは新設された後者では一般的な勧誘が認められていることである。両規則には上限額はないが、規則506(b)は非自衛力認定投資家は35人までという条件がある。規則506(c)は第三者による証明のある自衛力認定投資家であれば、無制限である。

しかし、実際には元からある規則506(b)の利用が圧倒的に多い。これは、従来の規則506あるいは新設の506(b)は自衛力認定投資家であることを自己申告すれば良いのに対して、新設の規則506(c)が投資家が自衛力認定投資家であることの第三者による証明を求めていることが大きな理由の一つにあげられている。投資家が個人的な資産や収入に関する情報を開示するのを敬遠しているのが原因とみられている¹³⁾。

1982年に自衛力認定投資家という範疇が導入された時には、富裕層であれば、金融知識、投資経験、そして仮に投資に失敗した場合でもそ

の損失に耐えることができるという前提があった。しかし、その後の物価上昇を考慮すると、この前提はかなり疑わしくなっている。また、そもそも金融資産や収入を金融知識や投資経験の代理指標とみなすことには疑問が提起されている。特に、401(K)プランや個人退職勘定(IRA)などの年金収入に頼っている高齢者はこの対象からは除外するべきだという意見も強い¹⁴⁾。

Ⅲ. 公募・私募の境界の曖昧化とユニコーンの増加

私募に対する規制緩和により、私募市場は大きく拡大している。転売制限は残っているものの、投資家の範囲を限定しているとはいえ一般的なマーケティングや勧誘が認められるようになったため、公募と私募の境界は以前ほど明確ではなくなっている。

これに拍車を駆けているのが、新たな金融取引と私募証券のセカンダリー・マーケットの登場である。新たな金融方法として注目されるのは、リバース・マージャー (reverse merger, RM) と PIPE (private investment in public equity) である。リバース・マージャーは非上場企業が殻となる上場会社 (shell company) の株式発行によって買収される。非上場会社は殻会社の過半の株式を保有し、実質的な支配権を取得し、社名を変更する。こうして、上場を果たすのである。

RM は資本市場へのアクセスが困難なスタートアップのハイテク企業や中国企業によって利用されている。2004年から2008年の間に、RM は1,065件、これに対して IPO は672件であった¹⁵⁾。また、公開会社会計監査委員会 (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB) によると、2007年1月1日から2010年3月31日の間に、159社の中国企業が RM を行っている。その動機は IPO であれば半年以上の時間がかかり、規制当局や引受証券会社の審査など煩わしい手続きと費用が必要であるが、RM では3ヶ月程度で完了し、それらの手続きを省略できるからである。もっとも、この裏口上場 (backdoor listing) は通常の上場手続きを踏まない方法であり、財務内容等に問題がある場合が多いため、その42%が最初の3年間で上場廃止になっているという¹⁶⁾。

RM による裏口上場は上場企業数が増加する訳でもないし、新たな資本の調達を行う訳でもない。こうした金融取引が IPO や上場会社数の減少に結び付いている面がある。

もう一つは、PIPE である。金融的に困難にある上場会社が私募で資金調達を行おうとすると、場合によっては数ヶ月で倒産に追い込まれ

るかもしれない状況で、投資家はその保有にとりもなうリスクを回避するために、ごく短期間で転売できる条件で応募しようとする。それに応えるためには、発行会社は SEC に登録届出書を提出しそれが受理されれば、転売が可能になる途を開いておくのである。リスクの高い取引であるから、市場価格よりも大幅なディスカウントで取引され、取引相手はヘッジ・ファンド (HF), VC, EF などである¹⁷⁾。

