

## JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向

岩井 浩一

### ■ 要 約 ■

1. 低迷を続ける米国 IPO 市場の活性化を目的に、「新規産業活性化法（the Jumpstart Our Business Startups Act, 通称 JOBS 法）」が 2012 年 4 月 5 日に成立した。JOBS 法は雇用創出を担う中小企業の資本市場へのアクセス改善を図るため、証券関連法を大胆に改正し、IPO 時の制度面での障害を取り除こうとしたものである。
2. 具体的には、①Regulation 144A 等に係る募集・販売において、一定の条件下、広範囲な広告と一般勧誘を許容する、②インターネットサイト等を通じた「クラウド・ファンディング」と呼ばれる資金調達に関する制限を緩和する、③「Emerging Growth Companies（EGC）」という新しい発行体区分として創設し、サーベンス・オックスリー法 404(b)条を一定期間免除する、等の措置を講じている。
3. 今後上場する企業のほとんどが EGC に該当すると考えられることから、JOBS 法が IPO 市場に与える影響力は極めて大きいと予想されている。ベンチャー業界や投資銀行は JOBS 法をきっかけに、嘗てのアップル社やグーグル社のように、上場を契機に世界的な企業に育っていくベンチャーが輩出されるかもしれないと期待している。これに対して、消費者保護団体等から投資家保護上の懸念が示されている。
4. JOBS 法が成立し、その賛否両論がみられるなか、市場復活の試金石と位置付けられていたフェイスブックが NASDAQ に上場した。ところが、同社の上場を契機に、米国の IPO で多用されているブックビルディング方式の問題点や JOBS 法への懸念が指摘され始めた。JOBS 法が今後どのように利用され、その結果、米国 IPO 市場が復活を果たすことができるのか注目される。

## 低迷を続ける米国 IPO 市場

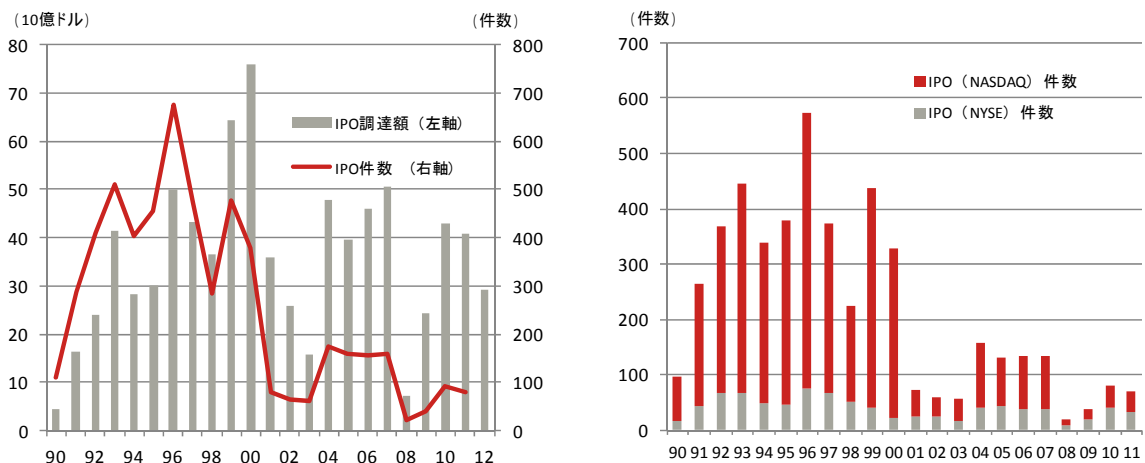
### 1. 低迷を続ける IPO

嘗て世界の IPO 市場の中心であった米国 IPO 市場が苦戦を強いられている<sup>1</sup>。図表 1 は、米国市場に上場した IPO 企業の調達額と同 IPO 件数の推移を示している。90 年代に右肩上がりりで増加した IPO 企業の調達額は、米 IT バブル崩壊後に急減した後、増加と下落を繰り返してきた。これに対して、IPO 件数は、90 年代後半に年間 400 件前後であったが、2000 年代に入ると激減し、2008 年以降は年間 100 件に満たない水準で推移している。上場市場別にみると、NASDAQ への上場件数が目立って減少していることが確認できる。このことから推察されるように、2000 年代以降の IPO 件数の低下は IT 及びテクノロジー企業や小規模企業において一層顕著であった。

### 2. 低迷の背景

米国の IPO 市場が IT バブル後 10 年余に亘って低迷を続けている背景やメカニズムに関しては、既に多くの調査研究が実施され、以下のように、実に様々な意見が提示されてきた<sup>2</sup>。

