

## 米国の IPO 活性化及びスタートアップ企業への投資促進に係る政策 —JOBS 法 3.0 を中心に—

岡田 功太、下山 貴史

### ■ 要 約 ■

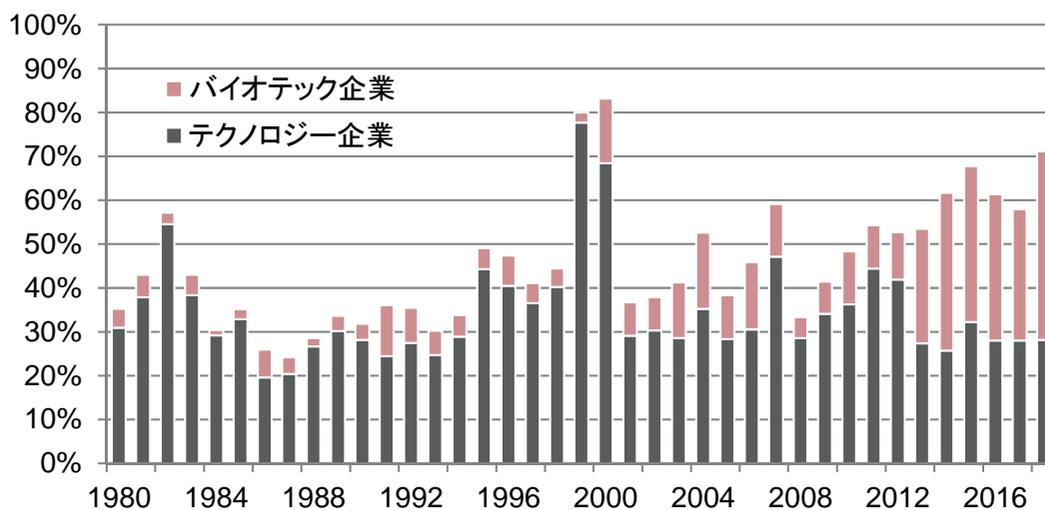
1. 米国では、ドナルド・トランプ政権の下、米国資本市場の活性化を図るべく、「雇用及び投資家信認法案」(JOBS and Investor Confidence Act of 2018)の再提出と成立の機運が高まっている。同法案は、オバマ政権下の2012年4月に制定された「新規産業活性化法」(JOBS 法)のアップデートとして位置づけられており、JOBS 法 3.0 と呼称されている。JOBS 法 3.0 は、連邦議会の2017~18年会期に成立に至らず廃案となったが、トランプ政権下の金融規制改革の重要事項が盛り込まれており、同法案を見ることにより、今後の施策を理解することができる。
2. JOBS 法 3.0 の目的は、第一に、投資家による資本市場へのアクセスの拡大である。同法案は、証券取引委員会(SEC)に対して、レギュレーション D を改正し、発行体が有価証券の売り出しに関心がある投資家にプレゼンテーションを行うことを目的とする「デモ・デイ」の導入を要請している。また、個人による私募投資の拡大を促進するべく、自衛力認定投資家の定義を近代化している。
3. 第二に、資本市場の活性化に向けた金融仲介の促進である。例えば、ベンチャー・キャピタル・ファンドに係る登録免除要件を緩和する。更に、JOBS 法 3.0 は、1940年投資会社法の下、SECに登録するミューチュアル・ファンドに係る規制緩和についても規定し、中小規模企業への投資の拡大を促している。
4. 第三に、IPOの活性化を目的とした発行体に対する規制緩和である。発行体のコンプライアンス・コストの削減や、内部統制要件の免除対象の拡大を規定している。加えて、JOBS 法 3.0 は、SECに対して、中小規模企業がIPOする際の直接及び間接的なコストについて調査し、連邦議会に報告することを要請している。
5. 他方で、JOBS 法 3.0 は、投資家保護に係る規定も設けている。例えば、議決権種類株式の発行体に対する情報開示の強化である。議決権種類株式を発行する企業では、コーポレート・ガバナンス上の問題点が指摘されているためである。
6. JOBS 法 3.0 は、投資家保護を損なうことなく規制緩和を実現することで、米国の資本市場を活性化し、更なるダイナミズムを生み出すことを目指していると言える。刻々と変化する金融・資本市場の実態に合わせて法規制を適切に整備しようとする取り組みであり、今後の議論と法案の行方が注目される。