RM にしろ PIPE にしろ、公募と私募にわたる取引であり、両市場の境界がはっきりしなくなっていることの現れといえよう。

次に、非上場株式を売買する市場 (secondary market) の登場である。シリコンバレーのスタートアップ企業は優秀な経営者や従業員を確保するために、ストック・オプションを積極的に活用している。しかし、知名度が低く情報もほとんど手に入らないこれらの株式を売却して換金しようと思ってもほとんど不可能である。そうしたニーズに応じているのが、2004年に創業したセカンドマーケット (SecondMarket) と2009年に創業したシェアポスト (SharesPost) である。これらはいずれも近年の ICT の発達が可能にしたオンライン上の取引プラットフォームである。非公開株は情報開示が大きく見劣りするから、その取引市場を創造するためには、情報インフラの整備が不可欠である。セカンドマーケット、シェアポストのいずれも取引対象となる非公開株について一定の情報開示を条件にしている。

セカンドマーケットは2015年にナスダック・プライベート・マーケットが買収している。買収前の2011年で取引参加者は10万人以上で、その内、2万人は自衛力認定投資家である。買い手の73%は機関投資家で、27%が個人投資家で

ある。売り手は約80%が元従業員、11%が現従業員である。2010年から発行会社に2年間の監査済財務データの公表を義務づけている。

2009年創業のシェアポストは会員は6万人以上、150社以上の株式を売買している¹⁸⁾。

非上場株式の取引市場は、取引相手を探す探索費用 (search cost) と取引費用 (transaction cost) を引き下げるが、出口 (exit) の機会が提供されることによって取引の際の流動性プレミアムを縮減する効果も持つであろう。要するに、社会的コストの節約に寄与するのである。しかし、他方では、公募と私募の境界が不明確になってきたため、株式市場に対する規制体系の見直しも必要となってこよう。

上場会社数の減少の一方では、近年、時価総額が10億ドルを越える非上場企業、いわゆる「ユニコーン」が増加している。以前であれば、IPOは公開市場での資金調達の手を叩くと共に、社会的な認知度とブランドイメージが高まるために、経営の大きな到達目標の一つであった。それに投資しているVCにとっても、大きなキャピタルゲインを手にするチャンスであった。しかし、ソフトウェアなどの専門性の高い技術分野では、既存の大手関連企業に買収されることがスタートアップ企業の技術力の高さを証しとみなされる傾向が強い。このため、この分野では敢えてIPOには拘らない傾向が強い。

かくして、非上場のまま成長を続けるユニコーンと呼ばれる企業が増加している。この命名者であるカウボーイ・ベンチャーズ (Cowboy Ventures) のアイリーン・リー (Aileen Lee) は2003年以降のデータベースを構築し、2013年時点での「ユニコーン・クラブ」は39社から構成されることを明らかにした。2013年までの10

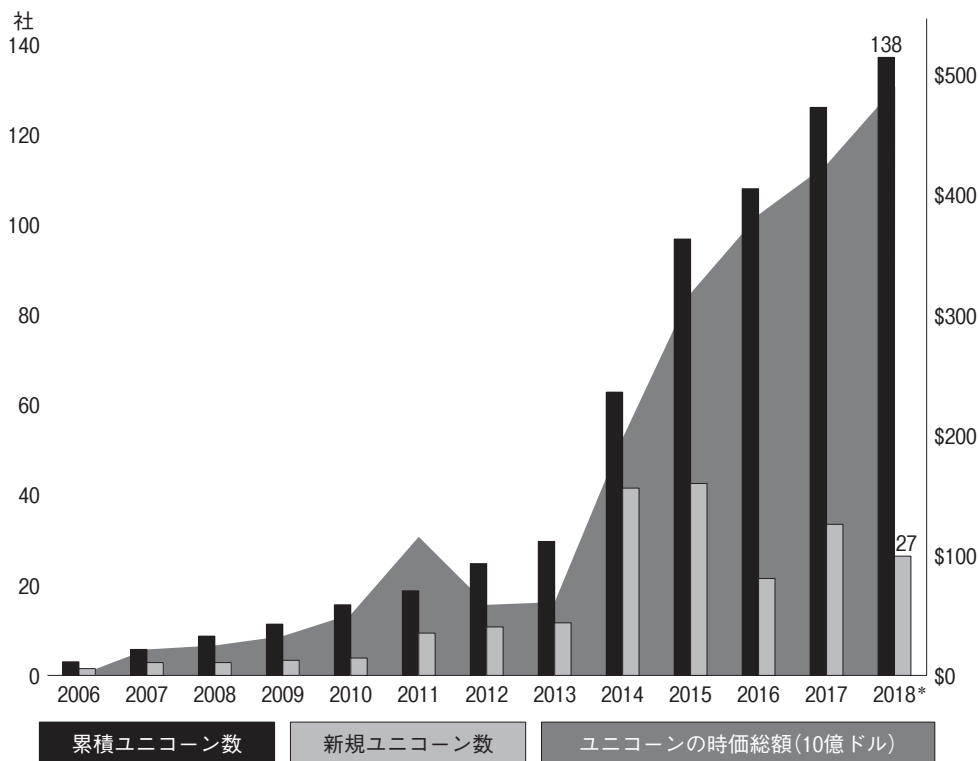
年間にインターネット・ソフトウェア企業は6万社設立されており、この中からユニコーンに成長した企業は、0.07%、1538社に1社の割合であった。また、時価総額が1000億ドルを越える「スーパー・ユニコーン」は10年に3社の割合で誕生しているという¹⁹⁾。ユニコーンの数はその後も増加しており、2019年5月現在、全世界で344社、その内、アメリカが49%、中国が26%を占めている²⁰⁾。図表7はアメリカにおけるユニコーンの数と時価総額の推移を示している。