図表 1 米国 IPO 市場の動向



(注) 横軸は暦年。左図の 2012 年の計数は 5 月までの累積。

(出所) SIFMA、Ritter 教授資料 (<http://bear.warrington.utfl.edu/ritter>) より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 世界取引所連合 (World Federation of Exchanges) のデータによれば、NYSE と NASDAQ における新規上場件数が世界に占めるシェアは、2000 年に 18.4% であったが、2011 年には 10.6% に低下している。

<sup>2</sup> 例えば、Fama and French (2004), "New Lists: Fundamentals and Survival Rates" *Journal of Financial Economics*, Vol.73, Zingales (2007), "Is the U.S. Capital Market Losing its Competitive Edge?" *ECGI Finance Working Paper*, No.192/2007, Doidge, Karolyi, and Stulz (2011), "The U.S. Left Behind: The Rise of IPO Activity Around the World" *ECGI Finance Working Paper*, 303/2011, Gao, Ritter, and Zhu (2012), "Where Have All the IPOs Gone?", April 2012, Kenney, Patton, and Ritter (2012), "Post-IPO Employment and Revenue Growth for U.S. IPOs, June 1996-2010" *Kauffman Foundation Report*, May 2012 等を参照。

- ITバブル期には、投資家が熱狂しIPO件数が高水準となった。ITバブル崩壊後は、株価が下落し、また、小規模企業を中心にアナリスト・カバレッジも低下したため、企業にとってIPOをすることの魅力が低下した。
- ITバブル崩壊を受けて、投資家が米国IPO市場に対する信頼・関心を失った。
- エンロン事件等を受けて制定されたサーベンス・オクスレー法（特に、404(b)条の内部統制報告制度に伴う費用負担）によって、IPOに要する企業の費用負担が上昇した。
- 米国外のIPO市場の制度整備が進み、海外企業が米国市場ではなく、母国市場で上場するようになった。
- 複数の国で同時にIPOする（グローバルIPO）企業が増加し、その結果、相対的に米国IPO市場のプレゼンスが低下した。
- 米国企業にとって企業規模が大きいことの競争上のメリットが高まっており、その結果、小規模企業はIPOをするよりも、大企業に買収される等して、企業規模を短期間に拡大させることを望むようになってきた。

様々な議論がみられるなか、昨年以降、注目を集めたのがIPO専門家から構成された「IPOタスクフォース<sup>3</sup>」の議論である。同タスクフォースは、IPO低迷の原因、及び、企業がIPOでなく自社売却を選好している背景を分析し、その主因はIPO市場の諸制度が機能していないことにあると結論づけ、IPO市場の徹底的な制度改革を米国財務省や議会関係者に提言した<sup>4</sup>。具体的には、上場大企業の不祥事等をきっかけに導入された制度（例えば、サーベンス・オクスレー法）が、（1）中小企業がIPOする際に負担する費用を増加させた<sup>5</sup>、（2）中小企業に関して投資家が利用できる情報量を減少させた、（3）中小企業への長期投資を阻害し、大企業への高頻度取引（high frequency trading）を促した、と指摘している。更に、IPOの低迷が雇用創造の障害になっており、IPO市場を抜本的に活性化しなくては、マクロベースでの雇用環境の改善に繋がらないと主張している。そのうえで、IPO市場改革の骨子として以下の提言を行った。

- IPO時において年間総収入が10億ドル未満の企業等、一定の条件を満たす企業に対して、IPO後の5年間、コンプライアンス遵守に伴う費用を引き下げるような規制緩和を実施する。
- IPO前後に投資家が利用できる情報量を増加させるための各種措置を実施する。例えば、発行体とリサーチアナリストや潜在的投資家とのコミュニケーションを制限する

<sup>3</sup> IPO Task Forceは、2011年3月に米国財務省で開催されたカンファレンス（Access to Capital Conference）に参加していた各界の専門家が結成したものである。メンバーは、ベンチャーキャピタリスト、起業家、証券法を専門とする弁護士、学者/会計士、投資家、投資銀行から構成された。

<sup>4</sup> IPO市場の問題点と改善策は、提言書（“Rebuilding the IPO On-Ramp: Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth”）として取り纏められ、米国財務省に提出されたほか、米国証券取引委員会、議会関係者の他、関係各業界とも情報共有された。

<sup>5</sup> 同タスクフォースがIPO前後のCEOを対象に実施したサーベイ調査によれば、上場に要する費用は250万ドル、上場後に毎年発生する費用は150万ドルであるとの結果が得られている。

規制の緩和、秘匿扱いの IPO 登録申請制度の活用等を行う。

- IPO 株式を一定期間以上保有する投資家に対して、当該 IPO 株式への投資に係るキャピタルゲイン課税を軽減する。
- IPO を検討する企業に対して、引受証券会社の選択や株式の割当等に関して十分な情報及び教育を提供する。

