

アメリカにおける非公開株式流通市場 (セカンダリー・マーケット) について

佐 賀 卓 雄

要 旨

アメリカのベンチャー・キャピタル (VC) の投資規模は、プライベート・エクイティやヘッジファンドなど、類似の投資対象に特化している他の業界と較べて決して大きなものではない。しかし、ハイリスクの新規事業の立ち上げを資金的に支援するだけでなく、経営全般へのアドバイスや、自ら経営に参画し事業を軌道に乗せることによって、雇用の創出などの面で投資割合以上にアメリカ経済に寄与している。

VCの投資活動は、投資案件のスクリーニング (精査と選択)、モニタリング (事業の監視)、そして投資の回収 (エグジット、出口) というサイクルを通じて行われる。各段階はそれぞれ重要であるが、中でもスクリーニングはエグジットの成否を左右するため、極めて重要である。エグジットは、年によって異なるが、1990年代末までは50-80%がIPO (新規公開) であり、IPOは「成功のゴールド・スタンダード」と呼ばれたものである。しかし、その頃から、株式市場ではIPOがほぼ半減し、VCサイクルと呼ばれる循環は大きな岐路に立たされることになった。このギャップを埋めたのが、主として大手ICT関連企業によるM&A (起業の合併・買収) である。しかし、これは新たなテクノロジーの芽をつぐむ可能性があることから競争政策の観点から問題視されている。

他方では、2014年頃から、IPOの基準を満たしていながら非公開会社に留まる、時価総額が10億ドルを越える「ユニコーン」と呼ばれる企業が増加し、公開会社も半減している。

これらの企業は非公開であるため、創業以来の経営者や従業員、そしてVCの中には、何らかの事情でキャッシュが必要になった場合に、その株式の流動性に対するニーズが強まった。このような事情を背景に、2010年頃から非公開株式の流通市場が創設されることになった。現時点ではそれほど大きな規模の市場ではないが、ナスダックがその一部を傘下に置くなど、一定の評価を獲得している。

これを「第3のエグジット・オプション」と呼ぶ業界関係者もいる。また、自ら非公開株式の売買業務に参入する業者も登場している。

これらの動向はアメリカ株式市場の変貌過程の一端の現れであり、本稿はその実態を明らかにして意義を検討する。

目 次

はじめに

- I. ベンチャー・キャピタル（VC）の役割と成長
- II. ベンチャー・キャピタル（VC）・サイクル
 - 1. 投資のスクリーニング
 - 2. ダウンサイド・リスクへの対応
 - 3. VC投資と出口（エグジット）

III. 非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）の形成と発展

- 1. 新規公開（IPO）の減少
- 2. 非公開株式流通市場へのニーズ

終りに

はじめに

アメリカの株式市場においては、1990年代後半より、IPO（新規公開）の大幅な減少、M&A、非公開会社化の増加により、上場会社数が半減する一方では、ユニコーンと呼ばれる時価総額が10億ドルを越える非公開会社が増加している。

このような現象は、アメリカほどではないにしろ、他の先進国の株式市場でもみられるため、その原因として、各国の株式市場の盛衰や規制環境の動向だけではなく、無形資産の増大や創業者のテクノロジーに関する情報開示の忌避など、各国経済に通底する要因も指摘されている。

成長してIPOにつながるスタートアップ（起業）の活動を金融面のみならず経営全般にわたって支えているのがベンチャー・キャピタル（VC）である。VCの投資額は他の指標と比較して決して大きくはないが、特にICT、リテー

ル、バイオなどのテクノロジー分野での存在感は極めて大きい。

VCは創業支援に専門化した金融仲介業者であるが、1970年代末からの約40年の間に急成長してきた。その役割は将来性のあるスタートアップをスクリーニング（精査と選別）し、創業資金を提供し、経営のモニタリングを遂行しながら、IPO、M&Aなどのエグジット（exit、出口）により投資を回収する。これをVCサイクルと呼んでいる。

エグジットの主要な柱であるIPOの減少はVCサイクルに大きな影響を及ぼす。VCはそれによって投資を回収し、次の案件への投資に回すから、その循環がスムーズに回らなくなるからである。IPOと並ぶ主要なエグジットは買収（Merger & Acquisition, M&A）である。この両方でエグジットの大部分を占めるが、リーマン・ショック以降、台頭しているのが、非公開株式の流通市場（セカンダリー・マーケット）である。これには、NASDAQプライベート・マーケットのような組織された市場も

あるが、いくつかの VC がブローカー・ディーラーとして、取引の仲介を行っている例もみられる。

後者は取引所として認可されていないため情報開示義務がなく、業界関係の非公式な情報しかないため、実態が良く分からないのが現状である。本稿では、VC サイクルにおける現状、IPO と上場企業の減少、ユニコーンの登場など、株式市場の構造変化を分析し、非公開株式の流通市場の形成の意義について検討する。

I. ベンチャー・キャピタル (VC) の役割と成長

アメリカでは、1980年代から毎年、50万社前後の企業が新設されている。これらの新規事業の立ち上げに必要な資金はほとんどの場合、自己資金、親族、親しい友人からの出資や借入に拠っており、時にエンジェルと呼ばれる富裕な個人投資家層の投資が起業を支えていることを除けば、程度の差はあるにしろ基本的に他の先進各国と異ならない¹⁾。

年によって変動があるが、VC が投資する企

業は約1,000社で、新規事業数に対する割合からいけば1%の5分の1に過ぎない。VC の投資額は1998-2001年の IT バブルの時期には時価総額に対して0.4%を記録したが、それを除いては0.164%前後で推移している。

その一方で、VC 投資会社 (VC-backed Company) のアメリカ経済全体に占める比重は極めて大きい。その上場会社に占める割合を、会社数、資産額、従業員数 (雇用)、収益額、研究開発 (R&D) 投資額などについてみると、図表1のようになる²⁾。2014年時点で、1974年以降に創業された上場会社に対する割合では、それぞれ40%から80%を越える数値を示している。また、創業時期を制限しないでみても (図表1の右側の数値)、10%から40%強を占めているのである。

VC の投資割合を考えた時、これは驚くべき水準であり、Gompers and Lerner [2001] が「ベンチャー・キャピタル革命」(the Venture Capital Revolution) と呼んだ理由が分かる。VC の成長の契機は、1979年に労働省が従業員退職所得保障法 (ERISA) における「プルードメント・マン・ルール」を明確にし、年金基金

