

ユニコーンを産み出す米国資本市場の変遷

若園智明

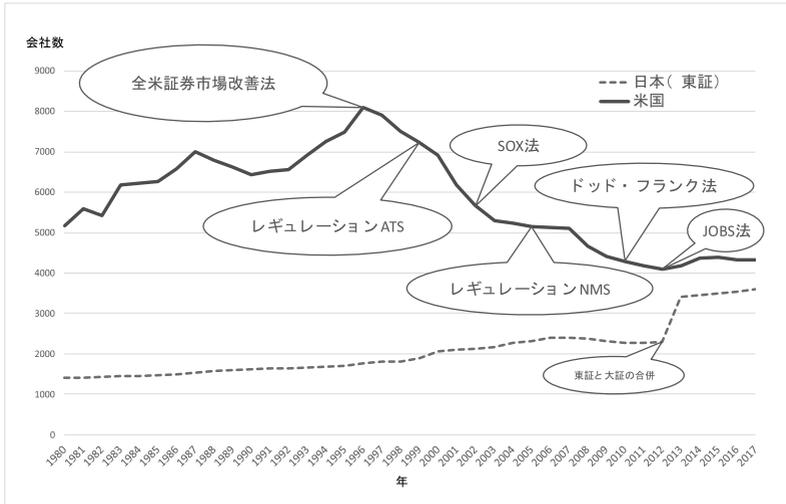
はじめに

米国を観察すると、上場会社数の減少や株式の新規上場（IPO）の低迷などが問題視されており、一見すると資本市場の機能が減衰しているかのようにみえる。その一方で、金融危機後の米国経済を牽引したグーグル、アップルやアマゾンなどの巨大資本を有するネット技術系企業（GAF A）の他に、ユニコーン（Unicorn）と呼ばれる新興企業が米国内で産み出されている。

ユニコーンとは、未上場にもかかわらず時価総額が一〇億ドルを超える新興企業を指す造語であるが、二〇一九年には自動車配車を本業とするUber（Uber Technologies）を筆頭に、複数のユニコーンがIPOに臨むことも予想されている。なぜ米国は、グーグル等のGAF Aに加えて多数のユニコーンを産み出すことができるのだろうか。

シリコンバレーを中心として、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、成長力のある新興企業の発展段階に適した

図表1 上場会社数の推移



(Source) World Federation of Exchanges.

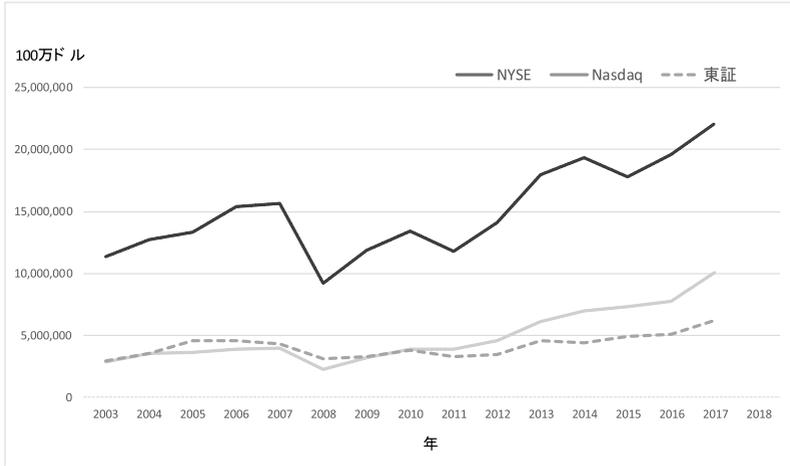
資本を提供可能とする市場システムが存在することは無視できない。本稿は、米国の資本市場の現状と変遷を観察するが、特に私募市場に注目し、同市場の近年の発展について若干の分析を加える。ただし、金融危機以降に各国中央銀行が実施した量的緩和政策等により投資資金の余剰状態が続いていることが私募市場にも多大な影響を与えていることを最初に留め置く。

一、公開市場の全体像

(1) 公開市場の変化

図表1は上場会社数の推移である。米国の上場会社数は一九九六年末の八、〇九〇社をピークに減少に転じ、二〇一八年末では、四、三九七社となっている。増加傾向にある日本（東証）とは対象的である。さらに国内会社のみに絞ると、二〇

図表2 主要証券取引所の時価総額（12月末時点）



(Source) World Federation of Exchanges.