このタスクフォースの提言内容を色濃く反映する形で、米国 IPO 市場改革と IPO の促進を目指した法案が、4月5日に「新規産業活性化法 (the Jumpstart Our Business Startups Act、以下 JOBS 法)」として成立することになる。

## JOBS 法の成立

### 1 . JOBS 法成立の背景と狙い

選挙の年を迎えている米国では、雇用対策が政治家の一大関心事になっている。特に、オバマ大統領にしてみれば、雇用環境の改善をどこまで達成できるかによって、再選の可能性が大きく左右される状況に置かれている。こうした政治環境もあって、オバマ政権は昨年来、中小企業の減税等を推し進めると共に、2012年1月には、Startup America Legislative Agenda を議会に示し、IPO 市場改革を促した。この Agenda は大統領が法案策定を特に望むものを列挙したものであり、中小企業向けの追加的な減税措置やスキルを持った労働者向けのビザ申請の緩和策と共に、クラウドファンディング (後述) や少額募集の規制緩和、IPO 後の一定期間において証券諸規則の適用を免除する案等が含まれていた。大統領選挙と同時に議会選挙も実施されるという事情もあり、議会において IPO 市場改革に係る法案策定は比較的速やかに進展し、上下両院での審議を経て、4月5日に、大統領が署名し JOBS 法が成立した。

JOBS 法という略称が用いられていることから推察されるように、同法の目的は、その前文によれば「emerging growth companies (後述) の資本市場へのアクセスを改善することを通じて、雇用創出及び経済成長を高めること」である。JOBS 法は、米国で資金調達を行う企業の利便性向上を狙いとしており、そのために、1933年証券法や1934年証券取引所法を中心に証券諸法を改正している。JOBS 法の一部の条項は、規制当局や自主規制機関の規則改正を必要としているが、ほとんどの条項は既に発効している。JOBS 法は、前述の IPO 市場の原因を巡る諸仮説のうち、規制上の負担を軽減することに主眼が置かれた法律と位置付けることができる。JOBS 法の主たる内容は、資金調達の容易化と新たな発行体区分の創設から構成されている (図表 2)。

図表 2 JOBS 法の概要

| JOBS法の主要ポイント  | 狙い及び予想される効果  |
|---|--|
| <p>Regulation 144A及びRegulation Dの規則506の改正</p> <p>・144A私募における全ての購入者が適格機関購入者*、規則506による私募における全ての購入者が適格投資家**である場合、広範囲な広告及び一般勧誘を許可</p>     | <p>・企業が当該私募において、新聞、インターネット、TV 広告等、幅広い媒体を利用して投資家を見つけ出すことができるようになる</p>   |
| <p>クラウド・ファンディングに関する規制緩和</p> <p>・一人の投資家への売り付け額が一定の基準を満たし、且つ、12か月間に売り付けられる証券の総額が100万ドル以下の場合に、ファンディング・ポータルを通じた取引は33年法5条に基づく登録から免除される</p> | <p>・インターネット等を通じて小規模投資家から資金調達を行う手法が普及し、ベンチャー企業の資金調達手段が拡大する可能性がある。他方、投資家保護上、問題となる取引が発生するリスクもある</p>                   |
| <p>IPO登録申請書の提出に係る秘匿扱い制度のEGCへの適用</p> <p>・EGCはIPO登録届出書を秘匿扱いでSECに提出できる(但し、ロードショー実施の21日前までに、同登録届出書はSECにファイルされ公開される必要がある)</p>              | <p>・EGCは、企業競争上重要な情報を市場(同業他社)に晒すことなく、IPOの申請手続きを進めることができるようになる</p>   |
| <p>プレファイリング・マーケティングの許可</p> <p>・33年証券法5条を改正し、EGCが適格機関購入者又は適格投資家である潜在的投資家と口頭又は書面で意見交換を行える</p>   | <p>・EGCは証券募集に関して潜在的投資家の関心の強さを募集実施前に判断できるようになる</p>  |
| <p>リサーチレポートの公表・配布の許可</p> <p>・EGCに関するリサーチレポートをIPO前に公表することを許可する。またJOBS法は、自主規制機関に対してアナリストが投資銀行員と共にEGCとの会議に参加することを禁止する規則を廃止するよう要請している</p> | <p>・投資銀行がリサーチレポートの公表を行えば、投資家がEGCの投資判断に際して利用できる情報量が増大する可能性がある</p>   |
| <p>監査済み財務諸表及びその他の財務データ報告の簡素化</p> <p>・EGCは、IPO登録届け出書に2年分の監査済み財務諸表を提出すればよく、また、直近の監査期間より前の期間に係る主要財務データの記載を省略することができる</p>                 | <p>・EGCは監査費用及び財務諸表の作成等に要する費用を削減することが可能</p>   |
| <p>SOX法404(b)条の適用除外</p> <p>・内部統制に係る経営者評価及び監査法人の認証・報告を求めるSOX法404(b)条をEGCに対して適用しない扱いとする</p>   | <p>・EGCは内部統制の経営者評価及び監査法人による認証・報告に伴う各種の諸費用を削減することができる</p>   |
| <p>経営者報酬に係る開示義務の一部免除</p> <p>・EGCに関して、公開企業に課されているRegulation S-KのItem 402の開示内容を一部免除及びドッド・フラック法の報酬開示義務等(Say-on-pay等)を免除する</p>            | <p>・EGCが開示を気にすることなく、経営者等の報酬を自由に選択することが可能となり、経営の自由度が高まる</p>   |
| <p>策定予定の財務会計基準及び会計監査人ローテーション制度の適用免除</p> <p>・EGCは、今後策定される財務会計基準が非公開企業に適用されるまでの間、同基準を遵守する必要はない。また、会計監査人のローテーション制度等も適用免除とされる</p>         | <p>・監査費用の削減に寄与する。また、監査人のローテーションを回避することにより、会計監査人の監査業務の効率化が実現する可能性がある</p>  |
| <p>非公開会社に対する公開会社と同様の報告義務を課す株主数基準の緩和</p> <p>・株主名簿上の株主数が2000名あるいは適格投資家でない株主数が500名になるまで、SECへの登録を免除する(銀行及び銀行持株会社は前者の基準のみが利用される)</p>       | <p>・未公開企業が従前に比べて長期に亘り公開企業に課せられる報告義務を免除され、報告に伴う費用を削減できる。EGCの場合には、プレファイリング・マーケティングの効果と相まって、公開前の株式取引が活性化される可能性がある</p> |

