



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所

後藤 潤一郎

—連載（第20回）—

2018年の米国IPO市場分析

1. 米国IPO市場概況

2018年の米国IPO市場は、年間を通して幅広いセクターでIPOが活発に行われたことから、件数は267件（前年比+15%）、調達額は643億ドル（同+23%）に達し、件数、調達額ともに過去4年で最高となった^(注1)。10億ドルを超える大型のIPO11件が調達額を牽引し、ヘルスケア・セクター、SPAC（特別買収目的会社）^(注2)、中国企業によるIPOが件数を牽引した。

世界の取引所別では、IPO調達額ではNYSEが第2位、Nasdaqが第4位となり、IPO件数では、Nasdaqが第3位、NYSEが第6位となった。なお、東証はIPO調達額で第3位、IPO件数では第4位となった。

2018年の米国IPO市場の最大の案件は、大手欧州生命保険の仏アクサの米国子会社であるAXAエクイタブル・ホールディングスのIPOで、同社は約31億ドルのオフアリングを

行った（図表1）。なお、AXAエクイタブル・ホールディングスのIPOは、グローバルベースでは第8位の規模であった。

米国市場のIPO調達額上位10件のうち、外国企業^(注3)によるIPOが6件（中国企業4件、ブラジル企業2件）、REITが1件を占めたことから、米国の事業会社によるIPOは3件のみとなった。なお、これらの3件はいずれも親会社又は支配株主を有する会社によるIPOであった。

2. セクター及び商品別の分析

図表2のとおり、件数ベースでのセクター及び商品別シェアは、2017年と同様、ヘルスケア・セクターが32%を占め最大となった。調達額ベースでは、図表1に示すブラジル企業2社（フィンテックのバグセグロ・デジタル及びECソリューションプロバイダーのストーン）による大型IPO等が貢献し、情報テクノロジー・セクターが19%を占め最大とな



(図表1) 米国IPO調達額ランキング (2018年)

日付	社名	コード	セクター	上場市場	IPO金額 (百万ドル)	所在地国	企業概要・備考
1	5/10 AXAエクイタブル・ホールディングス	EQH	金融	NYSE	3,157	米国	欧州生保大手の仏アクサの米国子会社。
2	1/24 バグセグロ・デジタル	PAGS	情報技術	NYSE	2,606	ブラジル	ブラジルのフィンテック企業。デジタル決済、POSデバイスによる支払い、無料のデジタル口座機能、プリペイドカード等を提供。
3	3/29 iQIYI	IQ	コミュニケーション	Nasdaq	2,424	中国	中国の動画配信サービス会社。中国大手IT企業バイドゥの子会社。
4	9/20 エランコ・アニマル・ヘルス	ELAN	ヘルスケア	NYSE	1,736	米国	動物向け医薬品メーカー。大手製薬会社米イライリリーの子会社。
5	7/26 ビンドゥオデュオ	PDD	一般消費財	Nasdaq	1,626	中国	中国第3位のEC企業。
6	1/19 ADT	ADT	資本財	NYSE	1,470	米国	電子警備システムによるセキュリティー・サービス・プロバイダー。大手PEファンドApollo Global Managementが大株主。
7	10/25 ストーン	STNE	情報技術	Nasdaq	1,400	ブラジル	ブラジルのECソリューションプロバイダー。
8	2/1 VICIプロパティーズ	VICI	REIT	NYSE	1,392	米国	株式会社型の米国REIT。ラスベガスのシーザーズ・パレスとハラース・ベガスのカジノを有する。
9	9/12 NIO (ニーオ)	NIO	一般消費財	NYSE	1,152	中国	中国のEVメーカー。米テスラの競合。
10	12/12 テンセント・ミュージック・エンターテイメント・グループ	TME	コミュニケーション	NYSE	1,066	中国	中国の音楽配信会社。中国大手IT企業テンセントの子会社。同業のSpotifyも株主。