図表1 上場会社に占める VC 投資会社の比重

	VC 投資会社 (1974年以降設立)			VC 投資会社 (2014年)		
	VC 投資会社	%	上場会社	VC 投資会社	%	上場会社
会社数	556	42	1,339	665	17	3,832
資産総額 (10億ドル)	4,136	58	7,200	4,647	18	26,111
時価総額 (10億ドル)	4,369	63	6,938	4,824	21	23,140
従業員数	3,083,000	38	8,121,000	4,111,000	11	38,070,000
収益額 (10億ドル)	1,222	38	3,224	1,461	10	14,628
純所得 (10億ドル)	151	61	247	168	16	1,062
研究開発投資額 (10億ドル)	115	85	135	131	44	298
支払税額 (10億ドル)	57	59	98	66	11	589

〔出所〕 Gornall and Strebulaev [2015], Table 2および Table 3。

アメリカにおける非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）について

に VC への投資を含むハイリスク資産への投資を緩和したことである。その結果、1978年には VC ファンドへの投資は4億2,400万ドルで、個人が投資額の32%を占め、年金基金は15%を占めるに過ぎなかったが、1987年には VC ファンドは40億ドル以上に増加し、年金基金がその半分以上を占めるに至ったのである³⁾。1990年代後半には、ICT ブームにより通信、ソフトウェアなどへの投資が活発になり、VC ファンドの投資額も700億ドル近い水準にまで増加した。その6割が ICT 関連投資であった⁴⁾。他の類似の業界の運用規模を見ると、世界的なパイアウト業界は2017年に約4,500億ドルの資金を集め、ヘッジファンドは3兆ドルを越える資金を運用しているから、VC の投資規模は決して大きくはない⁵⁾。VC はその投資規模に比較して、アメリカ経済に予想以上に大きく貢献してきたのである。

VC 投資の増加にともない、その規模も大きくなってきた。図表2は VC ファンドの資金調達規模をみたものである。1976-85年には5,000万ドル以下が90%以上を占めていたが、2006-15年には約半分まで減少している。反対に、1億ドルを越えるファンドが30%以上を占めている。

II. ベンチャー・キャピタル (VC) ・サイクル

VC は将来性が見込まれるスタートアップに集中的に投資し、大きなリターンを追求する。従って、リスクは高く、少数の高いパフォーマンスを達成する業者が存在する一方で、多くの業者は期待外れのパフォーマンスしか実現できず、業界全体のパフォーマンスは決して高いとはいえない。2017年には、VC の10年間のリターンの中央値はナスダックを160ベース・ポイント下回った⁶⁾。

この現状は、VC 投資は現代ポートフォリオ理論 (MPT) がリスクとリターンの分析からその枠組みを与えている分散投資の考え方から大きく逸脱していることを示している。すなわち、VC のリターンは正規分布に当てはまらないのである。

MPT は投資のリターンについて統計的に処理しやすい正規分布（ベル型カーブ）を前提している。中央値から左右対称の分布であり、1標準偏差の範囲にポイントの68%の分布が含まれる。しかし、VC のリターンの分布は少数の VC が高いリターンを占める一方、それ以外は低い結果しか達成できないべき乗則に従う傾向

図表2 VC ファンドの資金調達規模

内訳 \ 年	1976-85年	1986-95年	1996-2005年	2006-15年
VC ファンドの資金調達回数	1,377	1,106	2,543	1,890
割合 (%)				
5,000万ドル以下	92	74	49	54
5,001-1億ドル	6	15	18	13
1億1ドル-3億ドル	2	9	22	20
3億1ドル-5億ドル	0.2	1	7	6
5億ドル以上	0.2	1	5	6

〔出所〕 Nanda and Rhodes-Kropf [2018]。

にある。要するに、右下がりのロングテールの分布なのである。従って、MPTに従って中央値のVCに投資すると、そのリターンは平均以下になることが予想される。このような投資の世界で良好なリターンを実現するためには、全体の中の少数の投資案件で大きなリターンを実現する必要がある。野球の世界に例えれば、打率ではなく、ホームラン率（何打席でホームラン1本を打てるか）が問題なのである。

VCはこのハイリスク・ハイリターンの世界で高い投資成果を達成するために、独特の投資スタイルを定着させており、それはVCサイクルと呼ばれている。スクリーニング（投資案件の精査と選択）、モニタリング（事業の監視）、エグジット（投資の回収）という循環である。

1. 投資のスクリーニング

VCの運用資産額は大きくはないので、将来、急成長を見込まれるスタートアップに集中的に投資する。起業から成長軌道に乗る過程で、どの段階で投資するかはVCの投資戦略の問題であるが、早い段階（アーリー・ステージ）で投資するほどリスクは大きいとそれに比例してリターンも大きい。

VCはスクリーニング、モニタリング、エグジットのうち、最も重要なのはスクリーニングと答えている⁷⁾。スクリーニングを通過するのは様々なルートから持ち込まれた案件の約20%であるが、その99%は最終的に却下されるという⁸⁾。結果的にみると、年間200件の投資案件を精査し、4件前後の投資が採択される⁹⁾。

投資案件はVCの多様なネットワークから持ち込まれることが多い。最近の調査によると、その30%以上がVCのネットワーク、20%が他の投資家、8%がVCが投資している投資会

社、30%がVCの自ら審査したもの、会社の経営者からもちこまれたもの（インバウンド）は10%、となっている¹⁰⁾。

その際に考慮する要因は、マネジメント・チーム、市場あるいは業種、製品・サービスをめぐる競争環境、製品とテクノロジー、ビジネスモデルであるが、Kaplan *et al.* [2007] は比喩的にマネジメント・チームをジョッキー (jockey)、他の要因を馬 (horse) と呼び、VCは後者を重視していると主張している。これとは反対に、Gompers *et al.* [2016] はVCがジョッキー (マネジメント・チーム) を重視していると評価している。どちらもVCに対するサーベイ調査の結果であり、あくまで相対的な重要性なのでそれぞれのVCの戦略の違いということであろう。

次に、投資を決定する際の収益性の指標についてである。興味深いのは、他の業界とは異なり、キャッシュ・オン・キャッシュ (CoC) ・リターン（投資した自己資金に対するキャッシュ・フローの割合）とIRR（内部収益率法）が多数で、現在価値法 (Net Present Value, NPV) を使っているVCは少数に止まる。収益性指標をまったく使わないVCも少なくなく、特にアーリー・ステージの投資を行うVCに多い。さらに驚くのは、アーリー・ステージ、ICT関連の投資を行うVC、そして規模の小さいVCの半数はしばしば「直観による投資決定」(gut investment decisions) を行っていることである¹¹⁾。