\* qualified institutional buyer  
 \*\* accredited investor

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

## 2. 資金調達の容易化

JOBS 法は、資金調達を容易化するために、これまでの証券諸法では不可侵とされてきたような規制緩和も含め、幾つかの措置を講じている。第一に、1933年証券法の

Regulation 144A 及び Regulation D の規則 506 が改正され、それぞれの条項に係る募集・販売において、一定の条件の下、広範囲な広告と一般勧誘が利用できることになった。この措置は全ての企業が対象とされている。この結果、企業が当該募集に際して投資家を見つけるために、新聞、インターネット、TV 広告等を利用することができることになる。見方を変えれば、当該募集に関する情報が広く一般の投資家にも行き渡ることになる。

第二に、クラウド・ファンディング (crowd funding) と呼ばれる資金調達手段に関する規制が緩和された。クラウド・ファンディングとは、インターネットサイトを通じて小規模投資家から資金調達を行う手法を指し、JOBS 法は、一定の要件を満たす場合に、クラウド・ファンディングにより資金調達を行う取引について 1933 年証券法上の登録義務から免除する扱いにしている。この登録免除を利用すれば、米国企業は、SEC 登録ブローカーあるいは新設された SEC 登録ファンディング・ポータルを通じて、一定限度までの資金調達を登録手続きを経ることなく実施できる。なお、SEC 登録ファンディング・ポータルとは、JOBS 法によって新たに設けられた制度で、具体的には、上記の登録免除取引の募集・販売における仲介者として機能し、(1) 自らのウェブサイトやポータルサイト上で投資アドバイスや勧誘を行わない、(2) 勧誘等の成果に基づいて自社の従業員に報酬を支払わない、等の条件を満たす者 (person) を言う。なお、SEC 登録ファンディング・ポータルは、SEC や自主規制機関の規制に従う必要がある。クラウド・ファンディングが実際に利用されるには SEC 等による関連規則が策定されるのを待つ必要があるため、今しばらく時間を要する見込みである。

### 3. 新しい発行体区分の創設

JOBS 法は、直近の年間総売上高が 10 億ドル未満の会社を「Emerging Growth Companies」(以下、EGC) という新しい発行体区分として創設し、EGC に関して、上記の措置に加えて、IPO に係わる諸々のコストを引き下げするために、IPO の手続きと IPO 後の開示規制の両面から幾つかの措置を講じている。なお、企業が EGC としての資格を保持できる期間は、最長で IPO から 5 年経過後の年度末までとされている。

まず IPO 手続きの見直しとしては、第一に、IPO 登録申請書類を SEC に対して秘匿扱いとして提出するという制度 (confidential filing) が、従来の適用対象であった外国企業だけでなく、EGC でも利用できる扱いとされた。これによって EGC は、他社との競争の観点から重要な情報を市場に晒すことなく IPO 手続きを進めることができるようになる。

