

米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 米国の上場企業数は1996年の約8,100社から、2016年の約4,300社に減少し、過去20年間で半減した。米国において新規公開（IPO）を行う企業数は、1996年の約870社から、2016年は約110社まで落ち込んだ。その背景として、ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティ・ファンドの増大によって、スタートアップ企業は、IPOをしなくても、資金を調達できるようになったことが挙げられる。また、サーベンス・オクスレー法やドッド=フランクリン法による規制遵守コストの増加も、米国上場企業数減少の一因とされている。
2. 米財務省は2017年10月、企業が規制負担を敬遠してIPOを行っていないということは、株式公開市場に係る既存の規制の一部は、本来の理念に反して、投資の機会を一部の富裕層等に限定し、結果的に、米国における経済格差の問題を悪化させている可能性がある」と指摘した。ジェブ・ヘンサーリング下院金融サービス委員長は2018年5月、米国上場企業数の減少に対処すべく、新規産業活性化法（JOBS法）を2018年中に改正することを目指す」と述べた。
3. JOBS法改正の機運が高まる中、証券業金融市場協会（SIFMA）は2018年4月、「より多くの企業に上場及び公開市場に留まることを手助けするための政策提言」と題する報告書を公表した。同報告書は、企業が負う内部統制要件等の負担軽減、議決権行使助言会社に対する監督制度の導入、株主提案の再提出基準の引き上げ等を主張した。つまり、SIFMAの提言は、株式公開市場における上場企業の負担軽減を主眼としており、IPOの増加を期待している。
4. 他方で、証券取引委員会（SEC）は、特に、中小規模企業が負うIPO手数料が過去16年間一律で7%である現状を踏まえ、金融機関等に対して同手数料水準の妥当性の説明を要請することで、競争原理を導入する方向性を示している。その結果、SECは株式公開市場だけではなく、未公開市場の活性化も期待できるとしている。スタートアップ企業にとって、株式公開市場と未公開市場が資金調達の間として併存する以上、金融機関には、IPOだけではなく、資金調達需要に応じて、クラウドファンディングや私募等の幅広いソリューションの提供が求められるであろう。

I. 過去 20 年間で半減した米国の上場企業数

米国の上場企業数は、1996年の約8,100社から、2016年の約4,300社に減少した(図表1)¹。新規公開(IPO)を行う米国における企業数は、1996年の約870社から、2016年は約110社まで落ち込んだ(図表2)²。その背景として、ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティ・ファンドの増大によって、スタートアップ企業は、IPOをしなくても、資金を調達できるようになったことが挙げられる。また、2000年代初頭に大企業の不正会計問題を受けて成立したサーベンス・オクスレー法や、2008年の金融危機を教訓に成立したドッド=フランク法による規制遵守コストの増加も、米国の上場企業数の減少要因の一つとされている。

IPOは、起業家の目標である。IPOによって、スタートアップ企業は事業拡大のための資金を調達することが可能であり、その企業の経営者や従業員は、報酬として受け取った自社株やストックオプションを換金することができる。IPOには、上場企業に対してイノベーションを促進させる側面がある。1955年のフォーチュン500社のうち、2014年時点で、当該リストに存続していた企業は12%であり、イノベーションを創出できない企業は市場から退出したと言える。加えて、IPOは雇用を創出し、米国経済の繁栄に貢献してきた。カウフマン財団の調査によると、1996年から2010年にIPOした2,766社は、IPO以前に比べて、従業員数を約220万名増加させた³。つまり、米国の株式市場は、米国経済の象徴であり、IPOは資本市場にダイナミズムを生み出し、長期に亘って、直接・間接的に国民の生活水準を向上させてきた。