以上の分析によって、2010年代になって一部では「IPOの死」とも呼ばれるほどIPOが顕著に減少し、ユニコーンの数が急増していることの背景も明らかであろう。この間に採られた規制強化のみをその原因とすることはできない。株式市場の構造変化との関係では、何よりも私募市場における規制緩和と非公開株の流通市場が形成されたことにより、公開市場との間の関係が曖昧になり、使い勝手の良い後者の活用が増加していることである。また、M&Aによる非上場会社の増加との関連では、ICT関連産業におけるデジタル化戦略や組織構造の変化への対応を指摘できる。これらの企業は、先端技術分野についての知識の乏しい大手機関投資家や個人投資家をむしろ敬遠し、必要であれば専門分野についての様々なアドバイスの提供も可能であるようなVCやEFのような投資家の方を選好している面もあると考えられるのである。

終りに

上場会社数の減少はそれほど問題にする必要がないという議論もある²¹⁾。実際、上場企業の

図表7 ユニコーンの数と時価総額の推移



〔出所〕 Pitchbook [2018], Unicorn Report

時価総額はむしろ増加しているし、株式市場が低迷しているということではない。しかし、リーマンショック以降の政府、議会、SECは資本形成の観点から新興成長企業の資金調達環境の整備の必要性を強調してきた。

この場合、問題はSECがその創設の理念としてきた投資家保護との関連をどう均衡をとるかということであろう。例えば、私募の対象としての自衛力認定投資家という範疇は、現在ではハイリスクの投資を認めるには基準が緩すぎるという批判も強い。「情報による規制」を伝統的な証券市場の規制方法としてきたSECの立場からみれば、登録免除によって発行された私募証券が半ば自由に流通し、それに関連した投資詐欺などの問題が起きれば、その責任が問

われることになるのは避けられない。他方では、IPOが減少しているため、個人投資家は成長企業への投資からもたらされる可能性のある利益機会から排除される傾向が強まっているという指摘もある。

こうした主張や懸念は証券市場についての規制に対して常に提起されてきた古くて新しい問題であり、簡単に結論を下せる問題ではない。必要なことは、現実には発生している問題についてのできる限り正確かつ詳細な分析と、それに基づく迅速な政策対応ということになろう。

注

1) 公募 (public offering) と私募 (private placement) という区別は、一般投資家を対象にした証券の発行か、あるいは限定された投資家向けに証券を発行するかによ

るものであり、手続き的には、SECへの登録届出書(Registration Statement)の提出が義務付けられているか、登録免除が認められるかの違いである。公募は取引所に上場されて自由に売買されるから公開市場(public market)である。それに対して、後者は転売制限が課せられ流通市場を欠いているから、非公開市場(private market)である。したがって、本稿では公募と公開市場、私募と非公開市場は同じ内容の概念として使用する。