信頼できる情報が極端に不足している「アーリー・ステージへの投資は暗闇の中でダーツをするようなもの」(エンジェル・リスト創業者のナバル・ラビカント (Naval Ravikant) の言葉¹²⁾) であるから、経験からくる勘が大きな判

断根拠になる傾向があるということであろう。

将来の不確実性が極めて高い事態について決定を下す場合、判断が分かれるのは考えてみれば自然なことである。VCの場合、結果的に大きなリターンを実現したスタートアップへの投資を見送った例は珍しくない。良く知られているのは、グーグルへの投資を見送ったベッセマー・ベンチャーズ（Bessemmer Ventures）、エアビー・アンドビー（Airbnb）への投資を見送ったユニオン・スクエア・ベンチャーズ（Union Square Ventures）である。これらのVCが投資を見送ったのは、もちろんこれらのスタートアップが市場に送り出す予定の製品・サービスの特性やそれらをめぐる競争環境についての独自の判断があったからである¹³⁾。

スターリングについての研究のサーベイ論文は、最も重要な基準として、起業家とマネジメント・チーム、製品・サービス・ビジネスモデル、業種と市場をあげ、他の投資家、収益性、収入といった財務指標はマイナーな基準としてしか評価されていないことを明らかにしている¹⁴⁾。スタートアップが独創的な製品やサービスの開発を目指している場合、そもそも比較対象となる類似の製品やサービスが存在しないから、将来の売上げやキャッシュフローの予想は恣意性が強すぎて信頼性に欠けるため、財務指標以外の創業者の事業構想力などが重視されるのは自然であろう。

2. ダウンサイド・リスクへの対応

VCはスタートアップに投資する場合、リスク回避のための仕組みを考え、タムシート（契約書を作成するための協議事項をまとめたもの）にも様々なリスク回避のための条項を盛り込む。

第1に、VCはスタートアップについて詳細に知り、常にその動向を把握するために、地理的な近接性を重視する。「20分ルール」（20-minute rule）として知られているが、VC業界ではVCのオフィスから車で20分以内の範囲にスタートアップが所在することを求める傾向がある。これがどこまで厳格に守られているかは分からないが、情報の非対称性を解消するために、両者の地理的な距離を重視しているのは確かである。例えば、フェイスブックのザッカバーク（Mark Zuckerberg）は、初めてアクセル・パートナーズ（Accel Partners）から約1,270万ドルの投資を受ける1年前に、ケンブリッジ（マサチューセッツ州）からシリコンバレーの中心地パロアルト（カリフォルニア州）に移り住んだ。フェイスブックとアクセルパートナーズのオフィスは4ブロックしか離れていなかった¹⁵⁾。

より最近の研究としては、両者のオフィス所在地を結ぶ直通フライトの就航によって所要時間が短縮され、接触の機会と時間が増加することによって、モニタリング・コストが低下し、イノベーションとエグジットの達成に繋がったという分析がある。また、両者のコミュニケーションの向上により、VCシンジケートの組成、ステージド・ファイナンスの緩和などが促進されたという分析結果がある¹⁶⁾。

この近接性により、両者の情報交換が頻繁に行われることになる。Gompers *et al.* [2016]のサーベイ調査では、VC回答者の25%が週に複数回、それに加えて3分の1が週1回、60%が少なくとも週1回は情報交換していると回答している¹⁷⁾。

第2に、VCシンジケートの組成である。大きな資金力を持つメガVCもあるが、その多く

は小規模な VC であるため、VC は投資に当って、リスクを分散させるためにシンジケートを組織することが一般的である。シンジケートは平均して4つの VC から組成されるが、顔ぶれがほぼ固定されることが多い。これは VC 間での利害対立を避けることと、次にみるステージド・ファイナンスの下では、事業の将来性に関する見通しの違いから次のステージへの参加を見送るなどの問題を最小限に止めることが目的である¹⁸⁾。ステージが進み、事業の将来性についての不確実性が低減するにつれ、新たに参加する VC もいるが、もちろん逆の場合もある。シンジケートのリード VC はこれらの VC の動きが外部への重要なシグナルとなるから、重大な関心を持っている。

第3に、ステージド・ファイナンスである。最初からまとめて資本を提供すれば、事業がうまくいかなかった時のダメージが大きい。それを避けるために、何回かに分けて投資を行うのである。以前はステージ A から始まりせいぜいステージ C ぐらいで IPO に漕ぎつけていたが、最近では IPO までの期間が延び、それに伴いステージも伸びている¹⁹⁾。

第4に、資金調達に当って発行される各種の証券の種類である。この中には、2000年代以降増加しているデュアル・クラス・シェアがあるが、これは創業者が経営権を維持し続ける動機から複数の議決権を付与した株式を発行するものである。VC にとってはリスクを避けるために、配当、償還や清算の際の優先権が問題であり、スタートアップはそれに沿うために優先株や転換負債を発行する。

最後に、経営への参加である。VC から取締役を派遣したり、人的な資源に余裕がない場合には適任と判断した社外取締役を推薦する。

これらの内容は、タームシートにその詳細が記され、VC とスタートアップの間でそれに基づき契約が取り交わされる²⁰⁾。

近年の特徴的な傾向としては、初期投資額の減少とガバナンス面での縛りの緩和（つまり、取締役派遣の減少）が指摘されている。前者については、2006年のアマゾン・ウェブ・サービス（AWS）の開始にともないクラウド・コンピューティングが普及し、事業開始にあたってサービスのアウトソーシングによりハードウェアへの投資が削減できるようになったことが大きいという。また、後者は VC が手掛ける投資案件が増加するにつれ、人的資源が対応できなくなったことを示している²¹⁾。VC が投資している企業とのコミュニケーションを以前よりもより一層重視するようになってきているのはこの面での補強を意図したものであろう。

かくして、環境変化にともなう VC の戦略的な対応は、これまでよりも少額の投資額で手掛ける案件を増やししながら、より地理的に近い場所に所在するスタートアップとのコミュニケーションを強化する志向性を強めているといえる。

3. VC 投資と出口（エグジット）

ハイリスク・ハイリターン性格を持つ VC 投資にとって、その回収は投資を円滑に循環させていくためには決定的に重要である。これが VC にとって IPO が「成功のゴールド・スタンダード²²⁾」といわれる所以である。

しかし、歴史的にみると、2001年以降は VC の投資件数に対して IPO と M&A（2010年以降は買収とバイアウトに分けている）の件数は10%前後に過ぎない（図表3および4を参照）。また、エグジットの内訳をみると、2000年頃ま