## I 米国の IPO 市場の現状

近年、米国では、ユニコーン企業（創業 10 年以内で評価額が 10 億ドル以上の未上場企業）の新規株式公開（IPO）が注目を集めている。米大手配車サービスのリフト社は 2019 年 3 月、ナスダックに上場し、約 23 億ドルの資金調達を実施した。その競合であるウーバー・テクノロジーズ社は 2019 年 5 月、ニューヨーク証券取引所に上場し、約 80 億ドルの資金調達に成功した。今後も、写真共有アプリのピントレスト社、チャットソフトの Slack・テクノロジーズ社、宅配サービスのポストメイツ社等も上場する可能性がある<sup>1</sup>と指摘されている<sup>1</sup>。テクノロジー企業は、従来から米国 IPO 市場を牽引している。2018 年の米国 IPO のうち、テクノロジー企業（標準産業分類に基づく分類）は約 30%（件数ベース）を占めており、バイオテック企業（標準産業分類に基づく分類）の約 40%（件数ベース）と並んで、米国 IPO 市場の中心的なセクターである（図表 1）。

他方で、一見、活況を呈しているように見える米国 IPO 市場は、好調とは言い難い。米国の年間 IPO 件数は、1996 年の約 870 件から 2017 年の約 165 件まで落ち込み、米国の上場企業数は、1996 年の 8,090 社から 2017 年の 4,336 社に減少した。同期間において、S&P500 指数は約 3.6 倍になり、その時価総額は約 3.8 倍になったことを鑑みれば、上場企業の業績・株価が総じて好調であるにもかかわらず上場の魅力が減じたと考えざるを得ず、一つの要因として、企業が上場後の開示負担や内部統制の整備に係るコスト等を懸念して、IPO を躊躇している可能性が指摘されていた。

図表 1 米国のテクノロジー企業及びバイオテック企業の IPO の割合（件数ベース）



(出所) フロリダ大学より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> “Slack Chooses NYSE for Direct Listing,” *Wall Street Journal*, April 2<sup>nd</sup> 2019.

そこで、ドナルド・トランプ政権は、米国資本市場の活性化を図るべく、「雇用及び投資家信認法案」(JOBS and Investor Confidence Act of 2018)の再提出と成立を目指している<sup>2</sup>。雇用及び投資家信認法案は連邦議会の 2017～18 年会期に成立に至らず廃案となったが、トランプ政権下の金融規制改革の重要事項が盛り込まれており、同法案を見ることにより、今後の施策を理解することができる。

雇用及び投資家信認法案は、図表 2 に示す 32 本の法案を束ねたものであり、そのうち 18 本が米国資本市場改革に関連するものである。本稿では、投資家による資本市場へのアクセスの拡大、資本市場の活性化に向けた金融仲介の促進、IPO の活性化を目的とした発行体に対する規制緩和、投資家保護に係る政策が盛り込まれている、雇用及び投資家信認法案の内容の整理を図る。

図表 2 雇用及び投資家信認法案の概要

第 1 編	スタートアップ企業を導くエンジェル投資家に対する支援	第 17 編	信用組合に対する資本規制の軽減
第 2 編	クレジット・アクセス及び包摂	第 18 編	オプション市場の安定化
第 3 編	小規模事業の合併、買収、売却及びブローカレッジのシンプル化	第 19 編	法執行機関と監視の協同
第 4 編	投資家に対する公平な投資機会	第 20 編	メイン・ストリートの成長
第 5 編	イノベーションの育成	第 21 編	独立した生活と夢の実現 – 住宅ローンに関する情報開示の必要性 –
第 6 編	銀行による違法行為の禁止	第 22 編	投資家に対する情報開示の近代化
第 7 編	メイン・ストリートへの投資	第 23 編	違法ネットワークとの闘い
第 8 編	取引所に関する規制の改善	第 24 編	小規模発行体に対する投資レポートの改善
第 9 編	IPO の促進	第 25 編	意欲的なリーダーの創出
第 10 編	ファミリー・オフィスに関する技術的な修正	第 26 編	小規模事業に対する投資拡大
第 11 編	郊外における雇用創出のための資本へのアクセスの拡大	第 27 編	企業のインサイダーに対する透明性の促進
第 12 編	金融機関のリビング・ウィルの改善	第 28 編	投資顧問業者に対する規制の柔軟化
第 13 編	私的情報の流出防止	第 29 編	議決権種類株式に関する情報開示の推進
第 14 編	国際的な保険基準	第 30 編	米国のシニア投資家のイニシアチブ
第 15 編	投資家支援を目的としたストレス・テストの負担軽減	第 31 編	中規模企業の IPO コストの検証
第 16 編	国境を越えた犯罪組織に対する戦略	第 32 編	クラウド・ファンディングに関する改正