(出典) Bloomberg及び会社開示資料より筆者作成。

(図表注) 実質的な所在地国が米国の事業会社をハイライト。

った。

日本では上場が認められていないSPACによるIPOが2017年に引き続き好調で、件数ベースで17%、調達額ベースで17%を占め、件数及び調達額それぞれで2番目の規模を占めるセクターに成長した。2017年に5件のIPOが行われたMLP^(注4)は、税制改革法による法人税の大幅な引き下げ、州を跨ぐパイプラインに係るMLPの税費用に関する方針変更、及びインセンティブ配当権 (IDR) 廃止の動き等、MLPの優位性を喪失させる各種変化の影響もあり、IPOは0件となった。

なお、2018年のセクター別のIPOの分析においては、世界産業分類基準 (GICS) の変更
に注意する必要がある。2018年9月28日の
引け後にS&P及びMSCIは、電気通信セクタ

ーを廃止してコミュニケーション・セクター
を新設するというGICSの変更を実施した。
これによって、これまで情報テクノロジー・
セクターや一般消費財セクターに含まれて
いた企業が、コミュニケーション・セクターに
分類されている。新設されたコミュニケーシ
ョン・セクターでは、9件、合計47億ドルの
資金調達が行われ、件数ベースで3%、調達
額ベースで7%を占めた。

3. クロスボーダーIPO

2018年の事業会社のIPO件数の30%にあたる64社の外国企業 (単独上場55社、重複上場9社) が米国市場でIPOを実施し、件数ベースで前年比42%の増加、調達額ベースで同



(図表2) セクター別IPO件数及び調達額の割合 (2017年及び2018年)

	2018年				2017年			
	IPO件数		調達額		IPO件数		調達額	
	件数	%	(百万ドル)	%	件数	%	(百万ドル)	%
ヘルスケア	85	32%	10,332	16%	54	23%	4,701	9%
情報技術	33	12%	12,029	19%	31	13%	9,279	18%
金融	32	12%	6,002	9%	28	12%	3,874	7%
一般消費財	31	12%	7,940	12%	28	12%	6,904	13%
資本財	11	4%	5,129	8%	12	5%	3,829	7%
コミュニケーション	9	3%	4,721	7%	—	—	—	—
エネルギー	7	3%	1,725	3%	7	3%	1,993	4%
生活必需品	3	1%	841	1%	2	1%	24	0%
不動産	2	1%	888	1%	3	1%	819	2%
素材	1	0%	391	1%	9	4%	3,470	7%
公益事業	1	0%	299	0%	1	0%	575	1%
REIT	5	2%	3,201	5%	9	4%	2,853	5%
MLP	0	0%	0	0%	5	2%	2,363	5%
SPAC	46	17%	10,682	17%	34	15%	9,989	19%
クローズド・エンド・ファンド	1	0%	70	0%	9	4%	1,453	3%
合計	267	100%	64,251	100%	232	100%	52,127	100%

(出典) Bloomberg、Nasdaq及び会社開示資料より筆者作成。

134%の増加となった。特に、中国及び香港企業によるIPOが前年比77%増の39社となり、件数ベースで外国企業によるIPOの61%を占めた。図表1のとおり、10億ドルを超える大型のIPOも4件行われ、調達額ベースでも55%を占めた。事業内容を見ると、2017年と同様、フィンテック及び教育企業が多く上場した他、オンライン・メディア・ストーリーミング、電気自動車、EC等の企業も上場を果たした。

調達額ベースでは、中国に次いでブラジル企業が24%を占め、いずれもケイマン籍の単独上場であった。これまでも多くのブラジル企業が米国市場に上場してきたが、そのほとんどは重複上場であり、ブラジル企業による米国市場への単独上場は米国市場における新たな動きと言える。