第二に、EGC は募集前に一定の要件を満たす機関投資家を相手に口頭あるいは書面を通じてコミュニケーションをとること (プレファイリング・マーケティング) ができるとなった。こうした意見交換を通じて、EGC は募集に対する投資家の潜在的な関心を推し量ることができるようになる。また、EGC の引受証券会社が、自社の証券アナリストが作成した当該 EGC に関するリサーチレポートを、募集前に公表・配布することも可能になった。

第三に、EGC は、その IPO 登録申請書類に、通常 3 年分とされるところを、2 年分の監査済み財務諸表を含めて提出すればよいことになった。更に、その他の申請書においても、財務データの報告内容が簡素化される措置がとられている。こうした報告義務の緩和によって、EGC は監査費用等を削減することができると考えられる。

他方、IPO 後の開示規制の緩和策としては、サーベンス・オクスレー法 404(b)条からの適用除外がある。同条は、企業経営者に対して、財務報告に係る内部統制について文書化し、その有効性を毎年評価することを要求し、独立した監査人による財務報告に係る内部統制の監査を受けることを求めるものであるが、JOBS 法は EGC に対してこの義務を適用しない扱いとした。このほかにも、経営者報酬の開示義務の一部免除、更には、今後策定が見込まれる財務会計基準や会計監査人のローテーション制度の適用免除等が採用されている。このうちサーベンス・オクスレー法 404(b)条に関しては、先の IPO タスクフォースの調査結果のように、企業にとって費用負担が大きくなっており、これが小規模企業や海外企業の IPO を阻害しているとの指摘があった。それゆえに、今般の措置が IPO を促進すると期待されている。

JOBS 法は、上記で指摘した措置のほかにも、非公開企業に対して公開企業と同様の報告義務を求める基準として利用されてきた株主数基準を引き上げた。この措置は EGC に限らず全ての発行体に適用される。この株主数基準の緩和策は IPO 前の企業に対して株主数を増加させる選択肢を与えることになるため、前述のプレファイリング・マーケティングと組み合わせられることによって、非公開株式の取引量を増加させる可能性があると思われる。

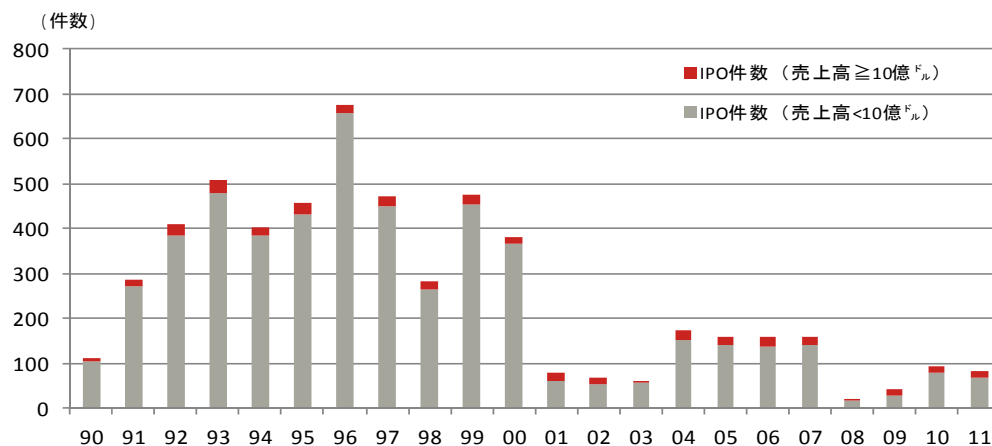
## 4 . JOBS 法への評価

JOBS 法が米国の IPO 市場に与える影響力は極めて大きいと予想される。図表 3 は、これまでの IPO 企業を JOBS 法において新設された EGC に該当する先と該当しない先に分けたうえで、それぞれの IPO 件数の推移を示したものである。図表から明らかな通り、既往 IPO 企業のほとんどは EGC の基準に該当していた。従って、今後上場する IPO 企業についても、その多くは EGC に該当するであろう。JOBS 法は事実上、米国 IPO 市場全体のルールを書き換えたと言っても過言ではないのである。このように JOBS 法が対象とする企業の範囲が広いだけに、JOBS 法への評価も二分されている。

ベンチャー業界、ベンチャーキャピタル、投資銀行は JOBS 法を肯定的に捉えている。また、IPO が活性化すれば、嘗てのアップル社やグーグル社のように、上場を契機に、世界的な企業に育っていく企業が輩出されるかもしれない、産業政策あるいは雇用政策の観点からも期待が持てるといえるだろう。新聞報道等によれば、JOBS 法を利用した IPO を検討する企業が散見される状況にある<sup>6</sup>。JOBS 法をきっかけとして、米国 IPO 市場や非公開

<sup>6</sup> 例えば、“Meet the JOBS Act’s Jobs-Free Companies”, *The Wall Street Journal*, June 4, 2012 や “IPO Pioneer Proposes Exchange for Small-Caps”, *Financial Times*, October 8, 2012 を参照。