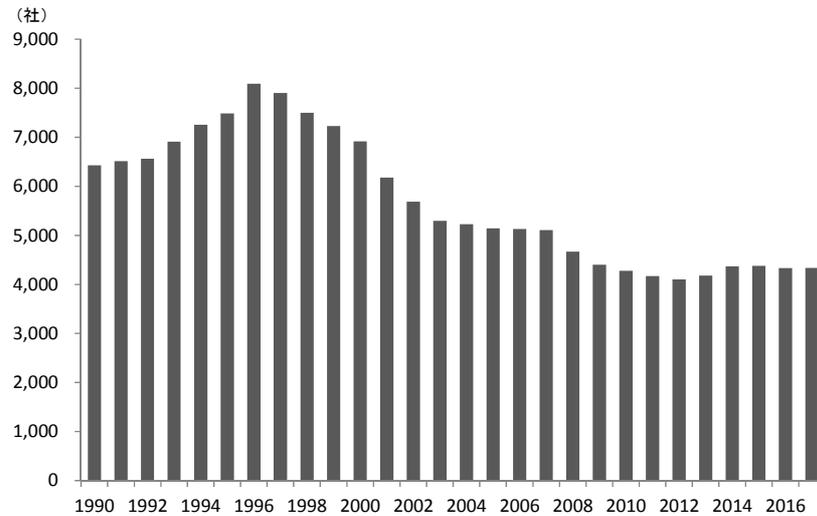
しかし、米国の上場企業数は、2000年代前半に約5,000社、2008年以降には約4,300社と、ピーク時の約8,100社に遠く及ばない。IPOの減退は、個人投資家の資産形成や、企業のビジネス機会を減少させ、米国経済の長期的な健全性を阻む障害となり得るとの考えの下、米国ではIPO活性化の施策について議論が活発化している。本稿は、証券取引委員会(SEC)及び証券業金融市場協会(SIFMA)が提示した提言を中心に、公開市場の活性化に係る施策について整理を図る。

¹ 国際取引所連合ウェブサイトより取得。

² SIFMAウェブサイトより取得。

³ Kauffman Foundation, "Post-IPO Employment and Revenue growth for U.S. IPOs," May, 2012.

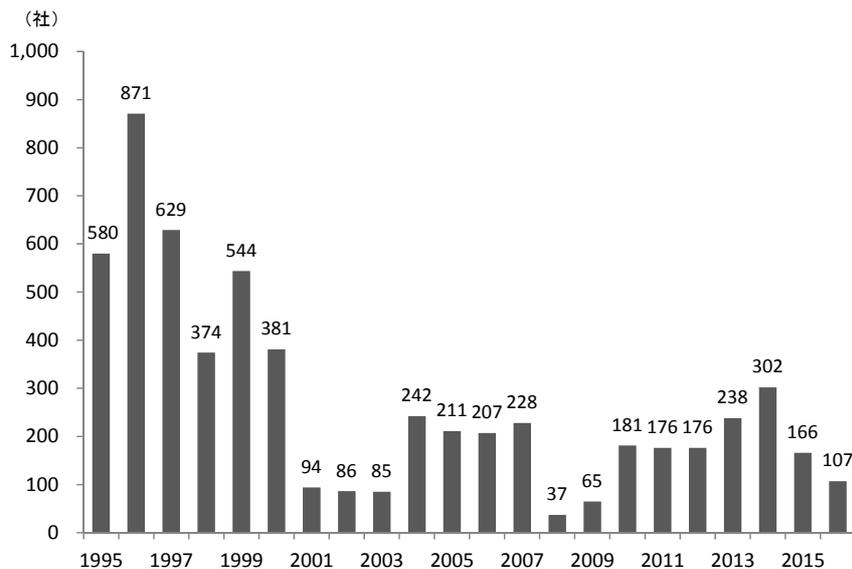
図表 1 米国の上場企業数の推移



(注) 米国の国法証券取引所に上場する SEC 登録企業数。上場投資信託は除外。

(出所) 国際取引所連合より野村資本市場研究所作成

図表 2 米国における IPO を行った企業数



(注) クローズド・エンド・ファンドの上場件数は除外。

(出所) SIMFA より野村資本市場研究所作成

II. 問題視される米国上場企業数の減少

1. オバマ政権下で成立した JOBS 法

2008 年の金融危機以降、米国上場企業数の減少について具体的な政策を打ち出したのは、バラク・オバマ政権であった。オバマ前大統領は 2012 年 4 月、新規産業活性化法 (JOBS

法: Jumpstart Our Business Startups Act) を可決した⁴。JOBS 法は、雇用創出及び経済成長を高めるべく、IPO に係る諸規則の改革を主眼としており、中小企業やスタートアップ企業が、資金調達を容易に行えるよう連邦証券法等を改正した。JOBS 法は、新興成長企業 (EGC: Emerging Growth Company) という発行体区分を設けて、役員報酬の開示義務や内部統制の監査証明義務を免除した。EGC とは、2011 年 12 月 8 日以降に IPO 価格の値決めがされ、年間総収益が 10 億ドル未満 (直近会計年度) の企業を指す。

