

未公開企業の資本調達に関する規則改正を検討する SEC

鵜川 和之

■ 要 約 ■

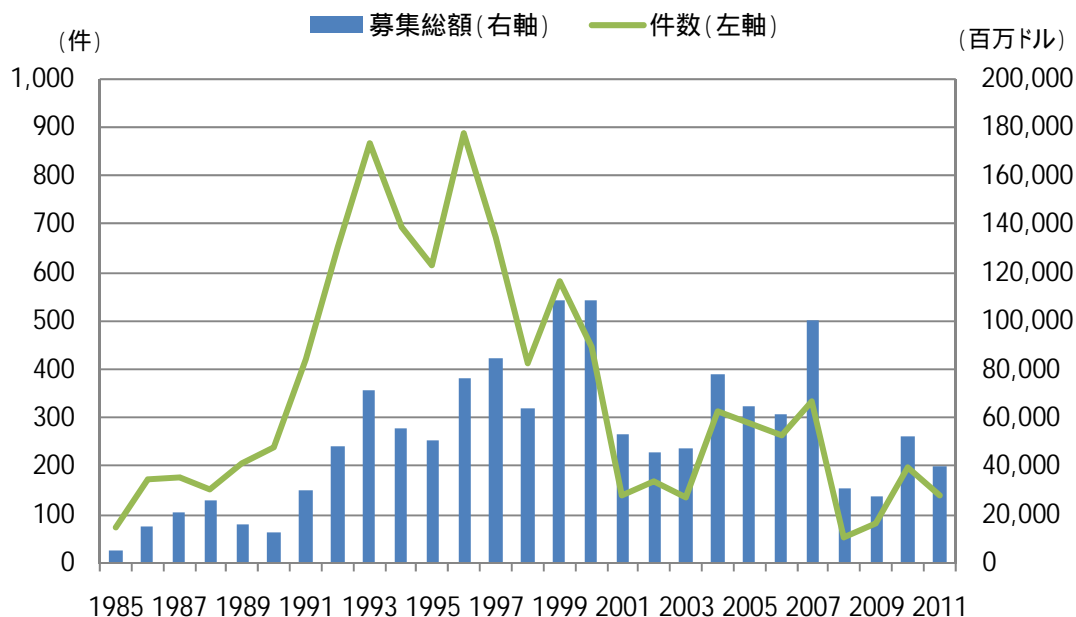
1. 2011年3月22日に、米国の下院監視委員会（House Oversight Committee）の委員長であるダレル・イッサ議員が、証券取引委員会（SEC）の委員長であるメアリー・シャピロ氏に対して質問状を送付した。この中でイッサ議員は、証券発行に伴う勧誘規制、SEC への届出要件となっている未公開企業における証券保有者数の上限および新たな資本調達の手法として注目を集めるクラウドファンディングについて言及した。
2. これに対して 2011年4月6日に、シャピロ SEC 委員長は、イッサ議員の要請に対する回答および資料を送付した。この中でシャピロ SEC 委員長は、投資家保護を前提とした小規模事業者の資本形成における規制上の負担抑制を検討していることを明らかにした。
3. こうした動きの背景には、リーマン・ショック後の米国における IPO 市場および経済の低迷があり、イッサ議員の書簡の中でも、新興企業の資本調達を支援することが、新たな雇用や投資の創出を促進することになると主張されている。また、2011年初に注目を集めたゴールドマン・サックスによるフェイスブック株式の引き受け等の事案も、こうした議論のきっかけになっているものと思われる。
4. リーマン・ショックや世界各国における財政問題といった世界的危機に見舞われる中、資本市場および経済の活性化に資する対策が必要とされており、今般の SEC の規則改正の動きは注目に値する。規則改正の内容に関しては、現時点では不明であるものの、今後の議論を注視していく必要があるだろう。

米国における資本調達をめぐる近時の議論

1. 米国の株式新規公開（IPO）市場の状況

足元では欧州および米国の財政問題を発端とし、株式市場のボラティリティが急激に上昇している。さらに日本における財政問題や原子力発電所の事故、米国や新興国における景気後退の兆候など、世界の経済および資本市場は予断を許さない状況であり、今後の動

図表 1 米国における IPO の件数および募集総額の推移



(注) 2011年は8月17日までの累計値。

(出所) Thomson Reuters のデータを基に野村資本市場研究所にて作成

向を注視する必要がある。

本稿においては、現在米国で行われている資本調達をめぐる議論について取り上げる。この議論は、資本市場の活性化による企業活動の促進を通じた経済の活性化を目指す動きであり、資本市場の今後の不透明性を前提としても注目に値しよう。