一七年末時点での米国の上場会社数は三、六一八社であり、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の推移（図表2）をみると、金融危機時に大きな毀損があったものの、米国の二大国法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。

上場数が少なくなる一方で個社が大規模化している事実から、米国の公開市場は従来よりも選別された会社を扱う市場（上場基準に変化はない）へと位置づけを変化させているのではないか。

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を求めることができる。IPOについては次項で扱うため、先に後者の上場廃止について。一九九七年から二〇一二年の期間を分析した学術研究によると、この期間の上場廃止理由の五九・五％が合併であった。この比率は以前よりも高まっている。つまり、上場会社間のM&A

の高まりが上場会社数を減少させるとともに、個別の時価総額を増加させる要因の一つとなっている。

このM&Aと時価総額の関係は、株主の変化を合わせて考えるとわかりやすい。一九四〇年代は上場会社の株式の大半を家計が保有していたことが知られているが、次第に機関投資家の持株比率が上昇し、一九八一年で上場会社の株式の三二%を機関投資家が保有、その比率は二〇〇六年で五七%、二〇〇八年では八〇%まで増加している。また、普通株式の一〇%以上を保有する機関投資家がいる上場会社の比率も、一九八〇年に一一・九%であったものが、一九九五年に一九・五%、二〇一五年では三二%まで増えている。

米国の公開市場は、従来よりも選別された会社が上場し、プロ投資家により株主権が行使される市場へと性質を変えていると言える。では、何が

このような変化を引き起こしたのであるのか？

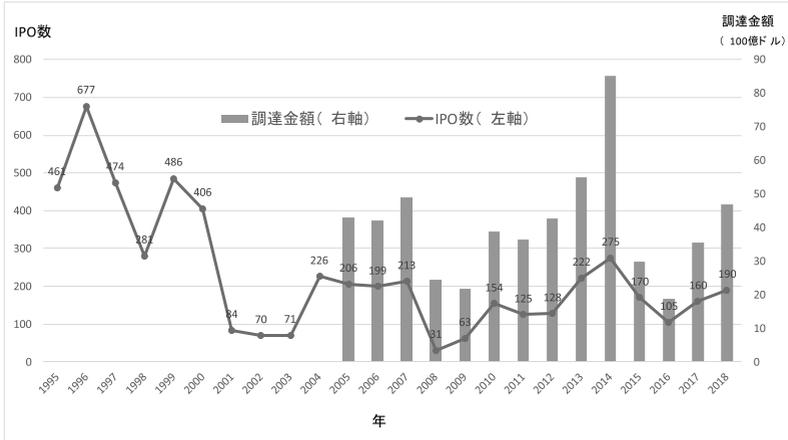
前掲の図表1で、一九九六年以降に施行された主な法規制を添付した。これらの中で、二〇〇二年のSOX法はエンロン社やワールドコム社等の企業不祥事に対応し、また、二〇一〇年のドッド・フランク法は金融危機に対応した規制強化を目的とする。これら二つの連邦法は特に上場会社にかかる新たな規制を導入した。対して、一九九六年の国内証券市場改善法と二〇一二年のJOB S法は、私募市場の規制を見直している。後述するようにJOB S法には、IPOの促進策も含まれている。