JOBS 法が成立した結果、米国の IPO は 2014 年に約 290 件に達し、2000 年以降最多となった。また、2013 年 4 月以降に IPO を実施した企業の約 90% が、EGC の枠組みを活用した。つまり、JOBS 法は、投資家保護を犠牲にすることなく、企業の規制負担を軽減することが一定の範囲において可能であることを示した。しかし、JOBS 法成立以降、米国の IPO 件数は 1990 年代の水準には回復していない。そこで、下院金融サービス委員会のジェブ・ヘンサーリング委員長は、更なる規制緩和として、2014 年 4 月に 11 の法案を提示し、そのうち 5 法案が下院で可決された。これを JOBS 法 2.0 と呼称する。

オバマ前大統領は 2015 年 12 月、JOBS 法 2.0 を盛り込んだ米国陸上交通修復法案 (FAST 法: Fixing America's Surface Transportation Act) に署名した。JOBS 法は、EGC に対して、外部非公開ベースで IPO 登録書を SEC に届出することを認めており、発行会社がロードショーを行う 21 日前までに公開の形で正式提出することを規定していたが、FAST 法は同期間を 15 日前に短縮する等、一定の範囲で規制緩和を実現した。

2. トランプ政権下にて活発化する JOBS 法 3.0 に関する議論

JOBS 法 2.0 の成立にも関わらず、米国上場企業数が増加傾向に転じないことから、ヘンサーリング下院金融サービス委員長は、更なる公開市場の活性化の施策として、金融選択法案 (Financial CHOICE Act) を起草し、2016 年 9 月に同委員会にて可決した⁵。金融選択法案はドナルド・トランプ政権による金融規制緩和の土台になったことで知られているが、その他にも、個人やスタートアップ企業等への資金供給の改善を図る施策や、金融市場の機能や経済・雇用に悪影響を与える過度な規制の修正等が盛り込まれた。

その後、トランプ政権が 2017 年 1 月に発足したことを受けて、連邦議会だけではなく、SEC も IPO の促進に係る規則改定に前向きな姿勢を示し始めた。ジェイ・クレイトン SEC 委員長は 2017 年 7 月、委員長就任後、初の講演において「上場企業の数の減少は、米国にとって深刻な問題である。企業が IPO を避ければ、投資家の大部分は、そうした企業の成長の恩恵を享受できない。その結果、米国の経済と社会に影響を及ぼす可能性がある」と述べた⁶。

⁴ 詳細は、淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号、岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号を参照。

⁵ 詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ新政権下で注目される金融規制改革の方向性—ドッド=フランク法と金融選択法案 (Financial CHOICE Act) —」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号を参照。なお、金融選択法案は下院にて可決されたが、上院において実質的に審議されていない。

⁶ SEC Chairman Jay Clayton, "Remarks at the Economic Club of New York," July, 2017.

米財務省は2017年10月、「経済的機会を創出する金融システム：資本市場編」と題する報告書（米財務省報告書）を公表した⁷。同報告書は、トランプ米大統領が2017年2月に発出した大統領令を受けて策定されたものであり、図表3が示す10項目をIPO減少要因として提示し、その上で、企業が規制負担を敬遠してIPOを行っていないということは、株式公開市場に係る既存の規制の一部は、本来の理念に反して、投資の機会を一部の富裕層等に限定し、結果的に、米国における経済格差の問題を悪化させている可能性がある⁸と指摘した⁸。

更に、トランプ米大統領は2018年5月、経済成長・規制緩和及び消費者保護法案（ドッド＝フランク法改正）に署名した⁹。これにより、主に中小の銀行に対する金融規制の緩和が一定の範囲で実現した。同法案が成立する際、ヘンサーリング下院金融サービス委員長は、ドッド＝フランク法改正法の成立は、規制緩和を目的とした政策パッケージの第一弾に過ぎないと強調し、第二弾として、米国上場企業数の減少に対処すべく、JOBS法を2018年中に改正することを目指す¹⁰と述べた。これをJOBS法3.0と呼称する¹⁰。

図表3 IPOが減退した規制及び市場の環境変化

	項目
1	サーベンス・オクスリー法やドッド＝フランク法等の規制の遵守コストの上昇
2	非財務情報の開示
3	市場の分断やリサーチのカバレッジの面で中小企業に不利な環境
4	株主から訴訟を提起されるリスク
5	一部の近視眼的な株主からの圧力
6	議決権行使助言会社の不十分な監視と説明責任
7	デットの調達コストの低下
8	合併・買収（M&A）の増加
9	ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティ・ファンドからの投資拡大
10	株式市場の構造変化（投資信託等を通じた間接的な保有の増加）

