

米国におけるギグワーカーへの株式報酬プラン容認に係る 規制改革案

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）は 2020 年 11 月に、米国の上場及び非上場企業が、プラットフォーム・ワーカー（いわゆるギグワーカー）に対して、ストック・オプション等の株式報酬プランの付与を容認する規制改革案（株式報酬規則案）を公表した。株式報酬規則案は、パイロット・プログラムとして導入され、施行日から 5 年間で暫定的な有効期間とする。
2. 株式報酬規則案は、①非上場企業が従業員等に株式報酬プランを付与することを目的とした証券募集制度、②上場企業が従業員等への株式報酬プランの付与を目的とした証券募集を実施した際に SEC に登録する届出書、を改正する。
3. 具体的には、①プラットフォーム・ワーカーに対する要件、②発行体に対する要件、③発行体に求められる SEC への開示事項を定めている。SEC 委員は、プラットフォーム・ワーカーの定義の変更及び拡大を提言しており、ベンチャー・キャピタルは、より柔軟かつ高い頻度で、株式報酬プランを付与する手法を検討する余地があると主張している。
4. 米国では、カルタ、モルガン・スタンレー、ザンバト等の株式報酬プラン関連のサービス提供者への注目が高まっている。今後、株式報酬規則案が採択された場合、同サービス提供者は、プラットフォーム・ワーカーも顧客化することが可能になり、更なる成長を期待できるものと考えられる。
5. 日本においても、雇用形態は多様化し、ギグワーカーの存在感も増大している。ポストコロナ時代に向けて、職場環境の在り方を見直す機運は高まっており、プラットフォームを通じたサービス提供者の一層の台頭も予想される。今般、SEC が示した株式報酬規則案の規制枠組みや、それに対する市場参加者の評価は、日本にとって示唆に富むものであると言えよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・吉川浩史「米国企業におけるストック・プランの活用とわが国企業への示唆」『野村資本市場クォータリー』2015年春号。
- ・岡田功太「米国の私募市場の発展を支える包括的な制度改革」『野村資本市場クォータリー』2021年冬号。

I はじめに

米証券取引委員会（SEC）は 2020 年 11 月に、米国の上場及び非上場企業が、プラットフォーム・ワーカーに対して、ストック・オプションやリストラクテッド・ストック・ユニット（RSU）¹等の株式報酬プランを付与することを容認する規制改革案（株式報酬規則案）を公表した²。株式報酬規則案はパイロット・プログラムとして導入されるものであり、施行日から 5 年間で暫定的な有効期間とする。プラットフォーム・ワーカーとは、インターネットその他のテクノロジーを基盤とするマーケットプレース・プラットフォーム（以下、プラットフォーム）を活用して、顧客にサービスを提供する者（自然人及び法人）であり、いわばギグワーカーを指す用語と言える。

株式報酬規則案は、ルール 701 に 701(h) を新設し、フォーム S-8 に A.1.(b) を新設する。ルール 701 は、主に非上場企業が、従業員、役員、取締役、コンサルタント、アドバイザーに株式報酬プランを付与することを目的とした証券募集制度である。ルール 701 は、過去 12 ヶ月において、①100 万ドル、②発行体の総資産の 15%、③発行体の発行済み証券の 15%のいずれか大きな金額まで、1933 年証券法第 5 条が規定する証券募集等に係る SEC への登録義務が免除される³。他方で、フォーム S-8 は、主に上場企業が従業員等に株式報酬プランの付与を目的とした証券募集を実施した際に、SEC に登録する届出書である。

今般、SEC が公表した株式報酬規則案は、ルール 701 及びフォーム S-8 を改正し、米国の上場及び非上場企業が、自社に所属する従業員等だけではなく、プラットフォーム・ワーカーに対しても、株式報酬プランを付与することを許容している。近年、企業と労働者の雇用関係は、テクノロジーの進化と共に変化しており、ギグワーカーの存在感を増している。ジェイ・クレイトン前 SEC 委員長は、企業に所属する従業員と同様に、プラットフォーム・ワーカーが、契約先のプラットフォームの成長の恩恵を享受できる仕組みの整備が必要であると述べている⁴。

本稿では、株式報酬規則案の主な規定事項であるプラットフォーム・ワーカーに対する要件、発行体に対する要件、発行体に求められる SEC への開示事項を紹介する。その上で、SEC 委員やベンチャー・キャピタルによる株式報酬規則案に対する評価や、カルタ、モルガン・スタンレー、ザンバト等の株式報酬プラン関連のサービス提供者の動向について整理を図る。

¹ RSU とは、従業員に対して、自社株を単位として計算された報酬を得る権利を付与する制度である。詳細は、吉川浩史「米国企業におけるストック・プランの活用とわが国企業への示唆」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号を参照。

² Release Nos. 33-10892; 34-90948; File No. S7-19-20, Temporary Rules to Include Certain “Platform Workers” in Compensatory Offerings under Rule 701 and Form S-8.