(出所) 雇用及び投資家信認法案より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> S.488 - JOBS and Investor Confidence Act of 2018.

## Ⅱ ドナルド・トランプ政権下の雇用及び投資家信託法案の位置づけ

### 1. 2012年に成立したJOBS法の見直し

雇用及び投資家信託法案は、「JOBS法 3.0」と呼称されている。これは、バラク・オバマ前大統領の政権下で、2012年4月に可決された新規産業活性化法（JOBS法: Jumpstart Our Business Startups Act）の第三弾であることに由来する<sup>3</sup>。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、オバマ前大統領は、同法について、「起業家の資金調達を妨害する多くのバリアを除去するための、有効かつ重要な第一歩である」と述べた。

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、IPOから5年以内であり、かつ、直近事業年度の年間総収益が10億7,000万ドル未満である等の一定要件を満たす企業のことである。JOBS法の成立後、米国のIPOは2014年に約290件に達して2000年以降最多となり、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法成立以降も、米国のIPO件数は1990年代の水準には回復しなかった。そこで、オバマ前大統領は2015年12月、米国陸上交通修復法（FAST法: Fixing America's Surface Transportation Act）に署名した。これをJOBS法2.0と呼称する。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、JOBS法2.0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。

それ以降も、米国上場企業数は増加傾向に転じなかった。そこで、下院金融サービス委員会のジェブ・ヘンサーリング元委員長は2018年7月、JOBS法3.0として雇用及び投資家信託法案を提出し、下院本会議において406対4の圧倒的多数で可決させた。ただ、連邦議会上院での審議・可決には至らず、同法案は廃案となった。ヘンサーリング元委員長は、JOBS法3.0を提出するにあたって、次のグーグル、アマゾン、マイクロソフトとなり得る企業の育成をしなければ、米国経済の長期的な成長は期待できないため、単にIPOを促進するだけでなく、未公開市場において新たな企業が誕生することについても促進する必要があるとしている。

<sup>3</sup> 詳細は、淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資家保護」『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。

## 2. トランプ政権による金融規制緩和策の第二弾

JOBS 法 3.0 は、トランプ政権による金融規制の緩和策として位置づけられている<sup>4</sup>。トランプ大統領は 2018 年 5 月、選挙戦の公約を果たすべく、経済成長・規制緩和及び消費者保護法案に署名し、ドッド=フランク法を改正することで、主に中小の銀行に対する規制緩和を実現した<sup>5</sup>。JP モルガンは、ドッド=フランク法の制定によって、米銀が追加的に負担するコストの合計金額は、米国の年間経済成長率の約 0.5%に相当すると推定している。トランプ政権は、経済成長・規制緩和及び消費者保護法を成立させることで経済の活性化を図った。

ただし、ヘンサーリング元下院金融サービス委員長は、経済成長・規制緩和及び消費者保護法の成立は、規制緩和を目的とした政策パッケージの第一弾に過ぎず、第二弾として JOBS 法 3.0 の成立を目指すことを明言し、ミッチ・マコーネル院内総務に対して、上院において JOBS 法 3.0 を優先的に審議することを要請した。その背景として、ヘンサーリング元下院金融サービス委員長は 2018 年 7 月、「JOBS 法 3.0 による米国の競争力の復活」と題する自身の見解をウォールストリートジャーナルに寄稿し、①米国企業の借入の約 80%は、社債の発行によるものであることから、銀行システムだけではなく、資本市場に関する規制緩和も必要であること、②米国における上場企業数及び IPO 件数は低調であり、米国の資本市場は投資家から信認される必要があることを挙げた<sup>6</sup>。