アメリカにおける非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）について

図表3 VC投資件数とエグジットの内訳（1）、2001-2009年

年 内訳	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	総計
VC投資件数	4,543	3,155	2,986	3,141	3,190	3,746	4,018	4,004	2,893	31,676
M&A	353	318	291	339	347	363	305	201	244	2,761
IPO	41	22	29	93	56	58	86	6	12	403
出口取引総数	394	340	320	432	403	421	391	207	256	3,164
VC投資件数に 対する割合(%)	8.7	10.8	10.7	13.8	12.6	11.2	9.7	5.2	8.8	10.0

〔出所〕 Saints Capital Services, LLC [2010]。

図表4 VC投資件数とエグジットの内訳（2）、2010-2020年

年 内訳	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	総計
VC投資件数	5,526	6,889	8,020	9,471	10,659	11,270	10,113	10,963	11,398	12,336	12,546 ^注	109,191
買収	611	633	729	726	814	827	786	743	802	830	699	8,200
IPO	46	53	62	100	149	93	55	72	102	105	136	973
バイアウト	68	65	88	98	143	136	114	181	215	216	216	1,539
出口取引件数	725	751	879	924	1,106	1,056	955	996	1,119	1,151	1,051	10,713
VC投資件数に 対する割合(%)	13.1	10.9	11.0	9.8	10.4	9.4	9.4	9.1	9.8	9.3	8.8	9.8

〔注〕 一部、推計を含む

〔出所〕 PitchBook/NVCA [2021], *Venture Monitor*, First Quarter, より作成。

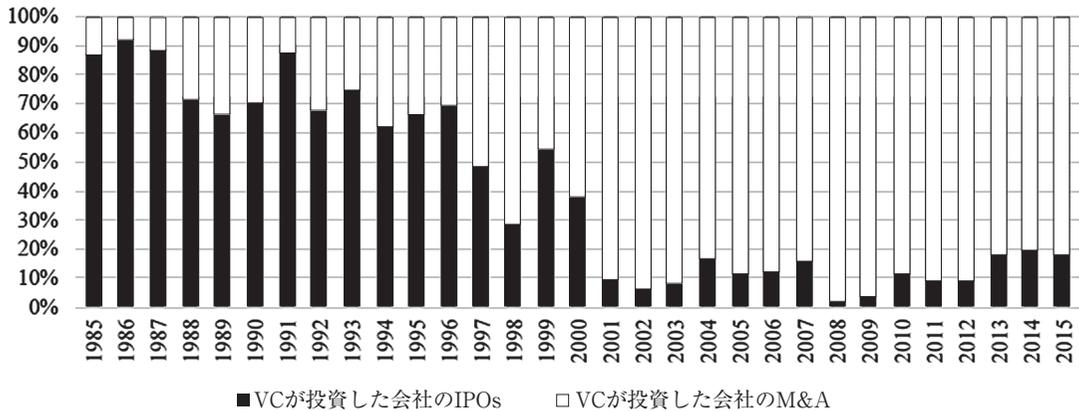
ではIPOが40-90%を占めていたが、それ以降は10%以下から20%程度にまで低下している（図表5を参照）。エグジットの広さがVCの投資活動を左右することはいうまでもない。ただし、VCへのヒアリング調査では、M&Aの一部はIPOまで持ち続けることができず、事業の将来性を評価してくれる業者に買い取ってもらうケースもあり、IPOのように高値で出口に到達できないケースも相当数あるといわれる。部分的な売却であるバイアウトの場合には、そのようなケースがもっと多いと推定される。

エグジットの動向は資本市場の動態に直接、規定される。その良い例は、1990年代後半から2000年代初めのITバブルの時期で、企業名にドットコムという名前がついたり、IT関連を

連想させる社名がついた株式にはIPOの際に高い初値が付いたのである。同様に、1980年代後半のM&Aブームの際には、ジャンク・ボンド市場での資金調達によって豊富な買収資金がM&A活動に投じられた。当時のレバレッジド・バイアウトは買収資金の8-9割が負債で調達され、公開会社であれば一旦、非公開化され、リストラや資産の一部売却を経て数年後に再上場されることが多かった。ところが、1997年からIPO件数は激減するが、これは資本市場の短期的な変動によるものではなく、株式市場の構造変化が背景にある。

しかし、2000年代以降のM&Aの盛行は競争政策にとって重大な問題を孕んでいる²³⁾。新興企業の買手はマイクロソフトやGAF（グーグル、アマゾン、フェイスブック、アップル）

図表5 エグジットの内訳, IPO と M&A



原資料：NVCA, *Year Book*, 2014 and 2016

〔出所〕 Lemley and McCreary [2019]。

と呼ばれる巨大 ICT 企業である。例えば、創業から10年間で買収した企業数とそれに投じた金額をみると、グーグル、85社、約100億ドル、フェイスブック、78社、約250億ドルである。これに対して、GAF A 台頭以前の主要 ICT 企業の一つであるオラクルは取締役会が買収に反対したために、創業から9年目にして最初の買収を行った。また、マイクロソフトは32社、約10億ドルであり、グーグル、フェイスブックと比較すると金額は一桁少ない。しかし、この両社とも近年では、M&A を事業拡大戦略の主要な手段としている。

これらの巨大 ICT 企業の目的は、端的に言って競争上、将来の自社の脅威となりそうな競合企業を取り込み、新しいアイデアや技術を吸収したり、早い段階でその芽を摘み取っておくことであろう。例えば、2012年4月にフェイスブックは創業2年目のインスタグラム (Instagram) を10億ドルで買収した²⁴⁾。インスタグラムの従業員はわずか13人であった。また、同社は2年後にホワッツアップ (WhatsApp) を190億ドルで買収した。従業員は55人である。

買収された両社に共通しているのは、ほとん

ど有形資産 (hard asset) を保有していないことと収益もほとんどないことである。従って、事業への投資額もそれほど多くなかった。ホワッツアップの場合、創業者とその友人による25万ドルが創業時の出資額である。VC のセコイア・キャピタルが2011年に800万ドル投資し、その後、5,000万ドルを追加的に投資している。フェイスブックに買収された時点での同社の外部から調達された資本は5,750万ドルであったから、買収金額は300倍以上であったことになる。セコイアは約2年間でそれだけのリターンを手にしたことになる。これが VC による投資の華やかな側面である。