³ ルール 701 以外の登録免除募集の詳細は、岡田功太「米国の私募市場の発展を支える包括的な制度改革」『野村資本市場クォーターリー』2021 年冬号を参照。

⁴ SEC, “SEC Proposes Temporary Rules to Facilitate Measured Participation by Certain “Platform Workers” in Compensatory Offerings Under Rule 701 and Form S-8,” November 24, 2020.

II 株式報酬規則案の概要

1. プラットフォーム・ワーカーに対する要件

株式報酬規則案は、第一に、株式報酬プランを受けられるプラットフォーム・ワーカーの条件として、プラットフォームを通じて、エンド・ユーザーである顧客に「真正なサービス (bona fide services)」を提供し、その対価として報酬を得ることを定めている。ルール 701 及びフォーム S-8 は、米国の上場及び非上場企業が株式報酬の提供を目的とした証券募集を行う際の要件を定めており、資金調達を目的とした証券募集に活用されるものではない。株式報酬規則案は、真正なサービスを顧客に提供しているという実態を条件とすることで、プラットフォームに資金調達を行うようなインセンティブが生じることを抑止している。なお、ここでいう真正なサービスは、プラットフォームとプラットフォーム・ワーカーの間で交わされた書面の契約もしくは合意に従って、発行体が運営及び支配するプラットフォームを通じて、顧客に提供されるものと規定される。

第二に、株式報酬規則案は、発行体の関係者であるプラットフォーム・ワーカーについて、ギグワーカーとは言えず、同規則案の政策目的とは整合的ではないことから、株式報酬プランを付与する対象者として不適格とする。ただし、発行体や発行体の関係会社に対して真正なサービスを提供しているプラットフォーム・ワーカーについては、株式報酬プランを付与する対象者として認めている。

第三に、プラットフォーム・ワーカーが、自然人ではなく法人であったとしても、株式報酬プランを付与する対象者として適格であるとする。これは、プラットフォーム・ワーカーは、フリーランサーまたは個人事業主として、リミテッド・ライアビリティ・カンパニー (LLC) 等の法人を保有している場合が多いためである。ただし、プラットフォーム・ワーカーとして適格な法人は、真正なサービスを提供する自然人によって、完全かつ直接的に保有されている必要がある。

2. 発行体に対する要件

株式報酬規則案は、発行体に対して、以下の3点を義務付けている。第一に、発行体は、プラットフォームを運営及び支配していることを明示する必要がある。具体的には、①プラットフォームへのアクセスの提供、②プラットフォーム・ワーカーが、プラットフォームを通じて提供するサービスの対価として得る報酬の規定、③プラットフォーム・ワーカーの採用及び解雇の権限の保有が義務付けられている。

第二に、株式報酬プランの付与を目的とした証券募集の上限額は、①プラットフォーム・ワーカーが、過去12ヶ月間に、真正なサービスを提供することで、発行体から得た報酬額の15%、かつ②プラットフォーム・ワーカーが、過去36ヶ月間に、真正なサービスを提供することで、発行体から得た報酬のうち7万5,000ドルである。SECは、証券募

集額を制限することで、発行体が、本来の目的に反して、資金調達を実施しようというインセンティブを有することを抑止している。

第三に、発行体は、ルール 701 に基づいて発行された有価証券が、プラットフォーム・ワーカー本人以外の第三者に譲渡されていないことを確認するための合理的な措置を取る必要がある。ルール 701 に基づいて発行された有価証券は、譲渡制限付の有価証券である。非上場企業が発行した株式報酬プランは、登録募集の実施や、ルール 144（譲渡制限付の有価証券の売却要件）⁵に基づく売却等を行わない限り、第三者に転売することはできないためである。

3. 発行体に求められる SEC への開示事項

株式報酬規則案は、暫定的に施行日から 5 年間に有効期間としている。これは、SEC が、株式報酬規則案に基づく証券募集が、発行体による資本調達を目的としたものではなく、株式報酬プランの付与を目的とした形で適切に実施されているのか、検証するための期間である。SEC は、発行体に対して、6 ヶ月毎に以下の 6 点を提出することを義務付け、内容を精査した上で、株式報酬規則案の有効期間を延長するのか、恒久化するのか等について決定する。