それに対して、ホワイトハウス報道官のセイラ・ハッカビー・サンダース氏は 2018 年 7 月、①上院幹部と共に JOBS 法 3.0 成立に向けた協議を開始すること、②トランプ大統領も同法案を支持していることを声明において公表した。加えて、ジェイ・クレイトン SEC 委員長は 2019 年 4 月、2019 年中には連邦議会にて、JOBS 法 3.0 の法案が再度提出される可能性があるとして述べており、同法案の成立に向けた機運が高まっている<sup>7</sup>。

### III 投資家による資本市場へのアクセスの拡大

#### 1. スタートアップ企業によるアピールの場の設定

JOBS 法 3.0 の 101 条及び 102 条は、スタートアップ企業等の中小規模企業に対する投資機会を拡大すべく、SEC に対して、レギュレーション D（主に私募発行に関する要件

<sup>4</sup> 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ードッド=フランク法と金融選択法案 (Financial CHOICE Act) ー」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号、同「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)、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号 (ウェブサイト版) を参照。

<sup>5</sup> 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=フランク法改正ー経済成長・規制緩和及び消費者保護法の成立ー」『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。

<sup>6</sup> “To Restore U.S. Competitiveness, Pass the JOBS Act 3.0,” *Wall Street Journal*, July 15<sup>th</sup> 2018.

<sup>7</sup> “Clayton wants retirement investors to have more access to private funds,” *InvestmentNews*, April 9<sup>th</sup> 2019.

図表3 デモ・デイにおけるスポンサーに対する要件

1	デモ・デイの参加者に対して、投資推奨または投資助言を行わないこと。
2	デモ・デイに参加する発行体と投資家との間の投資交渉において、積極的な役割を果たさないこと。
3	デモ・デイの運営に要する費用以外にフィーを参加者から徴収しないこと。
4	デモ・デイに参加する投資家を発行体に対して紹介して報酬を得ることや、発行体と投資家との運用交渉について報酬を得ないこと。
5	デモ・デイにおいて、プレゼンテーションを行う発行体に関するリスク等について、SECの規定に則って1ページの資料を開示し、参加者に提供すること。
6	デモ・デイにおいて、1934年証券取引法によるブローカー・ディーラーや、1940年投資顧問法による投資顧問業者として一切の報酬を受け取らないこと。

(出所) JOBS法3.0より野村資本市場研究所作成

を規定する33年証券法の条項)を改正し、発行体が有価証券の売り出しに関心がある投資家にプレゼンテーションを行うことを目的としたデモ・デイ(Demo Days)の開催の認可を要請している。

デモ・デイのスポンサーは、JOBS法3.0において、①米国またはその領域及び州と、米国及びコロンビア特別区の政治的な主体や媒体または代理団体、②高等教育機関、③非営利団体、④エンジェル投資家グループ、⑤ベンチャーフォーラムやベンチャー・キャピタル協会、⑥その他のSECが定める団体及び個人または主体と定義されている。上記のエンジェル投資家グループとは、①創業期の企業に対して、個人の資産を投じることに興味がある適格な投資家によって構成されること、②個人的または当該グループのメンバーとして定期的に会議を行い、既定のプロセス及び投資決定手法を有すること、③ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者と資本関係などがなく、の全ての条件を満たすグループを指す。

また、デモ・デイのスポンサーに対しては図表3の要件が課されており、デモ・デイに参加する発行体に対しては、①有価証券の募集の計画をしていること、②募集予定の有価証券の種類と株数、③発行済みの有価証券の株数、④調達資金の用途について情報を提供することが禁じられている。

## 2. 自衛力認定投資家の範囲拡大

JOBS法3.0は、SECに対して、レギュレーションDの改正を義務付け、自衛力認定投資家(Accredited Investor)の定義を近代化することで、特に個人による私募投資の拡大を促している。自衛力認定投資家に該当する個人とは、①過去2年間それぞれの年において20万ドル(または配偶者と合わせて30万ドル)超の収入があり、かつ、当年においても同等の収入が合理的に期待できる者、あるいは、②単独または配偶者と合わせて100万ドル(個人の主たる住居の価値相当額を除く)以上の純資産を有する者を指す。