こうした近年の IPO や M&A の世界での企業評価は、以前とは大きく異なっている。例えば、小売企業のベストバイ (Best Buy) が1987年にニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場した時には、24店舗、2億3,900万ドルの売上げ、700万ドルの利益であった。そもそも有形資産、過去の実績 (トラック・レコード)、プラスの利益がなければ上場基準をクリアできなかったし、IPO は分かりやすく、成長戦略も理解しやすいものであった。しかし、近年では

アメリカにおける非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）について

決して非典型的とはいえないインスタグラムやホワットアップのビジネスモデルは容易には理解しづらい。インスタグラムの場合には、その不確実性を理由に、大手 VC の一部が追加的なラウンドの出資を断っている。

このように、現代のアメリカ資本市場で生起している様々な様相を理解するためには、企業評価やそれを裏づける ICT 企業のビジネスモデルにまで踏み込んだ検討が必要である。巨大 ICT 企業による活発な M&A 活動も産業政策上の観点からの検討が求められる。

Ⅲ. 非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）の形成と発展

IPO と公開会社の減少、時価総額が10億ドルを越えるユニコーンの増加という一連の現象は株式市場の変貌の現れである。しかし他方では、それにともないその流動性に対するニーズも強まり、非公開会社株式の流通市場の形成、投資家層の参加も増加している。

1. 新規公開（IPO）の減少

IPO 数は、1999年以前には年間547件であったが、それ以降2011年まではその半分以上の192件、さらにその後2020年までは年間133件まで減少している²⁵⁾。

これほど長期にわたって IPO の減少傾向が続いている原因は何か。この問題は広く注目されてきたため、様々な視点から分析が行われてきた。拙稿でも取り上げ、問題を株式市場の構造変化との関連で分析する必要があることを指摘した。その後、Chemmanur *et al.* [2020] がこの問題について包括的な実証分析を行って

いる。タイトルは「IPO 消滅のパズル」というややセンセーショナルなものであるが、内容は株式市場のデータベースの分析に依拠した堅実なものである²⁶⁾。

彼らはこの問題についてこれまで指摘された原因について5つの仮説を提示し、その妥当性を検証する。それは、

(A) 仮説1：経済の弱体化

成功裡にエグジットにまで到達できる業績の良い新興企業が減少したことが原因である。

(B) 仮説2：製品市場での競争に対する敏感性

単体としての公開会社は2000年代以降、製品市場での競争にさらされ生き残りが難しくなっている。このため、M&Aにより大手企業の傘下に入り生き残りを図ろうとする。これがIPOの減少をもたらしている。

(C) 仮説3：非公開会社に対する豊富な投資資金

1990年代後半以降の私募に対する規制緩和により、創業資金の豊富な供給が可能になり、IPOを急がなくなった。

(D) 仮説4：公開会社の金融的メリットが小さくなった

2002年以降、セルサイドのアナリストのカバレッジ率が低下したため、公開会社になることによる「情報の非対称性」の解消の効果が小さくなった。また、サーベンス・オクスレー(SOX)法などの規制強化により公開化によるコストが上昇した。

(E) 仮説5：情報秘匿の重要性

2000年代初頭から無形資産の重要性が高まり、公開会社になればその情報を開示する義務が生じるために、非公開会社に止まるか、M&Aによって大手 ICT 企業の傘下に入るこ

とを選択し、それがIPOの減少につながった。

これら5つの仮説について実証的に検証した結果、まず小規模企業の間でIPOへの志向性が低下していることがIPO減少の原因ではないことが確認できたという。そして、非公開会社数、エグジットの基準を満たした非公開会社数は2000年以降はそれ以前と較べて増加し、平均的な質（全要素生産性（TFP, Total Factor Productivity）（全体の生産量の変化率から労働や資本の変化率を引いたもの）、売上高、雇用などでみた）も増加していることから、仮説1は棄却されると結論している。

次に、高い全要素生産性（TFP）の非公開会社ほど公開意欲が強く、M&Aによって大手企業の傘下に入ることを忌避していることから、製品市場での競争に対する敏感性がIPOの減少に寄与しているという仮説2は強く支持される。VCの投資が多い企業ほどIPOへの志向性が低いことから、豊富なVCの投資資金の存在がIPOの減少に寄与しているという仮説3は支持される。

アナリストのカバレッジ率の低下による情報の非対称性の解消効果と規制強化による公開化にともなうコストの増加という仮説4と、情報秘匿の重要性の上昇という仮説5については、はっきりとした結果はえられなかったとしている。その上で、「IPO消滅のパズル」(disappearing IPO puzzle)は様々な次元での要因—特に、製品市場の変化と非公開会社に対する資金供給の増加—によって引き起こされた複雑な現象であり、JOBS法のような立法措置によってIPO市場が活性化することは望めないであろうと結論している。

以上の実証分析に基づく結論は、IPOの減少が株式市場の構造変化を背景としているという

点で基本的に納得のいくものである。特に、テクノロジー関連事業の性格の変化や製品・サービスの競争構造の変化を主要な要因として析出したことは高く評価される。ただ、仮説5の情報公開の忌避という要因についての妥当性について留保されていることについてはやや物足りなさが残る。今後の課題であろう。

2. 非公開株式流通市場へのニーズ

シリコンバレーのスタートアップ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。それ以上に、創業資金の調達に苦勞しているために、従業員の給与の一部を株式で支払ったり、弁護士への支払いを株式で行ったりしている。このような慣行の下では、株式は日常生活の中に自然に入り込んでいるといえる。もちろん、それほどではないにしろ、それ以外の地域でも起業が盛んな地域では同じような傾向がみられる。

また、VCのスタートアップへの投資の性格からみて、予想に反して予定通りIPOやM&Aによるエグジットまで到達できない場合、あるいは事業が軌道に乗るまでもう少し時間がかかりそうな場合は少なくないであろう。特に、機関投資家の投資はVCファンドへのリミテッド・パートナー（LP）として10年程度の投資期間であるため、その時期が迫ってくると、保有している証券の処分には迫られる。このような事情はジェネラル・パートナー（GP）としてVC投資に無限責任を負っているVCにとってはおもっと切実である。

さらに、従業員が転職などによって会社を離れる時に、その持株を処分するニーズが出てくる。あるいは、何らかの事情で資金が必要になった時に、持株を売却する必要が出てくる。