米国の IPO 市場はリーマン・ショック後の停滞から徐々に勢いを回復しつつあり、2010 年の下半期から 2011 年の上半期にかけては、リーマン・ショック前の活況を取り戻しつつある。昨年は米国で史上 2 番目の規模となるゼネラル・モーターズの IPO が行われ、今年に入っても上半期だけで 10 億ドルを超える IPO が既に 5 件行われている。この要因としては、米連邦準備制度理事会による金融緩和政策を背景とした株式市場の堅調な推移が考えられ、プライベート・エクイティ・ファンドによるエグジット案件や中国を中心とした海外企業による IPO が増加している¹。

しかし米国の IPO 市場は、1990 年代と比較すると、2000 年代に入り、その活気を失いつつあるようにも見える。1990 年代には年平均 530 件だった米国の IPO 件数は、2000 年代には 126 件に、そして 2008 年および 2009 年には 50 件前後にまで減少した²。また、米

¹ PwC US IPO Watch: US IPO proceeds surpass \$10 billion for third consecutive quarter, according to PwC, PricewaterhouseCoopers LLP, <http://www.pwc.com/us/en/press-releases/2011/US-IPO-proceeds-surpass-10-billion.jhtml>; PwC Quarter 2011 US IPO proceeds skyrocket 194%, driven by billion dollar deals and financial sponsor-backed IPOs,

according to PwC, PricewaterhouseCoopers LLP, <http://www.pwc.com/us/en/press-releases/2011/2011-US-IPO-proceeds.jhtml>; PricewaterhouseCoopers LLP, 2010 US IPO Watch Analysis and Trends

² David Weild and Edward Kim, "Market Structure is Causing IPO Crisis – and More" June 2010

図表 2 米国における株価指数の推移



(注) 1985年1月の終値を100%としている。

(出所) Thomson Reuters のデータを基に野村資本市場研究所にて作成

国の主要証券取引所に上場する企業数は、1997年に7,000社超に達した後、現在では4,000社程度まで減少している³。さらに、外国企業が自国外で行うグローバルIPOの米国のシェアは、1996年から2006年までの28.7%から、2008年には1.9%まで減少した⁴。外国の証券取引所だけに上場する米国企業の割合も、1996年～2002年にかけて0.3%だったのが、2007年には8.6%、2008年には20%まで急増した⁵。

こうした米国資本市場の停滞を背景として、資本市場の機能向上およびそれに伴う企業活動の活性化を目指して、資本市場に関する制度改革の議論が生じているのである。

2. 議論の概要

2011年3月22日に、米国の下院監視委員会 (House Oversight Committee) の委員長であるダレル・イッサ議員が、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) の委員長であるメアリー・シャピロ氏に対して書簡を送付し、32項目に及ぶ質問および資料請求を行った⁶。この書簡の中で問題として指摘されたのは、証券発行に伴う勧誘規制や、SECへの届出要件となっている未公開企業における証券保有者数の上限等である。

³ Felix Salmon, "Wall Street's Dead End," *The New York Times*, February 13, 2011

⁴ Committee on Capital Markets Regulation, "Continued Erosion in Competitiveness of the U.S. Public Equity Market was among the Few Clear Trends During 2008 Market," March 24, 2009, http://www.capmktreg.org/pdfs/09-Mar-24_CCMR_Q4_2008_competitiveness_update.pdf

⁵ 前掲注4

⁶ <http://www.knowledgemosaic.com/resourcecenter/Issa.041211.pdf>

さらに、イッサ議員はこの書簡の中で SEC に対して、こうした規制が米国企業の資本調達の障害となっており、結果として企業の投資や雇用を減退させていると指摘した。その上で、米国企業による資本調達の機会拡大や、SEC 規則の再検討を求めた。

これに対してシャピロ SEC 委員長は、2011 年 4 月 6 日に、イッサ議員の要請に対する回答および資料を送付した⁷。この中でシャピロ SEC 委員長は、SEC の使命は投資家保護および公正で秩序ある市場の維持を前提とした資本形成の促進であるとし、投資家保護を前提とした小規模事業者の資本形成における規制上の負担抑制を検討していることを明らかにした。その一方でシャピロ SEC 委員長は、2000 年代における IPO の減少に対するサーベンス・オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）等の規制の影響は軽微であるとも主張している。