これら相反する複数の連邦法が及ぼす影響を整理してみよう。

(2) 株式の新規上場（IPO）と法規制

米国におけるIPOの低迷は、政策課題である

図表3 IPO数と調達金額



(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。

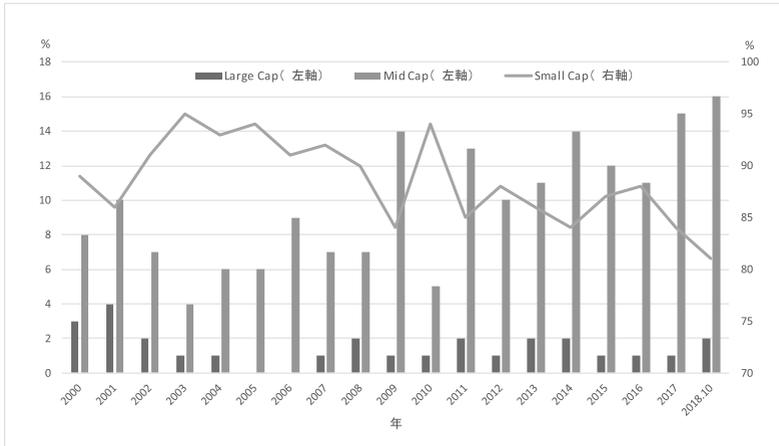
ばかりでなく学術研究の対象ともなっている。

図表3から明らかのように、上場会社数と同様に米国のIPO数も一九九六年の六七七件から減少に転じている。金融危機を経て、二〇〇九年の二月より株式市況は大きく回復したものの、IPO数およびIPO時の資金調達額は比較的低位で推移している。

さらに図表4で時価総額別でIPOの推移をみると、特にSmall Cap（時価総額二〇億ドル未満）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で明確となることが報告されている。つまり近年の米国のIPOの低迷は、小規模会社のIPOの顕著な減少が主因とあると言える。何がこのようなIPOの低迷をもたらしているのだろうか。

二〇一二年のJOBS法はIPOの促進法としても知られている。同法は、年間総収入が一〇億

図表4 Small Cap IPO の比率



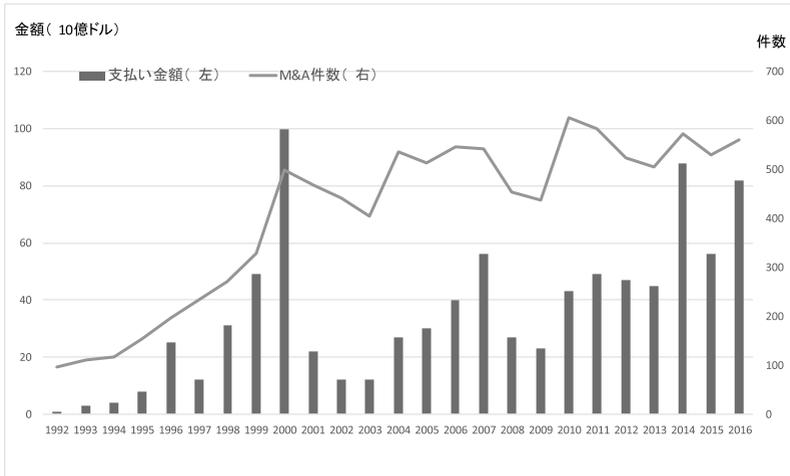
(Source) SIFMA Outlook 2019.

(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。

ドル未満の成長力のある新興企業（EGC）を定義し、このEGCが普通株式を新規に上場した後でも最長五年間は証券諸法が求めるコンプライアンス等の規制の適用を猶予した。このJOBS法の審議において特に小規模IPOが減少傾向にあることが問題視されており、その理由として挙げられたのは、①IPOおよび上場維持コストの増加、と②未上場の新興企業の出口戦略の変化（IPOからM&Aへ）であった。

第一に、このコスト負担は新たに導入された規制がもたらす。特に、SOX法が導入した内部統制に関連する規制がコスト負担を増していると指摘されている。確かに上場会社にかかる規制コストが高ければ、IPOを躊躇させる要因となる。しかしながら、図表3でみたように、IPOの減少傾向はSOX法以前から確認することができる。学術研究による分析でも、SOX法などが

図表5 VC-backed M&A



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

課す規制コストのみでIPOの低迷を説明することはできない。

第二に出口戦略の変化について。ベンチャーキャピタル（以下、VC）の資金提供を受けた新興企業の出口戦略は、二〇〇〇年以降をみるとIPO型が減少し、買収型が増加傾向にあることが報告されている。さらに、規制コストの負担増は、未公開会社にとってIPO型の出口戦略よりも上場会社（すでに規制に対応済み）による買収型へと戦略を変化させるインセンティブになっているとの指摘もある。上記の規制コストを規制の直接コストと呼ぶのであれば、このインセンティブに作用した出口戦略の変化は規制の間接コストと呼ぶことができよう。図表5は、VCの資金提供を受けた新興企業のM&Aであるが、前掲した図表でみたIPOの減少・低迷傾向と整合的である。