アメリカにおける非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）について

しかし、知名度が低く関連した情報もほとんど手に入らない株式を売却して資金化しようと思ってもほとんど不可能である。あるいは、大幅にディスカウントされた価格でしか現金化できないであろう。例えば、上場会社が上場廃止になれば、流動性が落ちるため最低でも20%前後の非上場ディスカウントを甘受せざるをえない。この場合には、財務情報などのトラック・レコードがあるため、取引価格を算定するためのある程度の情報が存在するが、最初から非上場である場合には、まったく信頼できる情報がないから、ディスカウント幅も大きくならざるをえないであろう。

このような不利益を少しでも解消するために、2010年前後から非公開株式の流通の仕組みが構築され始めた²⁷⁾。最初に、2004年にセカンドマーケット（SecondMarket）、そして2009年にシェアポスト（SharesPost）が非公開株の取り引きをスタートさせた。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た。

2012年にはカルタ（Carta）（最初の社名イーシェアーズ（eShares）から社名変更）、2013年にはエクイティゼン（EquityZen）、翌2014年にはエクイデート（Equidate、2019年にフォージ・グローバル（Forge Global, Inc.）に社名変更）がスタートしている。そして、2015年にはナスダック・プライベート・マーケットがセカンドマーケットを買収している。また、2020年11月には、フォージ・グローバル

とシェアポストが統合している。

このように、2010年前後から続々と非公開株を取引するプラットフォームが立ち上げられている。これらのプラットフォームでは、2010年代後半以降、急増している時価総額10億ドル以上のユニコーンの株式も取引されており、流動性を提供する役割を果たしている。また、そこで形成される株価は十分な需給のマッチングによるものではないとはいえ、将来のIPOの際には一定の指標の役割を果たしているようである²⁸⁾。これらのプラットフォームの直近の状況は図表6に整理している。

これらに加えて、業者の間では2011年以降、非公開株の取引プラットフォームを構築する動きが相次いでいる。これらは浮沈が激しく、網羅的にあげることはできないが、ウエッドブッシュ証券（Wedbush Securities）とゲート・テクノロジー（Gate Technology）を除いては、機関投資家向けのプラットフォームで、エクスペート・テクノロジー（Xpert Technology）、カンター・フィッチェジェラルド（Cantor Fitzgerald）、リクイドネット（Liquidnet）、ナイト・キャピタル・グループ（Knight Capital Group）などがある。

また、ダイレクト・セカンダリーとして、非公開会社株への投資を専門にするVCも現れている。これらは時期的には2000年前後から現れ、インダストリー・ベンチャーズ（Industry Ventures）、ミレニアム・テクノロジー・バリュー・パートナーズ（Millennium Technology Value Partners）、セイント・キャピタル（Saint Capital）、Wキャピタル・パートナーズ（W Capital Partners）が大手4社といわれている。

これよりも早くVCファンドのLPの持ち分を買収するVCも現れている。この主要な業者

図表6 非公開株式の取引システム, 2020年

	取引総額	取引件数	会社数
NASDAQ プライベート・マーケット ¹	290億ドル	15,350	90
シェアポスト (SharePost) ²	3億ドル以上	392	34
カルタ (Carta)	不明	不明	不明
フォージ・グローバル (Forge Global, Inc.) ²	77.4億ドル以上	4,750	不明
エクイティゼン (EquityZen)	5,000万～1億ドル	2000～2500	250

(注) 1) 2004年に非公開株式の取引プラットフォームとしてセカンドマーケット (SecondMarket) が創設される。2015年にNASDAQがこれを買収し、同プラットフォームを子会社にした。取引件数は2013年の数字 (Larcker *et al.* [2018]) である。

2) 2019年1月に、エクイデート (Equidate) から社名変更。翌2020年11月にシェアポストと統合した。同社の各数字はその際のプレスリリースで発表されたものであるが、取引件数はLarcker *et al.* [2018] による2013年の数字である。また、「シェアポスト」の数字は統合前の数字である。

[出所] Larcker *et al.* [2018], および各社のHPより作成。

は、コラー・キャピタル (Coller Capital), ハーバーベスト・パートナーズ (HarbourVest Partners), パンセオン・ベンチャーズ (Pantheon Ventures), ポール・キャピタル (Paul Capital) である²⁹⁾。

IPOの減少, ユニコーンの増加によって、非公開株の流通市場は拡大しているが、市場規模はそれほど大きくはない。逆に、流通市場の拡大によって一定の流動性が確保され、ユニコーンの増加に結び付いている側面がある。いずれにしろ、業者の顔ぶれは頻繁に入れ替わっている³⁰⁾。

情報が断片的であるため、これら全体の取引額は正確には分からない。非公開株式の取引システム (図表6) をみても十分な情報開示が行われていないため、市場参加者側からの数字に頼らざるをえない。主要取引業者 (VC) のインダストリー・ベンチャーは、2019年第2四半期にユニコーンが187社、評価額が6,000億ドル以上、セカンダリー・マーケットはダイレクト・セカンダリー投資が387億ドル、LP持分が75億ドルで、合計すると450億ドルを越えると

推計している (ちなみに、2018年は350億ドル)³¹⁾。繰り返しになるが、ヘッジファンドやバイアウト業界と較べて一桁以上少ない。

一般的にいえば、組織された取引市場は取引費用 (transaction cost) (取引相手を探す探索費用, 取引相手と交渉し合意するための交渉費用, 語彙内容を確認するための契約費用, 契約内容の履行状況を監視するための監視費用など) を節減する効果を持つ。歴史的に、証券取引所は会員制度と上場制度によって、取引参加者の身元保証と銘柄の品質管理を行うことによって、信用できる取引相手と一定の品質の上場証券を取引することによって、取引にともなう社会的コストを縮減してきた。最も初期のプラットフォームといえる。それに加えて、長い期間をかけて整備されてきた情報開示、不正取引に対する規制と制裁などの体系が整備され、あらゆる投資家が公平な条件で自由に取引できる環境が整備されてきた。

非公開株の流通市場も将来の発展を展望するならば、それにできる限り近いスキームを整備することが望ましい³²⁾。

終りに

アメリカでは、投資規模は相対的には小さいにもかかわらず、ベンチャー・キャピタル（VC）が歴史的にスタートアップの育成、雇用の創出、研究開発（R&D）投資などに大きく寄与してきた。VCはスクリーニング（事業の精査と選択）、モニタリング（事業の監視）、エグジット（投資の回収）というVCサイクルを遂行することによって、事業の新陳代謝を通じて経済の活性化に貢献してきたのである。