（出所）米財務省より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. EGC に対する規制緩和の拡大に係る SIFMA の提言

1. ドッド＝フランク法の報告要件の軽減

JOBS法3.0の成立に向けた機運が高まる中、SIFMAは2018年4月、「より多くの企業に上場及び公開市場に留まることを手助けするための政策提言」と題する報告書（SIFMA

⁷ 詳細は、岡田功太、吉川浩史「米財務省による資本市場の包括的な規制・制度改革提言」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号（ウェブサイト版）を参照。

⁸ 大統領令の詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成—ドッド＝フランク法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方—」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

⁹ 詳細は、岡田功太「中小銀行の規制緩和を主眼としたドッド＝フランク法改正—経済成長・規制緩和及び消費者保護法の成立—」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号（ウェブサイト版）を参照。

¹⁰ “After Senate reg relief bill, House package would be cherry on top,” *American Banker*, July 17th 2018.

報告書)を公表した¹¹。同報告書は、SIFMAを構成する民間金融機関の立場から提示されたものであり、主にIPO活性化を促進することを主眼としている。

SIFMA報告書は、第一に、役員報酬の開示義務の軽減期間の延長を求めている。JOBS法は、EGCに対して、IPO後の5年間において、1934年証券取引所法14A条(a)及び(b)が規定する役員報酬について、個別議案による株主承認を要求する規定(Say on pay規則)の適用除外を認めている。また、EGCは、JOBS法において、ドッド=フランク法953条(a)で追加された1934年証券取引所法14条(i)が規定する支払役員報酬と発行会社の業績の関係の開示や、従業員報酬と役員報酬の比率の開示を求めるドッド=フランク法953条(b)(1)の対象発行会社から除外されている。それに対して、SIFMA報告書は、EGCの定義を満たすスタートアップ企業にとって、IPOに踏み切るインセンティブが高まるよう、役員報酬の開示義務の軽減期間をIPO後10年間に延長することを提言している。

2. サーベンス・オクスレー法の内部統制要件の軽減

第二に、SIFMA報告書は、収益(revenue)が年間5,000万ドル未満であり、かつ、流通株式総額(public float)が7億ドル未満のEGCについて、内部統制の監査証明義務の免除期間を延長することを提言している。サーベンス・オクスレー法404(b)条は、企業経営者に対して、財務報告に係る内部統制を文書化し、その有効性を毎年評価し、監査人による監査を受けることを求めている¹²。同条が規定する内部統制要件は、個々の企業の事業規模やビジネスモデルを考慮せず、一律に適用される。そのため、多くのスタートアップ企業は、IPO後5年間の免除期限が過ぎた後、限られたリソースをR&Dや人材の獲得等から、コンプライアンスに配分することを強いられる。そこで、SIFMA報告書は、一部のEGCについて、内部統制の監査証明義務の免除期間をIPO後10年間に延長することを提言している。

実は、SIFMAだけではなく、米財務省も米財務省報告書にて同様の改正を主張している。具体的には、大企業に比べてスタートアップ企業こそ、追加的な雇用を生み出す可能性を秘めているため、株式公開市場はスタートアップ企業にとって魅力的でなければならないとの考えを示している。しかし、実際には、サーベンス・オクスレー法成立以降、上場企業による特許申請件数が減少している通り、コンプライアンス・コストの上昇に伴って、上場企業によるイノベーションが阻害されている可能性がある」と指摘している。そこで、同報告書では、サーベンス・オクスレー法404(b)条の内部統制に係る要件を企業の規模に応じて改正するよう提言している。

¹¹ SIFMA, "Expanding the On-Ramp: Recommendations to Help More Companies Go and Stay Public," April, 2018.

¹² 詳細は、大崎貞和「米国における内部統制監査制度見直しの動き」『資本市場クォーターリー』2006年夏号を参照。

3. テスト・ザ・ウォーターの範囲拡大

第三に、SIFMA 報告書は、テスト・ザ・ウォーター（testing the waters）と呼ばれる募集に関する機関投資家への事前打診の解禁について、EGC だけではなく、全ての発行体に適用することを提言している。従来、1933 年証券法 5 条(c)は、募集に先だって、募集に係る関心の有無を投資家に打診することを違法としてきた。これに対して JOBS 法は、1933 年証券法 5 条(d)を新設し、EGC に対して、①適格機関購入者（Qualified Institutional Buyers）、②自衛力認定投資家（Accredited Investors）である機関投資家に、証券の募集に関心があるか否かについて判断するため、口頭または文書コミュニケーションを行うことを許容した¹³。この機関投資家の関心を探る作業をテスト・ザ・ウォーターと呼称する。