3．米国における IPO の減少と規制の関係に対する SEC の反論

上記のとおり、イッサ議員が、米国における IPO の減少は、サーベンス・オクスリー法をはじめとする規制強化によるものと指摘したのに対して、シャピロ SEC 委員長は書簡の中で以下のように反論している。

まず、IPO に伴うコストや開示コストおよびサーベンス・オクスリー法に伴うコンプライアンスコストが IPO を実施する際の決定に与える影響は限定的であり、事業の状況、業界や自社のバリュエーション、資本コストが IPO のタイミングに影響を与える主要因であるという。そして、IPO を中止した事例における主要因は、市場および業界環境の悪化であるとしている。また、サーベンス・オクスリー法の制定後に非公開化が増加しているが、これは 2002 年から 2007 年にかけて借入れが容易であったことから、レバレッジド・バイ・アウトが増加したことによるものとした。

また、米国の取引所におけるグローバル IPO の減少を、米国の取引所の競争優位性の喪失によるものとする研究があるが、そのように競争上不利な状況にはなく、実際に 1995 年から 2007 年におけるシェアは英国や香港よりはるかに高いと主張する。さらに、グローバル IPO が欧州で行われる要因の一つとして、引受業者の手数料の差異を挙げる⁸。そして、外国企業が米国市場で非上場化するのには、企業の事情によるものであり、米国市場の競争力低下やサーベンス・オクスリー法によるものではないと主張している。

主な論点

本章では、両氏の書簡の中で議論されている主な論点について、その概要と問題点、これまでに SEC が行ってきた主な対策、そして問題が提起された事例の紹介を行う。

⁷ <http://www.sec.gov/news/press/schapiro-issa-letter-040611.pdf>

⁸ 募集総額 25 万～100 万ドルの IPO において、米国のグロススプレッドが 7%なのに対して欧州は 4%となっている。M. Abrahamson, T. Jenkinson, and H. Jones, Why Don't U.S. Issuers Demand European Fees for IPOs?, *Journal of Finance* (2010)

1. 証券発行に伴う勧誘規制

1) 規制の概要⁹

新たに証券を発行する場合、証券法（Securities Act of 1993）第5条に従い、一定の条件下において SEC に届出を行う必要があり、これに加えて勧誘規制に服する必要がある。この証券法第5条では、引受過程を3段階（登録届出書（registration statement）届出前（「届出前期間」）、登録届出書の届出から登録届出書が有効となるまでの期間（「待機期間」（waiting period））、登録届出書が有効となった後（効力発生後期間））に分割し、それぞれの段階で規制の内容が異なる。

まず届出前期間においては、募集または売付は禁止される。待機期間においては、募集はできるが売付はできない。但し募集に関しても、口頭での募集はできるが、証券法第10条に従った目論見書以外の書面による募集は禁止される。そして効力発生後においては、最終目論見書を証券交付以前に交付することで売付を行うことができる。

募集の概念は広範に解釈されてきたことから、特定のコミュニケーションを免除する規定がない場合には、違法な募集と見なされないためにも、届出前期間や待機期間における投資家に対するコミュニケーションは制限すべきとされている。

2) これまでに採られた SEC による対策例

本稿に記載する各論点に関して SEC が採ってきた対応例についても、論点毎に概要を記載する。

SEC は 1970 年に、投資家に対するコミュニケーションに関し、アナリストによる定期的なリサーチカバレッジは違法な募集に該当しないというセーフハーバーを導入した。そして、1980 年代に一括登録（shelf registration）¹⁰を導入し、1990 年代初期にはその要件を緩和した。

また 2005 年には、募集に関する勧誘規制を緩和する法改正を実施した¹¹。主な内容は、届出前 30 日より前のコミュニケーションに対するセーフハーバー導入、通常の営業上のコミュニケーションを違反行為から除外、法定の目論見書ではない自由書面目論見書（Free Writing Prospectuses）の利用、出版物等を自由書面目論見書として利用、リサーチレポートに関するセーフハーバー導入、著名適格発行者（Well-Known Seasoned Issuers）に対する届出前期間における募集の緩和、である。

さらに 2007 年から 2008 年にかけて、小規模企業の資本調達を促すための規則を導入した。主な内容は、小規模企業の開示および報告の簡素化、略式登録届出書や一括登録の要件緩和、証券の登録要件を定める証券取引所法（Securities Exchange Act of

⁹ 黒沼悦郎「アメリカ証券取引法」弘文堂（2009）

¹⁰ 日本における発行登録制度がこれに相当する。証券法規則（General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933）第 415 条