図表6 創業からIPOまでに要した平均期間



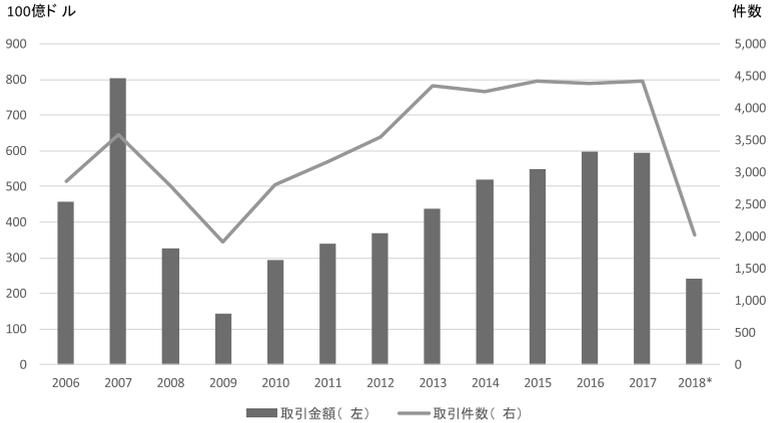
(source) J.Ritter, University of Florida.WSJ 紙「Magical Thinking About Unicorn IPOs」
2019年3月27日。

(注) ADR、クローズドエンドファンド、REIT、銀行株等を除く。

これら規制の直接コストと間接コストが相まって、小規模会社のIPOを減少させている可能性が高い。

しかしながら図表6をみると、単に公開市場へのIPOが減少しているだけではなく、創業からIPOまでに要する期間が長期化していることがわかる。本稿の最初に挙げたユニコーンは、五月にニューヨーク証券取引所に上場したウーバー（上場時の時価総額はなんと約七六〇億ドル）を代表例として、もっと早期に株式を公開することが可能であったにもかかわらず、未公開会社に留まっているケースが目立つ。また創業から一〇年も待たずに巨額の時価総額を達成している。これまで述べた規制の直接コストと間接コストでこのような現象を十分に説明することはできない。この現象は、私募市場での資本調達が変化していることを示唆している。

図表7 私募市場での取引



(Source) PitchBook、SIFMA.

(注) 2018年は2Q 末時点。

次章で扱うが、すでに挙げた公開市場の変化とともに、私募市場にも変化がみられる。公開市場がより選別された上場会社の市場へと変化していると述べたが、私募市場の発展が公開市場に変化を促している（市場のステージを押し上げた）のかもしれない。次章では、米国の私募市場の現状をみてみよう。

二、規制の見直しと私募市場

私募市場における取引を図表7で示した。金融危機以降、私募市場は堅調に拡大していると言える。多数の学術研究が私募市場を研究対象としているが、特に一九九六年の国内証券市場改善法（以下、九六年改善法）や二〇一二年のJOBS法が及ぼした影響の研究には興味深い分析が多い。これら研究を踏まえながら、以下で連邦法

(規制や規則)と私募市場の関係、および米証券取引委員会(以下、SEC)のデータを用いて私募市場の現状についてみてみよう。

(1) 連邦法や規制の見直しと拡大する私募市場

(a) 九六年改善法がもたらした変化

九六年改善法で注目すべきは、証券募集時の州法の適用を制限した点にある。従来は、複数の州にまたがって投資家から資本を調達する場合、それぞれの州法に従う必要があり、州ごとに登録や情報開示が求められていた。九六年改善法は一九三三年証券法を改正し、証券募集に関する州規制の適用除外条件を定めた。

具体的に記すと、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、以下の四つの条件のいずれかに該当する「対象証券」に限り適用除外とされた。

この四つの条件とは、①上場証券または上場予定証券である、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である、③「適格購入者」に対して募集または売付がなされる証券である、④その他、となる(これら条件は当時)。

適格購入者とは、九六年改善法が一九四〇年投資会社法に加えた新たな定義であり、①五〇〇万ドル以上の投資を保有する個人や、②五〇〇万ドル以上の投資を保有し、二名以上により所有される会社などが該当する。

この規定により、非上場会社が複数の州の適格購入者に対して証券を募集する行為であっても、この条件を満たせば各州の州法(ブルースカイ法)から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ことで、私募市場での取引が増加したことが報告されている。