上記の規定に基づくと、ある個人が収入と資産さえ十分に有していれば、仮に、金融知

識を十分に有していなかったとしても、自衛力認定投資家として見なされてしまう。カーライル・グループの共同創業者であるデビッド・ルーベンスティン氏は、既存のレギュレーション D の下では、両親から 1 億ドルを相続した高校中退者が自衛力認定投資家として適格となる一方で、ハーバード大学の経済学部を首席で卒業し非営利団体で働く者が、私募発行に参加する資格がないのは不自然であると指摘している。

それに対して、JOBS 法 3.0 の 401 条は、①SEC 及び金融取引業規制機構 (FINRA)、または、それらに準ずる自主規制機関及び州当局にブローカー・ディーラーもしくは登録投資顧問業者 (RIA) として登録する者や、②特定の投資に関連する専門的知識が、①と同等の水準に達していると SEC 及び FINRA によって認定された者を、自衛力認定投資家の定義に追加することを要請している。

ジェイ・クレイトン SEC 委員長は、2018 年に私募発行市場における資金調達額が、公開市場における資金調達額を上回ったことを受けて、個人・世帯に私募投資の機会を提供する必要があるとの考えの下、個人の退職資産形成の投資選択肢に未公開株式を加える意向を示しており、JOBS 法 3.0 による自衛力認定投資家の定義の近代化を支持している。

## IV 資本市場の活性化に向けた金融仲介の促進

### 1. ベンチャー・キャピタル・ファンドに係る規制緩和

JOBS 法 3.0 は、資本市場の活性化を目的として、金融仲介の促進に関する規定も設けている。例えば、ベンチャー・キャピタル・ファンドに係る規制緩和である。ドッド=フランク法は、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドを「プライベート・ファンド (private funds)」として定義し、その運用者 (advisors) に対し、1940 年投資顧問法の下、SEC に登録することを義務付けている。ベンチャー・キャピタル・ファンドについても、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドと同様に、「プライベート・ファンド」として分類される。

ただし、ベンチャー・キャピタル・ファンドは、①スタートアップ企業や中小企業の株式を取得するベンチャー・キャピタル戦略 (Venture Capital Strategy) を採用し、かつ、②「適格投資 (Qualifying Investments)」が投資運用資産の 20% 未満である場合、1940 年投資顧問法に基づく SEC 登録が免除される。ここで言う「適格投資」とは、投資先企業から直接的に取得した株式 (Equity Securities) であり、所謂、プライマリー市場で取得した株式を指す。

それに対して、JOBS 法 3.0 の 2501 条は、SEC に対して、法案成立後 180 日以内に「適格投資」の定義を改正することを要請しており、プライマリー市場で取得した株式だけではなく、セカンダリー市場で取得した株式も含めることで、ベンチャー・キャピタル・ファンドの運用者に対する SEC 登録の免除要件を緩和する。

## 2. ミューチュアル・ファンドの規制緩和に係る調査

JOBS 法 3.0 は、ベンチャー・キャピタル・ファンドだけではなく、1940 年投資会社法の下、SEC に登録する投資会社（ミューチュアル・ファンド）に係る規制緩和についても規定している。米国のミューチュアル・ファンドは、有価証券への最低投資比率要件として、総資産の 75%以上を現金および現金項目（未収入金を含む）、政府証券、他の投資会社の証券、および他の証券で保有し、収入の 90%以上が配当、利子、証券の売却益などから成ることが求められている。加えて、分散投資要件として、総資産の 75%の部分については、同一発行者の証券への投資をファンド総資産の 5%以下に制限構成される必要がある（ただし政府債について制限されない）。その上で、会社支配の制限条項として、各ファンドにつき、一発行者の発行済み議決権証券の 10%を超えない範囲に制限する義務がある。

その結果、ミューチュアル・ファンドが、ある中小規模企業に投資する際に、会社支配の制限条項に抵触するケースがあると指摘されている。例えば、米国商工会議所は 2018 年 5 月、下院金融サービス委員会の小委員会が開催した公聴会において、会社支配の制限条項を一発行者の発行済み議決権証券の 10%から 15%に引き上げることで、中小規模企業の成長を促す必要があると主張している<sup>8</sup>。