図表3 売上高別の IPO 件数の推移



(注) 横軸は暦年。

(出所) 前述の Ritter 教授資料より野村資本市場研究所作成

株式の取引が活気付くと期待することには一定の根拠もあるといえるだろう。

その一方で、JOBS 法の対象企業が広いだけに、その悪影響も大きくなるという懸念もある。特に金融規制当局からは、投資家保護や市場の透明性の観点から、JOBS 法の弊害が指摘されてきた。シャピロ SEC 委員長は以前、リサーチアナリストに係る規制緩和が投資銀行における投資銀行業務とリサーチ業務の利益相反行為を助長しかねない点に言及していた。また、アキラ SEC 委員は、公開書簡のなかで、EGC に対する情報開示規制を緩和する結果、投資家が利用できる情報量が減少する可能性があるとして指摘すると共に、広範囲な広告及び一般勧誘規制の緩和に関して「米国の証券法を根底から変更してしまう」と強い警鐘を鳴らしていた。後者の指摘は、これまで公募にだけ認められてきた広範囲な広告及び一般勧誘を私募にまで広げることで、公募と私募の境界線が曖昧になってしまいかねないことに対する懸念を示すものとして理解することができる。

## フェイスブックの IPO を契機に改めて注目される IPO 制度

### 1. フェイスブックの IPO

JOBS 法が成立し、その賛否両論がみられるなかでフェイスブックが 5 月 18 日に NASDAQ に上場した。同社の知名度の高さもさることながら、前述の通り、米国 IPO 市場（とりわけ NASDAQ）において IT 企業やハイテク企業の IPO が冷え込んできた経緯もあって、フェイスブックの IPO は米国 IPO 市場の復活を占う試金石とされていた。実際に、同社の上場直前に、公募株式数が引き上げられたこともあり、一部には、投資家からの需要の強さや期待の大きさがあるという見方もあったようである（図表 4）。

ところが、フェイスブックの上場はこうした期待を裏切るものであったばかりか、米国



IPO 市場の問題点を浮き彫りにするものになったと指摘されている。一株 38 ドルの公募価格に対して、取引初日の日中価格は一時 45 ドルまでつけたが、取引終了が近づくにつれて価格は下落し、終値は公募価格とほぼ同じ 38.2318 ドル（初値リターン 0.61%<sup>7</sup>）で引けた。翌営業日以降、株価は下落傾向を辿り、10 月中旬には 20 ドルを下回る水準となっており、公募価格を大きく下回っている（図表 5）。

フェイスブックの IPO で問題視されているのは、第一に、IPO 時の情報提供が不公平であるという点である。主幹事証券会社（モルガン・スタンレー）が IPO の直前に、フェイスブック社の収益見通しを引下げ、当該情報を一部の機関投資家に対してだけ伝えたと言われ、個人投資家が情報面で不利な扱いを受けている可能性が懸念されている。

第二に、上場前に割当を受けた投資家が上場初日の株価が公募価格を上回るなかで、株式を売却し利益を上げることができたのに対して、株式の割当を受けることができず上場直後に株式を購入した投資家は上場後の株価急落に伴い損失を蒙ってしまったという点で