- 1) ①プラットフォーム・ワーカーに付与された株式報酬プランを決定する基準が、他の報酬と同様の基準なのか、②プラットフォーム・ワーカーに付与された株式報酬プランを決定する基準は、事前にプラットフォーム・ワーカーに伝達されているのか。
- 2) ①過去 6 ヶ月間に、プラットフォーム・ワーカーに対して発行された株式報酬プランがどのような条件であったのか、②当該条件が同期間に付与された他の報酬と同様の内容であったのか。
- 3) ルール 701 に基づいて発行された譲渡制限付証券が、第三者に譲渡されていないことを確認するための措置は、どのような内容であったのか
- 4) プラットフォーム・ワーカーに対して付与された株式報酬プランが、発行済み証券に占める割合。
- 5) ①発行体が契約しているプラットフォーム・ワーカーの人数と、そのうち株式報酬プランを得た者の人数、②発行体が雇用しているプラットフォーム・ワーカー以外の労働者の人数と、そのうち株式報酬を得た者の人数。
- 6) プラットフォーム・ワーカーに対して発行された株式報酬プランの株数および金額。

⁵ 詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号を参照。

Ⅲ 株式報酬規則案に対する評価

株式報酬規則案については、以下の評価がある。第一に、プラットフォーム・ワーカーの定義である。ヘスター・ピアース SEC 委員（共和党）及びエラッド・ロイズマン SEC 委員（共和党）は、プラットフォーム・ワーカーの定義に、プラットフォームを活用してサービスを提供する者だけではなく、商品（goods）を提供する者も含める必要があると述べている⁶。コロナ禍の下、一部の米国企業は、従来のオフィスを基盤とする職場環境を見直し、プラットフォームを活用した事業に注力し始めている。そのため、商品を顧客に販売するプラットフォーム・ワーカーに対しても、株式報酬プランの付与を容認すべきであるという主張である。

他方で、アリソン・ヘレン・リー SEC 委員長代行（民主党）、キャロライン・クレンショー SEC 委員（民主党）、アメリカ労働総同盟（AFL-CLO）は、米国の雇用形態が多様化していることを踏まえれば、プラットフォーム・ワーカーの定義に、独立請負業者（賃金・俸給労働者）、オン・コール・ワーカー（限られた期間において需要に応じて働く者）、人材派遣労働者、契約企業から派遣される労働者等も含める必要があり、プラットフォームを活用する者に限定すべきではないと述べている⁷。例えば、プラットフォームと契約して、顧客に不動産を貸し出しているプラットフォーム・ワーカーは、株式報酬プランを得る資格があるが、プラットフォームと契約せずに、個人事業主として、顧客に不動産を貸し出している者は、同プランを得る資格を有していない、というのは、新たな格差を生み出す可能性があるという主張である。

第二に、中小企業やスタートアップ企業等の非上場企業による株式報酬プランの付与の手法である。ソーシャル・インパクト投資を主眼とするベンチャー・キャピタルであるインパクト・アメリカ・ファンドは、株式報酬規則案を高く評価している⁸。同社は、構造的な人種差別（過去の人種差別が社会・経済制度に組み込まれ、今もなお人種間の格差を深部で支えているという考え方）の是正を社是としており、主に黒人による米国経済への参加を促すことを目指している。同社は 2020 年 10 月に、UBS やフォード財団を含む 67 社より、約 5,500 万ドルの資金を調達し、インパクト・アメリカ・ファンド II を設立した。今後、主に黒人が経営する中小企業やアーリー・ステージのスタートアップ企業等への投資を活発化する予定である。

株式報酬規則案は、非上場企業の競争力向上と低所得者層に対する経済的なインセンティブの付与を促進していることから、インパクト・アメリカ・ファンドが掲げている理

⁶ Commissioner Hester M. Peirce and Commissioner Elad L. Roisman, “Opening Doors for Gig Workers to Receive Stock Compensation,” November 24, 2020.

⁷ Acting Chair Allison Herren Lee and Commissioner Caroline A. Crenshaw, “Joint Statement on the Proposal to Facilitate Non-Cash Compensation for Certain Gig Workers,” November 24, 2020. AFL-CIO, “Re: Temporary Rules to Include Certain “Platform Workers” in Compensatory Offerings under Rule 701 and Form S-8 [File No. S7-19-20],” February 9, 2021.

⁸ Impact America Fund, “Re: Temporary Rules to Include Certain “Platform Workers” in Compensatory Offerings under Rule 701 and Form S-8; File Number S7-19-20,” February 1, 2021.