これに対して、コロンビア大学のジョン・コーフィー教授は、ミューチュアル・ファンドの総資産に占める中小規模企業の株式保有比率が高い場合、同企業の流動性はしばしば低いことから、例えば、同持分を売却しようとした際、流動性リスク等が顕在化する可能性があるため、会社支配の制限条項の緩和については慎重に検討すべきであるとした。このように、賛否両論あることから、JOBS 法 3.0 の 2601 条は、SEC に対して、会社支配の制限条項の一発行者の発行済み議決権証券の上限を 10%から引き上げた際の影響について、まずは調査することを要請している。

## V IPO の活性化を目的とした発行体に対する規制緩和

### 1. テスト・ザ・ウォーターと非公開の審査手続きの範囲拡大

JOBS 法 3.0 は、投資機会の拡大だけではなく、発行体に対する規制緩和策として、コンプライアンス・コストの削減を目指している。現在、EGC は、1933 年証券法 5 条(d)に基づき、①適格機関購入者（Qualified Institutional Buyers）、②自衛力認定投資家である機関投資家に対して、証券の募集に関心があるか否かについて判断するため、口頭または文書でのコミュニケーションを行うことができる。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（Testing the waters）と呼称する。

<sup>8</sup> 下院金融サービス委員会のウェブサイト  
<https://financialservices.house.gov/calendar/eventsingle.aspx?EventID=401374> を参照。

また、EGC は、1933 年証券法第 6 条(e) に基づき、IPO 登録届出書（公募の際に SEC に提出される書類であり、発行体の概要、公募の方法、証券の性質等が記載される）をロードショー開始日の 15 日前までに SEC に提出することにより、非公開で同届出書の審査を受けることができる。これにより、当該の IPO 登録届出書の提出者は、競合他社に知られたくない重要情報を市場に開示することなく、IPO の可能性を模索できる。

それに対して、JOBS 法 3.0 の 901 条は、1933 年証券法 5 条(d)及び 1933 年証券法第 6 条(e)を改正し、EGC だけではなく、全ての発行体に対して、非公開の審査手続きとテスト・ザ・ウォーターを許容するとしている。実は、SEC は 2017 年 6 月に、非公開の審査手続きの対象を EGC 以外の企業にも拡大する旨の声明を公表している。加えて、SEC は 2019 年 2 月に、テスト・ザ・ウォーターの対象を全ての発行体にするを目的としたパブリック・コメントの募集を開始しており、すでに JOBS 法 3.0 の方向性と整合的な取り組みをしている<sup>9</sup>。

## 2. サーベンス・オクスリー法の内部統制要件の免除拡大

第二に、内部統制要件の免除対象の拡大である。現在、上場企業の経営者は、サーベンス・オクスリー法第 404 条(b)項によって、財務報告に係る内部統制の有効性を評価する報告書を作成し、監査を受けて、SEC に提出することが義務付けられている。ただし、EGC については、その義務が IPO 後の 5 年間に於いて免除されている。また、1934 年証券取引所法規則 12b-2 において、浮動時価総額が 7,500 万ドル以上 7 億ドル未満の「早期提出会社 (Accelerated Filer)」及び浮動時価総額が 7 億ドル以上の「大規模早期提出会社 (Large Accelerated Filer)」に該当しない小規模な上場企業についても、その義務が免除されている。

これに対して、JOBS 法 3.0 の 501 条は、内部統制要件の免除対象を拡大すべく、サーベンス・オクスリー法第 404 条(b)項を改正する。具体的には、IPO 後 5 年が経過し、EGC でなくなった企業であっても、平均年間総収入が 5,000 万ドル未満であり、かつ、大規模早期提出会社に該当しない発行体については内部統制要件を免除する。これらにより、発行体は、①IPO 後 10 周年の翌会計年度の最終日、②平均年間総収入が 5,000 万ドルを超えた会計年度の最終日、③発行体が大規模早期提出会社になった日のいずれか最も早い期日に、内部統制要件の適用免除が解除される。

実際、バイオテック企業は、収益計上までの投資期間が一定程度かかることから、内部統制要件の適用免除期間が 5 年間延長されることによる恩恵を享受できると思われる。2012 年に JOBS 法が制定されてから 2018 年 11 月までに、バイオテック企業の大部分は、EGC として 300 件以上の IPO を実施し、累積で 250 億ドルの資金を調達している<sup>10</sup>。2018 年の米国 IPO のうち、バイオテック企業は、件数ベースで約 40%（前掲図表 1）を占め

<sup>9</sup> 17 CFR Part 230, Release No. 33-10607, File No. S7-01-19, RIN 3235-AM23.