¹¹ 大崎貞和「米国 SEC のディスクロージャー制度改革提案」資本市場クォーターリー 2005 年冬号

1934) 第 12 条(g)項から従業員のストックオプションを除外、SEC への届出が免除される一定の募集における正式な通知である Form-D の電子登録および内容簡素化、未公開証券の転売に関する保有期間の短縮と規則の簡素化、である。

3) 規制の問題点

上記のように、米国企業による資本調達を促すために、SEC による規則改正が行われてきたが、今なお次のような問題点が指摘されている。

まず、前述のような届出前期間および待機期間中の広範なコミュニケーションの制限は、1933 年に創設されたものであり、多少の改正を施してはいるものの、情報通信技術の劇的な変化に対応していないというものである。

また、届出前期間の情報開示を禁じる証券法第 5 条(c)項は、会社に対して重要情報を公表させる証券法の政策とコンフリクトを生じる場合がある。これに関して SEC は、証券発行を予定している会社であっても、ディスクロージャー義務を免れることはなく、ただ第 5 条(c)項との関係から、事実の開示のみが許され、証券の価値に関する予想や意見の開示は禁止されるとのリリースを過去に出している¹²。

さらに、投資家に対するコミュニケーションの規制は言論や報道等の自由を保証する米国憲法修正第一条に規定された権利 (First Amendment rights) に抵触するのではないかという議論がある。これに対し SEC は、勧誘規制を含めたあらゆる規則と米国憲法修正第一条の関係は、事例毎に判断すべきとしている。

なお、一定の要件を備えた適格投資家等の投資対象となる未公開企業による広告を、購入する資格を持たないあるいは購入しない投資家が受け取ることに問題性があるのかという疑問も呈されている。

4) 問題が指摘された主な事例

イッサ議員は書簡の中で、SEC による勧誘規制が、グーグルの IPO の実行を遅らせたのではないかという疑問を投げかけた。これに対してシャピロ SEC 委員長は以下の内容に言及している。

2004 年 4 月、グーグルが IPO のための登録届出書の届出を行う数日前に、二人の創業家がプレイボーイ誌のインタビューを受けた。グーグルは、このインタビュー記事が募集期間終了後の 2004 年 9 月に発行されるプレイボーイ誌に掲載されるようにし、その旨を 2004 年 8 月に SEC に対して連絡した。当時の規則では、IPO に関連するこのような記事の掲載は、市場に不適切な影響を与え、冷却期間が必要とされる可能性があった。しかし、募集期間終了後の記事掲載のタイミングやグーグルがその記事を登録届出書の添付書類として登録したことなどから、SEC は、市場に対して不適切な影響は与えていないと判断した。このように SEC はグーグルの IPO に対して冷却期間を課しておらず、遅延させてはいない。さらに、上記の 2005 年の規則改正

¹² 前掲注 9

により、現在ではたとえプレイボーイ誌の記事が募集期間中に掲載されていても、グーグルの IPO は遅延しない。

一方で同年、セールスフォース社の CEO は、インタビュー記事がニューヨークタイムズ紙に掲載される 2004 年 5 月に、登録届出書を有効にしようと計画していた¹³。CEO は募集のロードショー中に、記者を 1 日同伴させ、ロードショー中に発行された記事には、募集に関するかなりの情報が含まれていた。SEC は、セールスフォース社が、投資家に対するコミュニケーションを目的として、インタビューを受けた（加えて記者をロードショーに参加させた）と判断した。そしてこの行為は当時の規則では認められていなかったため、冷却期間を課した。2005 年に導入された規則の下では、記事のコピーあるいは自由書面目論見書としてその内容の届出を行うといった対応が取られれば、このようなメディアの報道によって募集が遅れることはない。

2 . SEC への届出要件である証券保有者数の上限

1) 規制の概要¹⁴

資産が 1,000 万ドルを超える会社は、その発行する特定の種類の持分証券の保有者が 500 名以上いる場合に、当該証券を SEC に登録しなければならない。但し、その証券の保有者が 300 名未満であるか、直近 3 決算期末におけるその証券の保有者が 500 名未満で且つ発行体の総資産が 1,000 万ドル以下である場合、SEC に証明書を提出することで登録を抹消できる。

また、発行体あるいはその代理人によって管理されている保有者名簿に所有者として登録されている者がその証券の保有者とされる。保有者数を計算する際に、パートナーシップや信託を 1 株主として数えることができるが、それが株主上限を回避する目的の場合は、SEC が調査して信託等に預託している実質保有者を数えることができる。