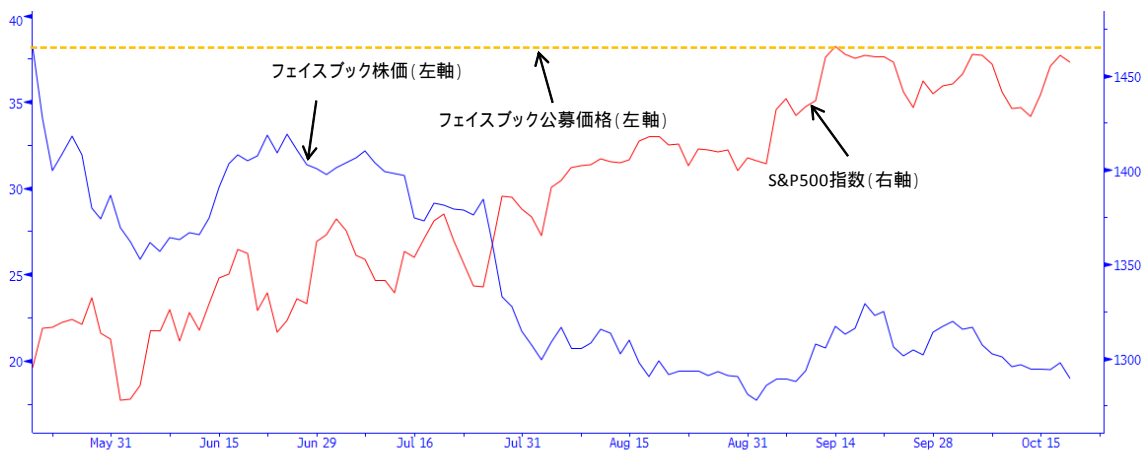
図表 4 フェイスブックの公募情報

|              |  |       |                               |   |
|--------------|--|-------|-------------------------------|---|
| IPO公表日       | 2/1/2012                                 | 主幹事   | モルガン・スタンレー                    |   |
| 新規発行株数       | 180M                                     | 共同主幹事 | Allen & Co                    |   |
| 売出株数         | 241.234M                                 |       | Bank of America Merrill Lynch |   |
| 発行済株式数       | 633.492M                                 |       | Barclays Capital              |   |
| 仮条件（5/15日時点） | 28.00 <sup>ドル</sup> ～35.00 <sup>ドル</sup> |       | Citi                          |   |
| 仮条件（5/16日時点） | 34.00 <sup>ドル</sup> ～38.00 <sup>ドル</sup> |       | Credit Suisse Securities      |   |
| 価格決定方式       | ブックビルディング方式                              |       | Dutsche Bank Securiteis       |   |
| 資金用途         | 一般事業資金、M&Aファイナンス、等                       |       | Goldman Schs                  |   |
| ロックアップ日      | 8/16/2012                                |       | JP Morgan                     |   |
| ロックアップ株数     | 271.124M                                 |       | その他引受証券                       | RBC Capital, Wells Fargo Securities, Blaylock Robert, BMO Capital |

（注） 図表の M は百万を示す。

（出所） 同社目論見書等より野村資本市場研究所作成

図表 5 フェイスブックの株価推移



（出所） Bloomberg より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> 公募価格に対する取引初日の終値の増減率（終値÷公募価格 - 1）は「初値リターン」あるいは「アンダープライシング」等と呼称される。本稿では初値リターンという用語を用いている。

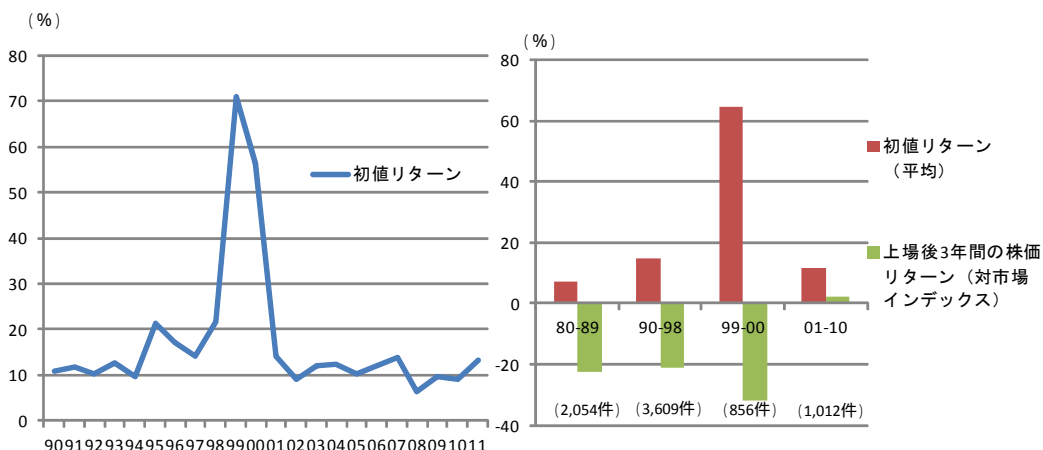
ある<sup>8</sup>。そして、現行の米国 IPO 制度の下では、機関投資家が公募価格での割当を受けることが多いのに対して、多くの個人投資家は上場後に株式を取得することが一般的である。このため、フェイスブックの IPO において損失を蒙ったのは個人投資家が大部分であると考えられている。

ところが、IPO 企業の株価が上場初日に上昇し、その後低下していくというパターンは以前から観察されてきた現象である。図表 6 は米国 IPO 市場における初値リターンと上場後の株価変化率を示している。左側の折れ線グラフは 90 年以降の各年に上場した企業の初値リターンの平均値である。グラフから明らかな通り、米国 IPO 市場では、初値リターンがプラスになること、すなわち、初日の終値は公募価格よりも高い水準になるのが一般的である。右図の棒グラフは、80 年代以降を幾つかの時期に分けて、初値リターン（平均値）と上場後 3 年間の対市場インデックス対比のリターンを示している。初値リターンの棒グラフがプラスになるのは先の折れ線グラフと同じであるが、対市場インデックス対比の棒グラフは時期によって符号が異なっている。80 年代から 90 年代にかけては、IPO 企業の株価が上場後 3 年間にかけて市場インデックス対比でアンダーパフォームしているのに対して、2001 年以降の 10 年間は、僅かであるが、アウトパフォームしている。図表 5 でみた通り、フェイスブックについては、上場後まだ数か月しか経過していないが、現在までのところ、市場インデックスに比べて大きくアンダーパフォームしている。