SIFMA 報告書は、1933 年証券法 5 条(d)を改正し、EGC だけではなく、全ての発行体に対してテスト・ザ・ウォーターを実施することを認めるよう提言している。また、米財務省報告書は、①テスト・ザ・ウォーターは、企業が IPO する際のリスクを把握するにあたって有用であること、②テスト・ザ・ウォーターによる企業情報は、潜在的な投資家のみ開示され、競合他社には開示されないこと等を踏まえ、EGC 以外の企業にも、テスト・ザ・ウォーターの実施を許容すべきであると主張している。

IV. 株主提案制度に関する提言

1. 議決権行使助言会社に係る規制の策定

企業にとって IPO に伴うコストは、役員報酬の開示や内部統制要件に限らない。米国の上場企業は、アクティビストからの強い圧力を受け、経営者は株主提案への対応にリソースを割かざるを得ない状況にあり、IPO に伴う広義のコストを負っていると言える。

株主提案の成否は、議決権行使助言会社（Proxy Advisory Firms）が示す方針に左右される場合がある。議決権行使助言会社は、事実上、コーポレート・ガバナンスの基準策定者と見なされている一方で、会社提案に反対のスタンスをとった際に、しばしば誤解・事実誤認があるとされ、批判の対象となっている。また、代表的な議決権行使助言会社であるインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（ISS）とグラス・ルイスは、市場を独占しており、競争原理が働いていないことに加えて、特に ISS は、コーポレート・ガバナンスの評価改善に向けたコンサルタント業務を企業に提供しており、株主に対する議決権行使助言業務との間に、潜在的な利益相反の可能性が指摘されている。

そこで、SIFMA 報告書は、議決権行使助言会社に対する SEC の監督の導入を提言している。特に、スタートアップ企業には、議決権行使助言会社との対話経験が少なく、両者の見解の相違が生じた場合の対応コストは大きい。また、金融選択法案も、1934 年証券取

¹³ 自衛力認定投資家とは、金融機関の他に、500 万ドル超の資産を持つ法人、純資産が 100 万ドル以上または当年度の所得の推定額と直近 2 年間の所得実績が 20 万ドル以上（または配偶者との収入合計 30 万ドル以上）の個人投資家等を指す。

引所法を改正し、議決権行使助言会社を登録制にした上で、提供サービスの信頼性を確保することを提言している。更に、連邦議会下院は2017年12月、議決権行使助言会社に対してSEC登録を義務付け、厳格な監督対象とする超党派法案を可決した¹⁴。同法案は、議決権行使助言会社に対して、正確かつ客観的な提言を行う専門性と能力の証明を義務付け、発行体に対して、議決権行使提言に対応する時間を十分に与えることを主眼とする。

2. 株主提案の再提出基準の引き上げ

第二に、SIFMA 報告書及び米財務省報告書は、株主提案の再提出の基準引き上げを提言している。現在、1934年証券取引所法規則14a-8の下、新規の株主提案を提出するには、過去1年間において、対象企業の時価2,000ドル以上、または議決権ベースで1%以上の保有が要件とされている。他方で、過去5年間に同様の株主提案がある場合、その回数（1回、2回、3回以上）に応じて、議決権ベースの保有比率（3%、6%、10%）が要件として規定されている（図表4）。つまり、現行の規則は、過去に圧倒的多数で否決された議案であっても、毎年再提出することを認めており、大部分の株主が反対票を投じたとしても、議決権の保有比率によっては、一人の株主が提案を再提出することを許容している。

図表4 米国における株主提案の再提出の基準

回数	議決権保有ベースの要件
過去5年間に1度付議された場合	前回投票における出席株主の株式の3%
過去5年間に2度付議された場合	前回投票における出席株主の株式の6%
過去5年間に3度以上付議された場合	前回投票における出席株主の株式の10%

（出所）SECより野村資本市場研究所作成

株主提案制度の本来の理念は、上場企業と株主の建設的な対話（エンゲージメント）を促進することである。SECは、1934年証券取引所法規則14a-8について、持分が比較的小さな株主であっても、経営陣と並んで議案を提示する機会を与えていると評価している。しかし、現在、株主提案出制度は、中核事業とは全く関係がないような提案に活用されることがあり、上場企業の経営者にとって負担となっている側面がある。

そこで、SIFMA 報告書及び米財務省報告書は、株主提案の再提出の基準厳格化を提言している。SECは1997年に、株主提案の再提出基準厳格化を回数（1回、2回、3回以上）に応じて、議決権ベースの保有比率（6%、15%、30%）に引き上げることを提案したが、当時は支持が得られず最終化されなかった。それに対して、SIFMA 報告書は、今後、株主提案の再提出基準を見直すにあたって、1997年のSEC規則案の内容を議論の出発点とすべきであると主張している。

¹⁴ HR 4015 - Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017.