さらに、外国の未公開企業に対しては 2 つの登録免除スキームがある。1 つ目は、米国に居住する保有者が 300 名未満の場合であり、2 つ目は、外国企業の証券が外国の取引所に上場しており、自国の法律や主たる取引所で要求される情報をインターネット等を通じて英語で開示する場合である。

2) これまでに採られた SEC による対策例

上記の通り、証券の保有者数の計算の際には、発行体によって管理されている保有者名簿で特定されている者だけを保有者として数えるという定義付けを行うことで、判断プロセスを簡素化した。また、2007 年には、報酬としてのストックオプションの保有者を計算から控除することとし、未公開企業における報酬体系の柔軟化を可能にした。

¹³ Gary Rivlin, It's Not Google. It's That Other Big I.P.O., *The New York Times*, May 9, 2004

¹⁴ 前掲注 9

さらに、上記の証券の保有者数の上限等の届出要件に関しては、SEC に対して様々な提案が行われている。保有者数の上限を引き上げたり¹⁵、適格投資家等の一定要件を満たす投資家を計算から控除する¹⁶などして届出要件を緩和する意見がある一方で、保有者数の計算に際してカストディアン等に預託している証券の実質保有者を考慮することで届出要件を厳格にすべきという意見もある¹⁷。SEC は、これらの提案も踏まえ、この規制に関する検討を進めているようである。

3) 規制の問題点

イッサ議員は当該規制について、投資家数、市場に流通する資金量および規制水準を考慮すると、創設された時点からの時代の変化に対応できておらず、未公開企業の資金調達の障害になっていると指摘している。

加えて、外国企業に対しては登録免除規定があるために、一定の機関投資家に未公開証券の取引を認める証券法規則 144A に基づき、外国企業の私募株式取引は一般的に行われている。その一方で、米国企業に対する保有者数に関する登録免除規定がないため、米国企業の私募株式取引は行われず、米国企業の資本調達の障害になっていると指摘する。そして、国内外の企業間での扱いの違いに疑問を呈するとともに、未公開企業株式の流動性を高めることが、未公開企業株式の取引における透明性を高めるのであり、それと矛盾した規制になっていると主張する。

さらにシャピロ SEC 委員長も次のような問題点を指摘している。信託等を 1 株主として計算するため、実際に証券を預託している実質保有者が複数人に及ぶ場合でも、保有者数の計算上は 1 名とされる。このため、実質保有者は 500 名を越えるものの、その証券保有者としてカストディアン等が多く名を連ねる公開会社の非公開化が進む一方で、一般株主が大半を占める非公開会社の公開化が厳格に行われるという弊害も生じている。

またイッサ議員は、信託等を 1 株主として計算する際に、保有者数上限の回避目的である場合は、実質保有者を数えることができるという規定についても取引の不透明性を高めると批判している。しかしこの点についてシャピロ SEC 委員長は、この条項は投資家保護の忌避を防ぐためのものであり、不確実性を生み出すものではないと明確に否定している。

4) 問題が指摘された主な事例

今年の初めに、フェイスブックとゴールドマン・サックスが、最大 15 億ドルのフェイスブック株式を、米国内外に居住するゴールドマン・サックスの顧客に対して

¹⁵ Comment Letter from American Bankers Association to SEC (November 9, 2010)
<http://www.sec.gov/info/smallbus/2010gbforum/2010gbforum-aba.pdf>

¹⁶ 2009 Annual SEC Government-Business Forum on Small Business Capital Formation Final Report (May 2010)

¹⁷ Petition for Commission Action to Require Exchange Act Registration of Over-the-Counter Equity Securities (July 3, 2003) ; Petition from Lawrence Goldstein to SEC (February 24, 2009)

募集することを計画していると報じられた¹⁸。ゴールドマン・サックスが特別目的会社を利用し、多くの顧客から資金を集めた上で、1株主としてフェイスブックに投資するというスキームである。これにより、フェイスブックの特定の証券保有者数を500名未満に抑えることができ、SECへの届出を行わずに資本調達が可能となる。しかし、多くのメディアの報道と公衆の関心を集めた結果、勧誘規制への抵触の可能性から、2011年1月17日に募集の対象を米国国外の投資家に限定することを公表した。