ただし、現在では民間業者が運営する非上場株式を取引するプラットフォームが存在し、これらの銘柄についても一定程度の流通市場が形成されている。したがって、両者の境界は曖昧になっている。さらに、2012年のJOBS法は私募を規定している1933年証券法4条(a)(2)条を改正し、レギュレーションDの規則506を拡充して、自衛力認定投資家に限定される限り、マーケティングと一般的な勧誘を認めた(規則506(C))。

こうなってくると、SECへの証券発行にあたっての登録届出書の提出義務を基準とする公募と私募の区別はほとんど形骸化してくる。論文のタイトルとして、“publicly offered private placement”という内容的に矛盾した用語が使用されている(Warren [2015])のが現状である。

- 2) Reuters, *New Wall Street-backed Exchange MEMX Eyes Mid-2020 Launch*, No. 1, 2019
- 3) Doidge [2015], Table 3
- 4) CRS [2018]
- 5) De Fontenay [2017], Gao *et al.* [2013]
- 6) Doidge [2015], Table 4。なお、上場廃止の理由は、合併(merger)、上場維持基準に抵触(cause)、任意(voluntary)の3つに分かれるが、どの理由による上場廃止も目立った増加を示していない。
- 7) Zimmerman [2019]
- 8) Partnoy [2018]
- 9) Johnson [2010]。1933年証券法から始まる一連の連邦証券諸法の制定に先立って、各州は独自のブルー・スカイ法と総称される証券法を制定しており、州内での証券の発行や取引についての規制を行っていた。連邦証券諸法成立後もブルー・スカイ法は存続しており、この規制の重複を解消し効率化を図ろうとしたのがNSMIAである。
- 10) Ewens and Farre-Mensa [2017]
- 11) この改正後は「レギュレーションAプラス」(Regulation A+)と呼ばれている。各私募発行の概要についてはSEC (DERA) [2018], Appendix IIを参照されたい。
- 12) Thompson and Langevoort [2013]
- 13) Warren III [2015]。なお、規則506(b)、規則506(c)の概要については、SEC(DERA) [2018], Appendix II,を参照されたい。
- 14) Zimmerman [2019]
- 15) Thompson and Langevoort [2013], p.1589, note 77
- 16) Vermeulen [2015]
- 17) Thompson and Langevoort [2013]
- 18) Pollman [2012], pp.193-205
- 19) Lee [2013]。なお、その後、ユニコーンの条件は、創業10年以内、時価総額10億ドル以上、非上場、テクノロジー企業、と定義されている。なお、「スーパー・ユニ

コーン」は今では「ヘクトコーン」と呼ばれ、時価総額100億ドル以上は「デカコーン」と呼ばれている。

20) CB insight [2019]

21) 例えば、Govindarajan *et al.* [2018]を参照されたい。

参 考 文 献

- 岩井浩一 [2012], 「JOBS法の成立と米国IPO市場の今後の動向」, 『野村資本市場クォーターリー』, Autumn
- 岡田功太 [2018], 「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ー』, Autumn
- , 下山貴史 [2019], 「米国のIPO活性化及びスタートアップ企業への投資促進に係る政策—JOBS法3.0を中心に—」, 『野村資本市場クォーターリー』, Summer
- 若園智明 [2019], 「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」, 『証券経済研究』第107号, 9月
- BerdeJÒ [2015], “Going Public after the JOBS Act”, *Ohio State Law Journal*, Vol. 76, No. 1
- Brown K. C. and Wiles K. W. [2015], “In Search of Unicorns: Private IPO and the Changing Markets for Private Equity Investments and Corporate Control”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 27, No. 3
- Brorsen L. [2017], “Looking behind the Declining Number of Public Companies”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, May 18
- CB Insights [2019], *Unicorn Hunters: These Investors have Backed the Most Billion-Dollar Companies*, May 7
- Center for Capital Markets Competitiveness [2018], *Expanding the On-ramp: Recommendations to Help More Companies Go and Stay Public*, Spring
- Congressional Research Service [2018], *Capital Markets, Securities Offerings, and Related Policy*