<sup>10</sup> BIOtechNow, “BIO Celebrates 300 Biotech IPOs since Enactment of the JOBS Act,” November 2018.

ている。JOBS 法 3.0 は、事実上、バイオテック企業の IPO を後押しすることで、米国 IPO 市場の活性化を目指していると言える。

### 3. 中小規模企業の IPO コスト分析

第三に、JOBS 法 3.0 の 3101 条は、SEC に対して、FINRA と協議した上で、中小規模企業が IPO する際の直接及び間接的なコストについて調査し、その結果を同法制定後 360 日以内に連邦議会に報告することを要請している。ここで言う IPO の直接及び間接的なコストとは、①引受証券会社やその他の専門家に支払われるグロス・スプレッド（引受証券会社が新規公開する株式を発行体から購入する価格と、それを公開市場に売り出す価格の差）、②IPO 実施時点における連邦及び州証券法のコンプライアンスに係るコスト、③ SEC が適切と判断するその他のコストである。

また、SEC は、中小規模企業の IPO コスト分析をする際に、IPO に関連するコストが上場株式及び個人投資家に対して与え得る影響を考慮することが要請されている。具体的には、①IPO する企業数、②IPO に関わる引受証券会社、投資顧問業者、その他の専門的なサービス提供者に対して支払うフィー等のコストが、時を経て如何に変化しているのか、③IPO の引き受けを積極的に行うブローカー・ディーラーの数、④中小規模の企業が IPO を行う際に、引受証券会社が提供するサービスの種類と引受時のコストに影響を与える要因等を考慮しなければならない。

JOBS 法 3.0 が、中小規模企業の IPO コストに焦点を当てている背景として、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、7%のグロス・スプレッドを負担していた点が挙げられる<sup>11</sup>。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 4）。

図表 4 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 件数	IPO の比率 (件数ベース)	IPO 件数	IPO の比率 (件数ベース)
<7%	16	2.5%	457	48.9%
=7%	676	96.6%	472	50.4%
>7%	8	1.1%	6	0.6%
合計	700	100%	935	100%

(出所) SEC 及びフロリダ大学より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> 詳細は、岡田功太「米国上場企業のコーポレート・ガバナンスに係る最近の議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号（ウェブサイト版）を参照。

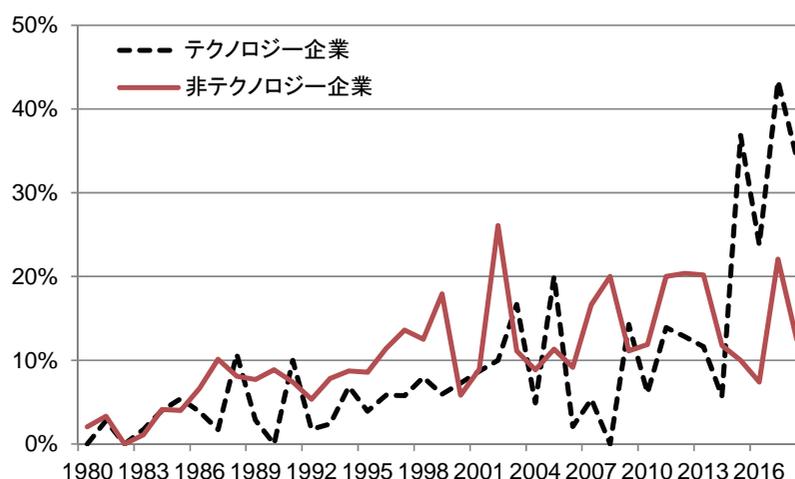
この調査結果を受けて、ロバート・ジャクソン SEC 委員は 2018 年 4 月、中規模企業のグロス・スプレッドは、過去 16 年間一律 7% であることから、企業は何に対する対価として同スプレッドを支払っているのか、金融機関等が最適な IPO 案件を実施するインセンティブとなっているのか疑問を呈した。同 SEC 委員は、グロス・スプレッドの水準設定時に競争原理が働かなければ、中規模企業は未公開市場に留まることを選択し、結果的に米国上場企業数の減少要因になると主張している。