V. EGC に関する情報の入手機会の改善

1. IPO 前のリサーチに関する検証

株式公開市場の活性化には、発行体に関する情報開示が欠かせない。そのツールとして、株式アナリストが発行するリサーチ・レポートは有用である。しかし、小規模な上場企業を対象としたリサーチ・レポートの量は減少傾向にある。主要な証券取引所に上場する時価総額1億ドル未満の企業のうち、約60%は株式アナリストによるリサーチのカバレッジがない。リサーチ・レポートの量の減少は、投資家の関心を引く機会を限定し、IPO後の企業の流動性と取引環境に影響を及ぼす可能性がある。そこで、SIFMA 報告書は、SEC に対して、JOBS 法成立以降に、IPO 前のリサーチ・レポートの提供がされていない理由を調査すべきである主張している。

従来、IPO に先立つリサーチ・レポートの公表は禁止されていた。IPO の幹事会社の場合、①IPO 後40日間のリサーチ・レポートの公表禁止、②ロックアップの終了前15日間におけるリサーチ・レポートの公表禁止、③ロックアップ終了後についても、一定期間のリサーチ・レポートの公表は禁止されていた。それに対して、JOBS 法は、EGC に関するリサーチ・レポートを IPO 前に公表・配布することを解禁し、EGC の認知度を上げて、投資家が情報入手機会を拡充できるよう措置を講じた。

しかし、実際には、IPO の前に、EGC に関するリサーチ・レポートを発行した金融機関の数は限定的であった。その理由として、SEC の規則 10b-5 が定める不実開示に係る責任については、金融機関が負っている点が挙げられる。これは、JOBS 法成立当初より指摘されていたことであり、同法の理念と反することから、SIFMA は SEC に対して、規則 10b-5 以外にも、EGC に関する IPO の前のリサーチ・レポート発行を抑止するような規制・規則が存続していないか、検証することを提言している。

2. 株式アナリストと投資銀行部門の担当者が同席する機会の拡大

株式アナリストがリサーチ・レポートを発行するには、発行体の経営状況の把握を目的として、取材・インタビューの場は欠かせない。SIFMA 報告書は、SEC に対して、株式アナリストが投資銀行部門の担当者と共に、EGC 経営者との会議に障害なく参加することを促すよう要請している。実は、JOBS 法 105 条(B)は、多忙なベンチャー企業経営者が、投資銀行部門の担当者と株式アナリストと別々に会議を持つことは負担であるとの考えの下、両者が同席することを認めている。同条項は、投資銀行部門の担当者が同席している場において、株式アナリストが EGC 経営者に対して自身の紹介・リサーチの概要を説明することを認めており、EGC 経営者が株式アナリストに対して事業内容や業界のトレンド等について説明をすること等を許容している。

他方で、JOBS 法は、EGC に関連するリサーチに係る全ての制限を撤廃するものではない。例えば、株式アナリストは、リサーチ・レポートにおいて表明する見解は、その個人

的見解を正確に反映するものであるとの証明義務を規定するレギュレーション AC については順守しなければならない。また、株式アナリストは、投資銀行部門の担当者が、EGC 経営者に対して、投資銀行業務を勧誘する場には同席してはならない。その結果、如何に JOBS 法が認めていても、EGC 経営者及び投資銀行部門の担当者とミーティングに同席することによって、株式アナリストが投資銀行ビジネスを誘致していると思なされる可能性を完全には排除できない。そのため、株式アナリストと投資銀行部門の担当者は、依然として、EGC 経営者との会議に同席することを避けており、JOBS 法 105 条(B)は有効に機能しているとは言い難い。

SIFMA は、直接・間接的に、株式アナリストが発行体にとって有利なリサーチを提供しないことを条件に、SEC に対して、株式アナリスト及び投資銀行部門の担当者と EGC 経営者が同席する会議において、議論できる内容を増やす施策を検討するよう求めている。