## 2. 改めて注目され始めた IPO 制度

フェイスブックの IPO が問題視されるなか、幾つかの企業が IPO を延期した<sup>9</sup>ことを受け、IPO 市場が一層低迷するのではないかとその雰囲気が高まった。こうした懸念から上院

図表 6 初値リターンと上場後の株価リターン



(出所) 前述 Ritter 教授資料より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> フェイスブックの上場に際しては、NASDAQ のシステム障害が発生し、NASDAQ から証券会社への情報回送が一時的に途絶え、取引開始が約 40 分遅れたほか、その後も注文状況の確認が遅延したという問題も発生した。

<sup>9</sup> 例えば、“Facebook IPO Facts, Fiction and Flops”, *The Wall Street Journal*, May 10, 2012 は、フェイスブックの IPO の翌週に 6 社の IPO が延期されたと報じている。

銀行住宅都市問題小委員会において、6月20日に「IPO手続きの検証：IPOは一般投資家にとって機能しているのか」と題して公聴会が開催された。公聴会には、IPOの研究者、IPOに関するコンサルティング会社、証券法を専門とする弁護士、証券市場を専門とするシンクタンクから、専門家が呼ばれた。公聴会では、フェイスブックのIPOに係る論点に止まらず、米国IPO市場の諸制度について広く議論が展開された。特に注目されるのは、IPOの価格決定方式を巡る議論とJOBS法が投資家保護に与える影響に関する議論の2点であり、主に以下の点が指摘された。

- IPO株式の価格決定及び割当先の決定方法として、米国ではブックビルディング方式が多用されているが、これは諸外国に比べて時代遅れである。ブックビルディング方式では、フェイスブックのIPOで明らかになったように、個人投資家にとって、利用できる情報が限られるだけでなく、株式を購入する機会も十分に与えられない。諸外国では、ブックビルディング方式と入札方式等、幾つかの手法を組み合わせた「ハイブリッド方式」が主流になっている。
- JOBS法で緩和されたクラウド・ファンディングは合理的な価格形成をもたらさない可能性が高く、特に、次の2つのリスクがある、第一は、情報を余り持たない熱狂的な投資家がクラウド・ファンディングに集まり、クラウド・ファンディングを通じて形成される価格が非合理的な水準となるリスクである。第二は、クラウド・ファンディングを通じた投資から損失を蒙った投資家が、公開市場から離れてしまうリスクである。

2000年代を迎えるまでは、米国のIPO市場は、諸外国に比べて厳しい開示基準や多様な投資家層を有するがゆえに、グローバルな市場間競争において優位な立場を保持してきたと考えられてきた<sup>10</sup>。しかしながら、JOBS法の成立や公聴会での議論も含めて、米国内における最近の問題意識は、こうした評価が既に時代遅れになってきているとの危機感を感じさせるものである。

## おわりに

成立してまだ間もないため、現時点では、米国IPO市場を大胆に改革しようとするJOBS法の効果を見極めることはできない。また、一般勧誘やクラウド・ファンディングに係る規則等、規制当局と自主規制機関が未策定の規則が残されている<sup>11</sup>。これらの規則

<sup>10</sup> 例えば、Coffee (2002), “Racing Towards the Top? The Impact of Cross-Listing and Stock Market Competition on International Corporate Governance” *Columbia Law and Economics Working Paper*, No.205., Doidge, Karolyi, and Stulz (2009), “Has New York Become Less Competitive than London in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choice over Time” *Journal of Financial Economics*, Vol.91 を参照。

<sup>11</sup> SECは8月29日に一般勧誘や広範囲な広告に関する規則案を公表したが、最終規則はまだ策定されていない。なお、この規則案に対しては、消費者保護団体や上院議員から、投資家保護の観点から問題があるとして、修正するように求める書簡が提出されている（例えば、“Carl Levin: JOBS Act Rule ‘Inexplicably Ignores Such Common Sense Practices’”, *Reuters*, October 5, 2012 や“Groups pan SEC Plan to Lift Advertising Ban on Private Offerings”, *Reuters*, October 10, 2012 を参照）。

策定も含めて、JOBS 法が今後どのように利用され、その結果、米国 IPO 市場が復活を果たすことができるのか注目される。JOBS 法が目指す米国 IPO 市場の活性化が進まない場合には、IPO の諸制度を巡る議論が一層活発化する可能性がある。11 月には大統領選挙があり、制度改革が直ぐに実現される可能性は極めて低いものの、米国 IPO 市場の制度改革はグローバルな市場間競争に強い影響を与えると予想され、今後とも注視が必要であるろう。