4. スポティファイのダイレクト・リスティング

2018年4月3日に、スウェーデンの音楽ストリーミングサービスのスポティファイ(Spotify)が、上場時にオフリングを行わないダイレクト・リスティング(直接上場)と呼ばれる手法で上場を果たし、注目を集めた(注5)。オフリングを行わずに上場したため、図表1の大型IPOのランキングの対象外ではあるが、スポティファイの上場日の終値ベースの時価総額は265億ドルと、2018年に新規上場を果たした企業の中で、ピンドゥオデュオに次ぐ2番目の規模となった。

IPOのメリットとして一般的に、取引所が提供する①価格発見機能及び②流動性提供機能の享受、IPO時のオフリングによる③資



金調達、その他間接的なメリットとしての④知名度・信用力の向上が挙げられるが、このうちダイレクト・リスティングは①、②及び④のメリットを享受する行為として考えられる。Crunchbaseによると、スポティファイは、上場前に24回の資金調達ラウンドを通じて28億ドルを調達しており、上場時点では既に追加的な資金調達ニーズが存在していなかったことがダイレクト・リスティングを選択した理由の1つとして考えられる。

IPOのデメリットとしては、オフリング時の引受手数料が高いこと（米国市場ではオフリング金額の7%が一般的）、上場後のロックアップにより大株主が上場後しばらくの間（一般的には90日から180日）売却できないことが挙げられる。スポティファイは、ダイレクト・リスティングを選択することで、証券会社に対する引受手数料を支払わず、更に、ロックアップ期間なしに、上場直後から大株主も売却が可能となり、IPOのデメリットを避けることが可能となった。

なお、届出書（Form F-1）によると、スポティファイは上場に係るアドバイザーとしてゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー及びアレン・アンド・カンパニーを採用し、35百万ドルを支払っており、弁護士費用等を加えた上場コストの総額は、45.7百万ドル（約48.7億円）と、日本における上場コストとの比較では必ずしも安いものではなかった。

スポティファイの上場前には、引受証券会

社による価格安定操作が行われないことや、ロックアップ期間が設定されていないことから、上場後の株価がボラタイルとなることが心配されていた。しかし、上場後の株価は相対的には安定したものとなり、スポティファイのダイレクト・リスティングは一般的には成功と見做されている。2019年2月14日にはNasdaqがダイレクト・リスティングに関する上場プロセスを明確化する規則改正を行っており、今後のダイレクト・リスティングの利用拡大にも注目が集まっている。

(注1) 本稿では、別途、出典を記載しているデータを除き、S-1、S-11、F-1、1-A又はN-2をファイリングし、NYSE、Nasdaq又はNYSE Americanに上場した、REIT、MLP、SPAC及びクローズド・エンド・ファンド並びに外国企業による同時上場及び重複上場を含むすべての発行体によるIPOを分析の対象としている。IPO調達額はオーバーアロットメントを含む金額。

(注2) SPAC (Special Purpose Acquisition Company) は、上場時点で事業を持たず、上場後にIPOで調達した資金を用いて事業を買収することを目的とした、上場投資ビークル（株式会社）である。IPO時点で買収対象となる会社が決まっていないことから、ブランクチェックカンパニー（白地小切手会社）とも呼ばれる。

(注3) 本稿では、実質的な所在地が外国の事業会社（REIT、MLP、SPAC及びクローズド・エンド・ファンドを除く）を「外国企業」と定義する。

(注4) MLP (Master Limited Partnership) とは、主にエネルギー関連資産を運営する上場パートナーシップ。

(注5) 米国においては、ダイレクト・リスティング自体は目新しいものではなく、これまでもNasdaqでは認められており、WSJによると2006年以降約



6件のダイレクト・リスティングが行われている。しかし、①これまでNasdaqでダイレクト・リスティングを行った会社は、スピンオフや倒産から復活した企業等、注目度の低い会社であったこと、②NYSEがスポティファイに合わせて、ダイレクト・リスティングがNYSEでも可能となるよう規則

改正を行ったこと、③今後期待されているユニコーンの上場において、ダイレクト・リスティングが活発に利用されることで、既存の証券会社のIPOのビジネス・モデルに影響を与える可能性があること等から注目を集めたものと思われる。