VI. 企業が負担する IPO 手数料に注目する SEC

1. 直接的な IPO 手数料に対する競争原理の導入

一方、SEC は、企業が IPO 時に金融機関等に支払う直接・間接的な手数料に焦点を当て、株式公開市場活性化の施策を打ち出そうとしている。ロバート・ジャクソン SEC 委員（共和党）は 2018 年 4 月、「中規模市場の IPO 課税」と題した講演を行った¹⁵。その中で、同委員は、IPO 研究の専門家であるジェイ・リッター氏（フロリダ大学教授）と共に、IPO を実施した企業を規模別に分類し、直接・間接的な手数料について比較・調査を行った。

同調査によると、2001 年から 2016 年にかけて、700 件実施された中規模企業（IPO による調達額が 2,500 万ドル-1 億ドル）の IPO のうち、約 97%（件数ベース）は、IPO 時の企業価値の 7%を手数料として負担していた。当該手数料はグロス・スプレッドと呼称される。それに対して、同期間において、953 件実施された大規模企業（IPO による調達額が 1 億ドル以上）の IPO のうち、7%以上のグロス・スプレッドを負担したケースは約 50%（件数ベース）であった（図表 5）。

図表 5 2001 年から 2016 年のグロス・スプレッド

グロス・スプレッド	中規模企業 (IPOによる調達額が2,500万ドル-1億ドル)		大規模企業 (IPOによる調達額が1億ドル以上)	
	IPOの比率 (件数ベース)	IPO件数	IPOの比率 (件数ベース)	IPO件数
<7%	2.5%	16	48.9%	457
=7%	96.6%	676	50.4%	472
>7%	1.1%	8	0.6%	6
合計	100%	700	100%	935

(出所) SEC 及びフロリダ大学より野村資本市場研究所作成

¹⁵ Commissioner Robert J. Jackson Jr., "The Middle-Market IPO Tax," April, 2018.

ジャクソン SEC 委員は、大規模企業と中規模企業のグロス・スプレッドが異なることは、当然であるとした一方で、本来、中規模企業の中でも、今後の成長可能性、財務状況、経営者の質に応じて、個社別に同スプレッドは変化するはずであると主張した。しかし、中規模企業のグロス・スプレッドは、過去 16 年間一律 7% であることから、企業は何に対する対価として同スプレッドを支払っているのか、金融機関等が最適な IPO 案件を実施するインセンティブとなっているのか疑問を呈した。同 SEC 委員は、グロス・スプレッドの水準設定時に競争原理が働かなければ、中規模企業は未公開市場に留まることを選択し、結果的に米国上場企業数の減少要因になると主張している。

2. 中規模企業に対するアンダープライシングの妥当性

ジャクソン SEC 委員は、間接的な IPO 手数料にも言及した。一般的に、金融機関等は企業の価値よりも、敢えて低く見積もって、IPO の公募価格を算出する。これをアンダープライシング（またはディスカウント）と呼称する。仮に、アンダープライシングを実施しなければ、企業は IPO 時に、より多額の資金を調達できた可能性があるため、当該企業にとって間接的な手数料と見なすことが可能であり、金融機関等にとっても収益獲得機会の喪失でもある。

それでも、金融機関等がアンダープライシングを実施する理由の一つとして、ジャクソン SEC 委員は、IPO 後の初日に株価を上昇させ、当該 IPO 案件に参加した機関投資家に対して利益をもたらすためであるとしている。その他に、未公開企業は公開企業に比べて、IPO 後に業績（予想）を下方修正する場合等が考えられるため、アンダープライシングの実施は妥当であるという見方もある。

ジャクソン SEC 委員は、アンダープライシングそのものではなく、大規模企業と中規模企業のアンダープライシングの差異に着目している。過去 16 年間のアンダープライシングの平均値は、中規模企業（IPO 時点から過去 12 カ月間の売上高が 5,000 万ドル-10 億ドル）が 16.6% で、大規模企業（IPO 時点から過去 12 カ月間の売上高が 10 億ドル以上）が 8.8% であった。その結果、同期間の間接的な IPO 手数料額の合計額は、中規模企業が約 290 億ドルで、大規模企業は約 200 億ドルであった（図表 6）。