さらに九六年改善法は、①発行済社外証券の實質的な所有が一〇〇名以下であり、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實質的に一〇〇名以下である、の条件（当時）を満たしたファンドを投資会社とみなさず、SECへの登録義務を課さないこととした。つまり、SECへ登録されないVCファンドやPEファンド等でも、従来の上限（一〇〇名）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・ステージ新興企業への投資額が増加したことも報告されている。

九六年改善法により、私募市場における資本調達コストと投資コストが共に低減し、結果として同市場を活性化させたとと言える。

(b) JOBS法の試み

前章で述べたように、二〇一二年のJOBS法は成長力のある新興企業の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、同法は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法の詳細な検討は、弊所が刊行した金融商品取引法研究会「二〇一二」を参照願いたい。

私募市場に関連するJOBS法の規定は、①既存のSEC規制・規則の緩和と②クラウドファンディング取引に関する規制の整備に分類することができる。

第一に既存のSEC規制・規則の緩和について。

JOBS法は、私募証券の募集を規定するレギュレーションDに含まれる規則五〇六を修正し、証券の購入者が「自衛力認定投資家」に限定

される場合、私募発行に禁止される一般勧誘や一般広告の解禁をSECに求めた。この要求に応えて、SECは二〇一三年七月にレギュレーションDに規則五〇六(c)を追加している。レギュレーションDについては、下記で改めて説明する。

自衛力認定投資家とは、銀行、証券会社や保険会社などの他に、保有純資産が一〇〇万ドルを超える個人（単独または配偶者と合算）、直近二年の年収が二〇万ドルを超える個人（配偶者と合算する場合）が該当する。

また、私募証券の転売制約を規定する規則一四四Aにより売付される証券に関しても、発行体および発行体の代理人が「適格機関投資家」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「二〇一二」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への促進が期待される。

この他、少額免除取引を規定するレギュレーションAを拡充し、従来の五〇〇万ドルを五、〇〇〇万ドルに引き上げることをSECに求めている。

第二にクラウドファンディング取引に関して。

JOB S法は一九三三年証券法が定める「州際通商および郵便に関する禁止」の適用除外条件を拡大し、この条件に該当するクラウドファンディングにおける投資家への規制の適用を見直すとともに、新たに定義した「ファンディング・ポータル」にはブローカー・ディーラー登録を免除した。

図表8 タイプ別の募集件数

	公募		私募		
	株式	負債	規制D	規則144A	その他
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) その他には、規制S、規制A+、規制CF、4(a)(2)条適用を含む。

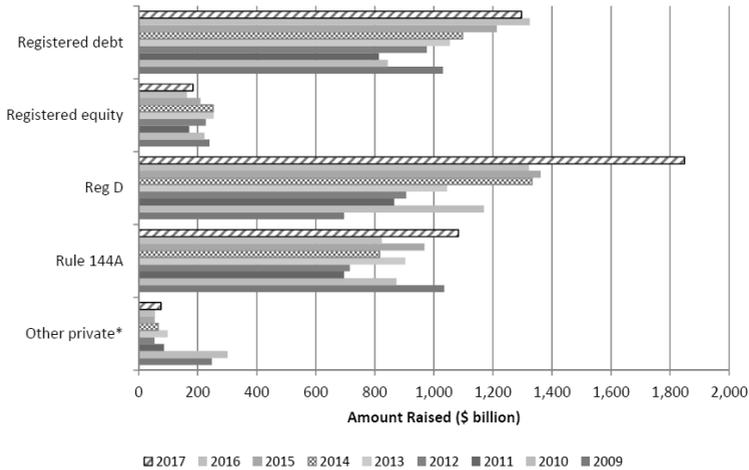
SECは二〇一五年一〇月に、新たな規制としてレギュレーション・クラウドファンディングを導入した。法制上の裏付けを得たことで、新興企業は新たな資金調達方法である株式投資型クラウドファンディング制度を容易に利用することが可能となった。

このように、九六年改善法とJOB S法の二つの連邦法は、米国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。

(2) 私募発行の現状

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。図表8はタイプ別の募集件数を、図表9ではタイプ別の募集金額を記してい

図表9 タイプ別の募集金額



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

る。先に件数では、レギュレーションDを活用した私募での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、レギュレーションDによる私募証券の発行は明らかに増加傾向にある。金額に関しても、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レギュレーションDによる調達は募集件数と同様に増加しており、特に二〇一七年の調達額は一兆八、〇〇〇億ドルを超えた。これら図表から、特にレギュレーションDを活用する私募市場は、米国の資本形成の中核となっていることがわかる。さらにレギュレーションDの内訳を図表10でみてみよう。