スタートアップは極めて不確実性が大きいいため、VCは固有のリスク管理の仕組みを構築し、エグジットであるIPO（株式の新規公開）に到達することを目標としてきた。

このため、1990年代後半以降のIPOの長期的な減少傾向は、VCサイクルに大きな影響を及ぼしている。それを補完するM&Aがエグジットとして役割を強めているが、非公開会社のまま留まる期間が長くなるにつれ、VCの資金繰りの問題や、スタートアップの創業者や従業員の特株に対する流動性問題が切実になってきた。

この問題に対する対応として、2010年前後から非公開株の流通市場（セカンダリー・マーケット）が創設され、発展してきた。また、VCの特株やファンドのLP（リミテッド・パートナー）の特株を買い取る証券会社やVCが登場してきた。こうした進展により、ユニコーンの増加が支えられている面がある。

ユニコーンがいつまでも非公開を続けるとは考えにくい、「第3のエグジット・オプション」としての非公開株式の流通市場の果たす役割は大きい。

注

- 1) スタートアップに必要な資金調達状況については、Shane [2008]；谷口他訳 [2011] を参照されたい。同書はアメリカの起業環境について広く抱かれている「幻想」について検証している。
新規事業数の推移については、Doidge *et al.* [2015], Table 3, VCの投資割合についてはKaplan and Lerner [2010], を参照されたい。
- 2) Puri and Zarutskie [2012]
- 3) Gompers and Lerner [2001], p.148。なお、アメリカのVCの歴史については、Nicolas [2019], Lerner and Nanda [2020] を参照されたい。
- 4) Gompers and Lerner [2001], p.148, Figure 1。より詳細にみると、1985-89年と2015-19年を比べると、テレコミュニケーション、ネットワーク、ハードウェアなどへの投資が減少する一方で、ソフトウェア、消費者および事業向け製品（金融サービス、ヘルスケア・サービス、ITサービス、メディア・エンターテインメント・流通など）への投資が増加している（Lerner and Nanda [2020], Exhibit 4）。
- 5) Kupor [2019]；庭田訳 [2020], 50頁
- 6) VCのリターン分布については、Kupor [2019]；庭田訳[2020], 第2章、に依拠している。
- 7) Gompers *et al.* [2016]
- 8) Moritz *et al.* [2021]
- 9) Gompers *et al.* [2016]
- 10) Gompers *et al.* [2016], Table 5
- 11) Gompers *et al.* [2016]。VCのタイプ別にみた各収益指標の利用状況については、Table 11を参照されたい。
- 12) Fatima Yasmine [2011], “Naval Ravikant:Twitter, Bubbles, New York and Start Fund [Interview Part 2]” *TNW*, February 22
- 13) Kerr *et al.* [2011]
- 14) Moritz *et al.* [2021]
- 15) Tian [2014]
- 16) Bernstein *et al.* [2016]。Kang *et al.* [2019] も同様の分析を行っている。
- 17) Gompers *et al.* [2016], Table 21。フェイス・トゥ・フェイスの接触の頻度が情報の非対称性の解消に貢献しているという分析として、Chen *et al.* [2009], Bernstein *et al.* [2016], Kang *et al.* [2019] がある。
- 18) Nanda and Rhodes-Kropf [2018]。Gompers *et al.* [2016] は、VCがシンジケーション組成の目的として、資本の強化、専門性の補完、リスク分散の重要性を上げている（Table 20）。
- 19) VC投資会社の創業からエグジットまでの期間は、2000年代初めまでは3-4年であったが、最近では7年まで伸びている（Ibrahim [2012]）。また、テクノロジー企業については、1990年代後半の約6年（全体の平均より1年短い）から、2015-18年には12年に伸びている（全体の平均より2年長い）（原資料はJ.R.RitterのIPO関連資料、Lemley and McCreary [2020]）
- 20) Kupor [2019]；庭田訳 [2020] には、Appendix（付録）としてタームシートのひな型が掲載されている。
- 21) Ewens *et al.* [2015]

引用・参考文献

- 22) Ibrahim [2012]
- 23) 以下のM & Aに関する数字は、Lemley and McCreary [2019]による。
- 24) フェイスブックによるインスタグラムとホワッツアップの買取については、Stulz [2019]を参照されたい。
- 25) 2011年までは議会調査局の資料、2012年から2020年まではリッター (Jay R.Ritter) のIPO関連のデータベースによる (佐賀 [2019], 図表4を参照)。
- 26) 佐賀 [2019]。Chemmanur *et al.* [2020]
- 27) これをVCは「第3のエグジット・オプション」と呼んでいる (Swidens [2008])。以下、非公開株の取引プラットフォームの情報については、Pollman [2012], Livne [2012], Milanese [2019] の他、各業者のホームページを参照した。
- 28) Livne [2012] はIPOによってナスダックへの上場を果たしたテスラ (Tesla Motors), リンクドイン (LinkedIn) など5社の、公開前のシェアポストでの株価と上場後の株価を図示している (Figure 7~11を参照)。ジンガ (Zynga) を除いては、すべて公開後の株価の方が高く、その差は非上場ディスカウントとみなすことができよう。反対に、ジンガの場合には、過大評価ということになる。
- 29) Ibrahim [2012], Live [2012]。このうち、エックスパート・テクノロジーはATSとして認可を受けている (Mendoza and Vermeulen [2011], note 78)。
- 30) 2000年以前には、非公開株の買取りは二次買取り (セカンダリー・パーチェス (secondary Purchase)) と呼ばれていた。筆者が初めてこの言葉を聞いたのは、ITバブル真っ盛りの1999年にサンドヒル・ロード (パロアルト) 所在のVCを訪問した時であった。内容が良く分からなかったで、聞き返した記憶がある。
- 31) Swidens H., Hwang V., and Laszlo N. [2019], “How Big Is the Secondary Market for Venture Capital?”, *Industry Ventures*, October 25
- 32) Larcker *et al.* [2018] は、非公開株式会社について、株式形態での報酬を受ける役職員の範囲、売却の契機、その承認の必要性、またシェアポストでの売手と買手の内訳を明らかにしている。取引件数で売手の95%, 買手の81%が個人投資家、取引金額では、売手の87%, 買手の74%を個人投資家が占めていることは意外である。個人の平均取引額は25万4,000ドル、機関投資家のそれは73万1,000ドルであり、個人の平均取引金額が多いのに驚かされる。しかも、個人の持株の売却はその77%が役職員の離職がきっかけであるという。
- 小口の個人投資家も自由に取引に参加できる国法取引所とは異なり、これらの市場は一定の資産額と所得額を満たした「自衛力認定投資家」(accredited investor) による取引なので、それなりに高い資産と収入の個人投資家しか参入できないし、シェアポストの場合には、10万ドル以上の取引で売手と買手とからそれぞれ5%の手数料を課し、10万ドル以下の取引には一律5,000ドルの手数料を課しているで、相当まとまった金額の取引でないとかかなり高いコストになる (Milanese [2019]) という事情もあるようである (私募をめぐる規制の変遷と「自衛力認定投資家」については、佐賀 [2019] を参照されたい)。
- 佐賀卓雄 [2019], 「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」, 『証券経済研究』第108号, 12月
- Bernstein S., Giroud X., and Townsend R.R. [2016], “The Impact of Venture Capital Monitoring”, *The Journal of Finance*, Vol.LXXI, No.4, August
- Chaplinsky S. and Gupta-Mukherjee S. [2010], “The Decline in Venture-backed IPOs: Implications for Capital Recovery”, in *Handbook on Academic Research on IPOs* (Forthcoming) (<http://ssrn.com/abstract=2199097>)
- Chemmanur T., He J., Ren X., and Shu T. [2020], “The Disappearing Puzzle: New Insights from Proprietary U.S.Census Data on Private Firms”, October (<https://ssrn.com/abstract=3556993>)
- Chen H., Gompers P., Kovner A., and Lerner J. [2009], “Buy Local? The Geography of Successful and unsuccessful Venture Capital Expansion”, *NBER*, Working paper 15102
- Cumming D. and Johan S. [2008], “Information Asymmetries, Agency Costs and Capital Exit Outcomes”, *Venture Capital, An International Journal of Entrepreneurial Finance, Forthcoming* (<https://www.researchgate.net/publication/228235861>)
- Doidge C., Karolyi A., and Stulz R. [2017], “The U.S. Listing Gap”, *Journal of Financial Economics*, Vol.123, Issue 3, March
- Ewens M., Nanda R., and Rhodes-Kropf [2015], “Cost of Experimentation and the Evolution of Venture Capital”, *Harvard Business School*, Working Paper 15-070, March
- 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”
- Gompers P., Gornall W., Kaplan S.N., and Strebulaev