この事例により、勧誘規制や届出規制およびその免除規定のあり方についてより一層注目が集まることとなった。

3. 新たな資本形成の手法

1) クラウドファンディングの概要

クラウドファンディングとは、一般的に、特定の目標を達成するための取り組みを支援する目的で、多くの人から小さな単位で資金調達を行う形態を指す。この手法は当初、映画、本、音楽のレコーディングそして慈善活動のための資金調達において発展した。また当初は、資金提供者が単に資金を寄付するあるいは、関連する本やレコードの複製のような特典を受け取ることで利益参加の機会を提供しなかったため、証券法の下での問題を生じなかった。

しかし現在、投資家に対して成長事業の所有権や投資資本からの収益機会を提供する資本形成の手法として、クラウドファンディングへの関心が高まっている¹⁹。2010年7月1日には、SELC (Sustainable Economies Law Center) がSECに対して、新興企業や小規模事業の資本調達的手段として、募集総額10万ドルおよび個別投資100ドルまでの募集を証券法に基づく登録から免除するよう求め²⁰、賛成意見が多数寄せられたようである²¹。

2) これまでに採られたSECによる対策例

SECは、クラウドファンディングに対する規則上のアプローチに関して、事業のオーナーや小規模事業の経済団体の代表および州の規制当局と議論しているようである。

なお以前は、SEC規則において、募集金額が100万ドルを越えない場合、規定の開示や証券の転売制限なく投資家（非適格投資家を含む）に対する募集が認められていた。しかし、この免除規定に従って行われる募集に関連した市場での不正に関し投資家保護上の懸念が生じたため、この免除規定は1999年に大きく改正された。

¹⁸ Susanne Craig and Andrew Ross Sorkin, "Goldman Offering Clients a Chance to Invest in Facebook," *The New York Times*, January 2, 2011 <http://dealbook.nytimes.com/2011/01/02/goldman-invests-in-facebook-at-50-billion-valuation/>

¹⁹ 英国におけるクラウドファンディングの手法例。 <http://www.crowdcube.com/pg/how-it-works-4>

²⁰ Petition from Sustainable Economies Law Center to SEC (July 1, 2010), <http://www.sec.gov/rules/petitions/2010/petn4-605.pdf>

²¹ The comment letters, <http://www.sec.gov/comments/4-605/4-605.shtml>

今後の展開

SEC では既に、以下の事項を中心に小規模事業の資本形成に対する規制の影響について検討を進めているようである。

まず、募集における勧誘規制に関しては、現在の情報通信技術や資本調達の傾向を考慮した上で、投資家保護を前提とした資本形成の促進のために、規則改正が必要か否か再考しているようである。そもそも一般勧誘の禁止が必要か否か、米国憲法修正第一条との関係で問題を生じないかといった観点からも検討が進められているものと思われる。

また、未公開企業の届出要件における証券保有者の上限数に関しても、保有者の定義や上限数が適正か否かの検討が進められている。証券保有者数の上限数に関しては、既に米国銀行協会やケイ・ハチソン議員などからも、500 名から 2,000 名への引き上げが提案されていることに加え²²、適格投資家等を計算から控除することも提案されており²³、規制緩和の方向で検討が進められているものと思われる。一方で保有者の定義に関しては、フェイスブックの事例で注目されたように、複数の投資家が特別目的会社を利用して未公開企業に投資することを含めて、実質保有者を計算に含むか否かが重要なポイントになるものと思われる。但し、この点については、ベンチャーキャピタル等の新興企業の資本調達を支える長期投資家の投資にも影響を与えかねないことから、慎重な議論が必要と思われる。

さらに、新たな資本調達の手法としてのクラウドファンディングに伴う規制上の問題点についても検討が進められている。この点については、前述のように募集総額や個々の投資の上限を設けた上で届出を免除するといった提案が成されているものの、投資家保護の観点から入念な検討が行われているものと思われる。

これらの検討や規則改正の内容については、現時点では不明であるものの、今後検討が進む中でより具体的な改革の内容が明らかになるものと思われる。こういった動きは、企業活動への影響を通して、資本市場や米国経済にも大きな影響を与える可能性があり、今後の動向を注視する必要がある。

日本においてもリーマン・ショックの影響で IPO の件数は激減し、その後も回復の兆しは見えない。しかし足元では、情報通信技術の発達やソーシャルネット・ワーキング・システムの利用の拡大等に伴い、ベンチャー企業の動きも徐々に活発化しつつあるようにも見える。こうした動きを支援するためにも、資本調達の手法としてのクラウドファンディングの活用など、今般の米国における動向は注目に値するものと思われる。

²² 前掲注 15

²³ 前掲注 16