レギュレーションDを用いた調達件数の六〇%超は株式が占めている。学術研究によれば、同規制による調達のほとんどは規則五〇六に基づき、その中でも規則五〇六(b)が大半を占めている。た

図表10 レギュレーションDの内訳 (2009-2017)

	件数	%
株式	117,672	65.5
投資ファンド持分	47,540	26.4
オプション、ワラント等	20,332	11.3
負債	23,307	13.0
その他	13,850	7.7

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

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

ただし金額ベースで見ると、レギュレーションDによる調達金額の大半はヘッジファンド、PEファンドやベンチャーキャピタルファンドが該当する投資ビークルであり、二〇一七年で約一兆六、七〇〇億ドルを調達している。同年で非金融の発行体による調達は一、〇五〇億ドルに留まっている(非金融の中央値は一〇〇万ドル以下)。

レギュレーションDとは、証券の募集時に一九三三年証券法が要求する規則に関してSECが一九八二年三月に導入したセーフハーバー(違法行為とみなされない範囲)である。レギュレーションDの内、現在では規則五〇四と規制五〇六で証券募集時の登録除外要件を定めている。

この内、規則五〇六の利用頻度が高いのは、募集や売付の金額に制限が設けられていないからである(規則五〇四は過去一二ヶ月間で五〇〇万ドルを超えない)。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二つの項目があり、①五〇六(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(三五名が上限)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、②五〇六(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。後者の規則五〇六(c)は前述のJOBS法の要請に基づいて導入された規則である。

レギュレーションDを分析した学術研究によれば、SECが一九八二年に同規制を導入して以降、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。また、上記の九六年改善法が施行された一九九七年以降にレギュレーションDによる証券募集が増加したことも確認されている。さらに九六年改善法により、規則五〇六は

非上場会社のみならずVCファンドやPEファンド等にとつても最も頻繁に利用する資本調達方法となっている。このように九六年改善法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。現在の投資資金の余剰を忘れてはならないが、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法によりSECが新設した規則五〇六(c)による調達はレギュレーションD全体の四%程度に過ぎない。また二〇一六年五月から稼働したレギュレーション・クラウドファンディングの利用も現在では少額に留まっている。

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

びに規制の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、ファンドによる資本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、私募市場で直接調達する資本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ユニコーンを育成し、長く未公開に留まらせる土壌となっていることは間違いがないだろう。

米国内には二〇一二年時点の調査で二七、六二六、三六〇社が存在する。新たな技術開発を担う新興企業の勃興を考えるに、それぞれの発展段階に適した資本が提供されるシステムの構築は有効となる。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・リスティングを容認した（ナスダックは従来から可能）。また、長期

株主を議決権で優遇するロングターム証券取引所の開設が五月十一日に承認された。これら証券取引所の施策は、米国内での私募市場を含めた競争への対処に他ならない。

次の拙稿で分析テーマとする予定であるが、特に米国では二〇一七年後半から二〇一八年初めにかけてデジタル・トークンを用いた資金調達（ICO）が注目された。この現象はビットコイン等の暗号資産（仮想通貨）価格の暴騰が招いたバブルであり、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大幅に減少した。しかしながらその後は、このようなデジタル・トークンによる資金調達は、従来の証券の定義に従う手法へと移行していると聞く。ユニコーンの多くがプラットフォームの形成をビジネスの中枢に置くが、デジタル・トークンによる資金調達は、これらプラットフォームに適した調達方法でもあ

り、今後の法的整備が期待されている。米国の私募市場はこのような新たな手法を取り込み、資本形成をさらに変遷させて行くのかもしれない。

最後に。日本経済が最も渴望しているのは生産性の向上である。経済成長をもたらす生産性の向上に最も貢献するのは新たな技術の活用到他らない。古ぼけた慣習による判断や単なる思い込みが新技術の導入や活用を妨げることは断じて避けなければならない。

【引用文献】

金融商品取引法研究会「二〇一二」『米国JOBS法による証券規制の変革』研究記録第四〇号、日本証券経済研究所。

(わかぞの ちあき・当研究所主席研究員)