- I.A. [2016], “How Do Venture Capitalists Make Decisions?”, *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, Working Paper, No.477/2016, August
- _____ and Lerner J. [2001], “The Venture Capital Revolution”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No.2
- Gornall W. and Strebulaev I.A. [2015], “The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies”, *Stanford Graduate School of Business Research Paper*, No.15-55, November 1
- Hellman T. And Puri M. [2002], “Venture Capital and the Professionalization of Start-ups Firms: Empirical Evidence”, *The Journal of Finance*, Vol.LVII, No.1, February
- Ibrahim D.M. [2012], “The New Exit in Venture Capital”, *Vanderbilt Law Review*, Vol.65, No.1
- Kang J-K., Li Y., and Oh S. [2019], “Geographic Concentration of Venture Capital Investors, Corporate Monitoring, and Firm Performance”, May 24
- Kaplan S.N., Sensoy Ba., and Strömberg P. [2007], “Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms Early Business Plans to Public Companies”, August
- Kaplan S.N. and Lerner J. [2010], “It Ain’ t Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.22, No.2
- Kerr W.R., Nanda R., and Rhodes-Kropf M. [2011], “Entrepreneurship as Experimentation”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.28, No.2
- Kupor S. [2019], *Secrets of Sand Hill Road*; 庭田よう子 [2020], 『VCの教科書—VCとうまく付き合いたい起業家たちへ—』 東洋経済新報社
- Larcker D.F., Tayan B. And Watts E. [2018], “Cash-ing It in”, *Stanford Closer Look Series*, Sep.12
- Lemley M.A. and McCreary A. [2020], “Exit Strategy”, (<https://ssrn.com/abstract=3506919>)
- Lerner J. and Nanda R. [2020], “Venture Capital’s Role in Financing Innovation: What we Know and How Much We Still Need to Learn”, *Harvard Business School*, Working Paper 20-131
- Livne O [2012], “Secondary Markets for Private Company Shares: Marketplace Overview and Predictive Capability”, April
- Mendoza J.M. and Vermeulen E.P.M. [2011], “The ‘New’ venture Capital Cycle (Part I) —The Importance of Private Secondary Market Liquidity—” *Topics in Corporate Law & Economics*, 2011- 1
- Milanesi D. [2019], “The Rise of the Secondary Trading of Private Company Shares in the United States, Europe, and the United Kingdom: New Opportunities and Unique Challenges”, *TTLF Working Papers*, No.46
- Moritz A., Diegel W., Block J., and Fisch C. [2021], “VC Investors’ Screening: The Role of the Decision Maker’s Education and Experience”, *Journal of Business Economics*, April (<https://doi.org/10.1007/s11573-021-01042-z>)
- Munster B. [2019], “Secondaries Primer Part 1-4”, April 4, April 14, April 22, May 14
- Nanda R. and Rhodes-Kropf M. [2018], “Coordination Frictions in Venture Capital Syndicates”, *Harvard Business School Working Paper*, 17-089, October
- National Venture Capital Association (NVCA), *Venture Impact —The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S.Economy —*, 5th Ed.
- Nicholas T. [2019], *VC -An American History-*
- Perry V. and Chang J. [2018], *A Primer for Today’s Secondary Private Equity Market, Strategic Partners*, Quarter 2
- Pollman E. [2012], “Information Issues on Wall

- Street 2.0", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol.161:179
- Puri M. and Zarutskie R. [2011], "On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-financed Firms", *Journal of Finance*, 67
- Saints Capital Services, LLC [2010], *A Guide to Secondary Transactions: Alternative Paths to Liquidity in Private Companies*
- Schwiebacher A. [2008], "Innovation and Venture Capital Exits", *The Economic Journal*, 118, November
- Shane S.A. [2008], *The Illusions of Entrepreneurship—the Costly Myths that Entrepreneurs, Investors, and Policy Makers Live—*, 谷口功一,
- 中野剛志, 柴山圭太訳 [2011], 『<起業>という幻想—アメリカン・ドリームの現実—』白水社
- Smith G. [2005], "The Exit Structure of Venture Capital", 53 *UCLA Law Review* 315
- Stulz R.M. [2019], "Public versus Private Equity", *European Corporate Governance Institute (ECGI), Working Paper*, 640/2019, November
- Swildens H. [2019], "Venture Capital secondary Funds – The Third Exit Option" *Industry Ventures LLC*
- Tian X. [2010], "The Causes and Consequences of Venture Capital Stage Financing", *Journal of Financial Economics*, *Forthcoming*

(当研究所名誉研究員)