Issues, July 26

- Cox J. D. [2013-14], “Who Can’t Raise Capital?: The Scylla and Charybdis of Capital Formation”, *Kentucky Law Journal*, Vol. 102
- De Fontenay E., [2017], “**The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company**”, *Hastings Law Journal*, Vol. 68
- Doidge C., Karolyi A., and Stulz R. [2017], “The U.S. Listing Gap”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 123, Issue 3, March
- Ewens M. and Farre-Mensa J. [2017], “The Evolution of the Private Equity Market and the Decline in IPOs” (<http://ssrn.com/abstract=3017610>)
- Gao X., Ritter J. R., and Zhu Z. [2013], “Where Have All the IPOs Gone?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 6
- Govindarajan V., Rajgopal S., Srivastava A., and Enache L., [2018], “Why We Shouldn’t Worry about the Declining Number of Public Companies”, *Harvard Business Review*, Aug. 27
- Jackson Jr., R. J. [2018], *The Middle-Market IPO Tax*, Speech, Apr. 25
- Johnson J. J. [2010], “**Private Placements: A Regulatory Black Hole**”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 35
- Kahle K. M., Stulz R. M. [2017], “**Is US Public Corporation in Trouble?**”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, No. 3
- Langevoort D. C. and Thompson R. b. [2013], “**‘Publicness’ in Contemporary Securities Regulation**”, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 101: 337
- Lee A. [2013], “Welcome to the Unicorn Club: Learning from Billion-Dollar Startups”, *TechCrunch*
- Leuz C. and Wysocki P. [2015], “The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research”, The university of Chicago, **Booth School of Business**, *IGM Working Paper*, No. 132
- Ljungqvist A., Persson L., and Tåg, J [2016], “**Private Equity’s Unintended Dark Side: On the Economic Consequences of Excessive delistings**”, *Research Institute of Industrial Economics, IFN Working Paper*, No. 1115Nov. 23
- McKinsey & Company [2019], *Private Markets Come of Age*, *McKinsey Global Private Markets Review 2019*
- Partnoy F. [2018], “**The Death of IPO**”, *The Atlantic*, Nov
- Pollard T. J. [2013], “Sneaking in the Back Door? An Evolution of Reverse Mergers and IPOs”, University of Colorado, *Accounting Graduate Theses & Dissertation*
- Pollman E. [2012], “Information Issues on Wall Street 2.0”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 161: 179
- Schwartz J. [2014], “The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation”, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 39: 2
- Securities and Exchange Commission (SEC), Division of Economic and Risk Analysis (DERA) [2017], *Report to Congress: Access to Capital and Market Liquidity*, August
- [2018], *Capital Raising in the U. S: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017*, August
- SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association) [2018a], *Expanding the On-Ramp: recommendations to Help More Companies Go and Stay Public*, April
- [2018b], *SIFMA Insight: US Equity Capital Formation Primer, An Exploration of the IPO Process and Listings Exchanges*, Nov.
- Thompson R. B. and Langevoort [2013], “**Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising**”, *Cornell Law Review*, Voi. 98, Issue 6, September
- Tuch A. F. [2017], “The Remaking of Wall Street”,

Harvard Business Law Review, Vol. 7
Vermeulen E. P. M. [2015], "High-Tech Companies
and the Decision to 'go Public': Are Backdoor
Listings (Still) an Alternative to 'Front-door'
Initial Public Offerings?", *Penn State Journal of
Law & International Affairs*, Vol. 4, Issue 1
Zimmerman C. R. [2019], "Accredited Investors: A

Need for Increased Protection in Private Offer-
ings", *Northwestern University Law review*, Vol.
114, No. 2
Warren III, M. G. [2015], "The False Promise of
Publicly Offered Private Placements", *SMU
Law Review*, Vol. 68, Issue 3
(当研究所特任研究員)