## VI 投資家保護に係る政策

JOBS 法 3.0 は、IPO や資本市場の活性化だけではなく、投資家保護に係る規定も設けている。例えば、議決権種類株式の発行体に対する情報開示の強化である。近年、議決権種類株式の IPO は増加傾向にあり、テクノロジー企業の IPO のうち約 34%（件数ベース）、非テクノロジー企業の IPO のうち約 12%（件数ベース）を占めている（2018 年時点、図表 5）。議決権種類株式の発行体としては、グーグル、フェイスブック、アフラック、フォード・モーター、コムキャスト、ナイキ、ニューヨークタイムズ等が著名であり、2017 年 3 月に、ニューヨーク証券取引所に IPO を果たしたスナップが、新規株主に対して議決権を全く付与しない種類株式を上場させたことで注目を集めた。

議決権種類株式を支持する意見として、ベンチャー企業等の創業者のリーダーシップが活かされるとの主張があり、実際に、グーグルやフェイスブック等は、上場後も事業拡大に成功して、企業価値の増加を実現している。しかし、議決権種類株式には否定的な意見も少なくない。例えば、エージェント問題が指摘できる。これは、投資家が株式を取得した際に議決権が制限されていると、経営陣に対する影響力が弱まり、非効率経営を招くという考え方である。事実、議決権種類株式を発行する企業では、経営陣がより高い報酬

図表 5 米国の IPO に占める議決権種類株の割合（件数ベース）



(出所) フロリダ大学より野村資本市場研究所作成

を得て、企業価値を毀損するような買収や設備投資を行う傾向にあるという指摘もある<sup>12</sup>。他方で、議決権種類株式の発行を禁止・抑止してしまうと、ベンチャー企業が米国において IPO をすることを阻害する可能性もある。

そこで、JOBS 法 3.0 の 2901 条は、1934 年証券法第 14 条を修正し、議決権種類株式を発行する発行体の取締役、執行役員、5%以上の議決権を有する実質的支配者等に対して、特定の情報開示を義務付ける。特定の情報とは、①発行体の発行済み議決権付証券の総株数に対して、これらの個人が有する議決権付の全種類株式の株数の割合に関する情報、②発行体の全種類株式の議決権付証券を合計した議決権全体に対して、これらの個人が有する議決権の割合に関する情報である。

## VII 米国資本市場のダイナミズム創出を目指す JOBS 法 3.0

JOBS 法 3.0 の特徴は、第一に、個人投資家、ベンチャー・キャピタルやミューチュアル・ファンド等の金融仲介、発行体の三者に対する規制緩和が盛り込まれているという点である。自衛力認定投資家の範囲を拡大することで個人投資家による私募投資を促進し、ベンチャー・キャピタルやミューチュアル・ファンドに係る規制の負担を緩和し、テスト・ザ・ウォーターの範囲を拡大することで発行体による IPO を促進しようとしている。

第二に、規制緩和の対象を中小規模企業としている点である。サーベンス・オクスリー法の内部統制要件の免除拡大は、潜在的な成長可能性のあるバイオテック企業等を主眼としており、大規模企業と同様に一律の規制負担を負わせることを回避している。ただし、単に規制緩和をするのではなく、議決権種類株式に関する情報開示を促す等、投資家保護とバランスをとっている点も注目に値する。

第三に、IPO 市場及び未公開市場の両面を活性化することを目指している点である。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・スプレッドの妥当性を明確化させて競争原理が働けば、IPO 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。

すなわち、JOBS 法 3.0 は、投資家保護を損なうことなく、規制緩和を実現することで、米国の資本市場を活性化し、更なるダイナミズムを生み出すことを目指している。JOBS 法 3.0 が規定する政策は、刻々と変化する金融・資本市場の実態に合わせて法規制を適切に整備しようとする取り組みであると言える。今後の議論と、法案の再提出、審議の行方を注目すべきと言えよう。

<sup>12</sup> 詳細は、吉川浩史「米国で活発化する議決権種類株式の上場に関する議論」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号を参照。