ジャクソン SEC 委員は、同じ未公開企業であるにもかかわらず、大規模企業よりも中規模企業の方が、多額の間接的な IPO 手数料を負担しなければならない理由は不明確であり、IPO 阻害要因であると主張している。今後、ジャクソン SEC 委員は、他の SEC 委員と協議した上で、金融機関等に対して直接及び間接的な IPO 手数料の開示を促し、その水準の妥当性の説明を要請する予定であると述べた。仮に、グロス・スプレッドが高水準であり、アンダープライシング幅が大きい故に、スタートアップ企業が IPO を躊躇しているのであれば、個人投資家が資本市場を通じて米国経済の成長エンジンの一つであるイノベーションの恩恵を享受する機会を阻害していることになる。ジャクソン SEC 委員の主張は、株式公開市場における調達コストを低下させ、個人投資家によるアクセスを促すことで、米

国経済の繁栄に貢献するよう制度設計することを目指していると言えよう。

図表 6 2000 年から 2016 年のアンダープライシング

	中規模企業 (過去 12 カ月間の売上高が 5,000 万ドル~10 億ドル)		大規模企業 (過去 12 カ月間の売上高が 10 億ドル以上)	
	アンダープライシング 平均値 (%)	間接的 IPO 手数料額 (100 万ドル)	アンダープライシング 平均値 (%)	間接的 IPO 手数料額 (100 万ドル)
2001 年	13.6	596.0	11.2	2,081.3
2002 年	12.0	723.9	6.4	341.7
2003 年	12.9	634.1	10.3	282.4
2004 年	14.4	2,090.8	10.4	1,406.1
2005 年	13.1	2,074.0	4.1	447.5
2006 年	15.0	2,293.1	9.5	1,421.9
2007 年	17.0	3,426.0	8.9	1,108.4
2008 年	8.4	628.6	2.5	4,994.8
2009 年	12.4	498.0	8.3	956.9
2010 年	11.9	981.3	5.7	810.1
2011 年	18.1	2,266.6	6.5	1,069.4
2012 年	22.2	2,124.5	10.8	598.1
2013 年	27.2	4,798.5	15.9	2,402.6
2014 年	18.8	3,248.5	4.9	646.5
2015 年	19.1	1,852.2	15.9	749.4
2016 年	29.0	1,151.8	9.2	545.6
	過去 16 年の平均値： 16.6	過去 16 年の合計値： 29,287.9	過去 16 年の平均値： 8.8	過去 16 年の合計値： 19,862.7

(出所) SEC 及びフロリダ大学より野村資本市場研究所作成

VII. 未公開株式市場の活性化も視野に入れる米国市場関係者の議論

ジャクソン SEC 委員は、グロス・スプレッド及びアンダープライシングの開示を促し、その水準の妥当性を明確化することで競争原理が働けば、株式の公開市場だけではなく、未公開市場の活性化も期待できると考えている。スタートアップ企業には、IPO を実施することで株式公開市場において資金調達するのか、ベンチャー・キャピタル等から未公開市場において資金調達するのか、2 つの選択肢がある。仮に、グロス・スプレッド及びアンダープライシングの開示を促した結果、IPO に伴う直接・間接的コストが低減すれば、公開市場だけではなく、未公開市場における資金調達コストも低下するはずである。

それに対して、SIFMA 報告書は、企業が負う役員報酬の開示義務や内部統制要件等の負担の軽減を提言している。また、同報告書は、議決権行使助言会社に対する SEC の監督制度の導入や、株主提案制度における再提出基準の引き上げ等を主張している。つまり、同報告書は、あくまで株式公開市場における上場企業の負担軽減を主眼としており、基本的には、スタートアップ企業に対して、IPO の実施増加を望んでおり、結果として、民間の金融機関のエクイティ関連事業に好影響を与える施策を期待している。

SIFMA 報告書の提言は、金融選択法案や米財務省報告書を基に策定されている。米財務省報告書は、①発行登録に関する少額免除規定であるレギュレーション A+の下、調達で

きる年間総額の上限を現行の 5,000 万ドルから 7,500 万ドルに引き上げること、②株式型クラウドファンディングによる調達金額の上限を年間総額 100 万ドルから 500 万ドルに引き上げること、③私募に関するレギュレーション D で規定する自衛力認定投資家の範囲を拡大し、より多くの投資家に未公開株式への投資を認めること等の提言を示している。つまり、米財務省、SEC、下院の三者が示した政策の方向性は、株式の公開市場だけではなく、未公開市場も含めた包括的な調達市場の活性化である。スタートアップ企業にとって、公開市場と未公開市場が資金調達の間として併存する以上、金融機関には、今後より一層、資金調達需要に応じて、クラウドファンディング、私募、IPO 等の幅広いソリューションを総合的に提供することが求められるであろう。