念と整合的である。しかし、株式報酬規則案は、前述の通り、株式報酬プランの付与を目的とした証券募集の上限額等を規定するに留まっている。非上場企業の企業価値は基本的に、非上場株式取引プラットフォームにおいて値付けされていない限り、ベンチャー・キャピタル等から資金調達を行った時点においてのみ算出される。即ち、非上場企業にとって、プラットフォーム・ワーカーに株式報酬を付与できる機会は限定的であると言える。インパクト・アメリカ・ファンドは、非上場企業が、より柔軟かつ高い頻度で、株式報酬プランを付与するには、どのような手法が考えられるのか、議論の余地があると述べている。

IV 更なる成長が期待できる株式報酬プラン関連のサービス提供者

実は、近年、米国では、株式報酬プラン関連のサービス提供者への注目が高まっている。2012年に創業したカルタは、約69億ドルの企業価値を有するユニコーン企業であり、非上場のスタートアップ企業の資本政策管理を簡素化するサービスを提供している。例えば、キャップ・テーブル（株式の保有者リスト）の管理、他の出資者とのコミュニケーション・ツール、ストック・オプション管理、コンプライアンス関連の報告書の作成や管理等である。カルタは2017年10月に、シリコンバレー・バンクのバリュエーション事業を買収し、非上場企業の評価額のシミュレーション等のサービス提供にも注力している。更に、カルタは2020年2月に、カルタ・ベンチャーズというベンチャー・キャピタルを設立し、投資事業にも参入している。株式報酬管理プランに関するデータは、カルタの成長ドライバーであることが見て取れる。

モルガン・スタンレーは、2019年5月にテクノロジー企業のソリウム・キャピタルの買収を完了し、2021年2月に弁護士事務所のウィルソン・ソンシーニ・グッドリッチ&ロサーティと提携した。モルガン・スタンレーのウェルスマネジメント部門は、ソリウム・キャピタルが運営する株式報酬プランの管理ツールを活用し、ストック・オプションや非上場の自社株等を保有する個人顧客に対して、包括的な資産運用サービスを提供している⁹。同サービスは、モルガン・スタンレー・アット・ワークと呼ばれる職域向けサービスとして位置づけられており、顧客企業の経営者及び従業員の株式報酬プランに関する情報を取得することで、未来の富裕層の発掘を目指している。今後、モルガン・スタンレー・アット・ワークには、ウィルソン・ソンシーニ・グッドリッチ&ロサーティが運営する株式報酬プランの管理ツールも統合される予定である。このようにモルガン・スタンレーは、非上場企業の株式報酬プランについて、ウェルスマネジメント事業における顧客との関係構築をする上で、重要な役割を果たすものと位置付けていると言える。

非上場取引プラットフォームを運営するザンバトは、代替取引システム（ATS）として、

⁹ 詳細は、岡田功太、下山貴史「ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの事業改革ーウェルスマネジメント事業を中心にー」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号、岡田功太、木下生悟「米モルガン・スタンレーのウェルス・マネジメント部門の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号を参照。

非上場株の売買のマッチング機能を提供しており、ルール 701 に基づいて発行された譲渡制限付き有価証券も取り扱っている¹⁰。ザンバトは、2016 年に創業して以来、750 社以上の発行体が募集した非上場株式（取引価値は 400 億ドル超）の値付けを行っており、2020 年に成立した取引額は前年対比で約 200%増（取引件数は前年対比で約 150%増）となり、非上場取引プラットフォーム運営者として急成長を遂げている。また、2021 年 2 月には、JP モルガンから出資を受けたことも公表した。JP モルガンは、ザンバトと共に、非上場株取引の流動性の増加と取引スピードの向上に注力し、非上場株のセカンダリー市場の育成に注力すると述べている。ザンバト等の非上場取引プラットフォームの台頭によって、株式報酬プランの発行体は、優秀な従業員に経済的なインセンティブを付与し易くなり、非上場の自社株を有する者は、所属企業の上場を待たずして売却することが容易になる。

今後、株式報酬規則案が採択された場合、カルタ、モルガン・スタンレー、ザンバト等の株式報酬プラン関連のサービス提供者は、プラットフォーム・ワーカー（またはプラットフォーム）も顧客化することが可能になり、更なる成長を期待できるものと考えられる。

V 今後の注目点

ジョー・バイデン政権は、「より良い再建を（Build Back Better）」というスローガンを掲げており、顧客、従業員、取引先、コミュニティ、株主といった全てのステークホルダーの利益にコミットするような政策を打ち出す意向を示している¹¹。これは、株主中心で短期的な利益追求を重視したこれまでの資本主義が、米国における所得格差と分断を生み出したという考えに基づくものである。即ち、バイデン政権には、いわゆるステークホルダー資本主義の実現を重視している側面があると言える。

SEC が株式報酬規則案を採択するには、プラットフォーム・ワーカーの定義や、非上場企業による株式報酬プランの付与の手法に関する課題を解決する必要がある。しかし、インパクト・アメリカ・ファンドが主張しているように、株式報酬規則案は、非上場企業の競争力向上と低所得者層に対する経済的なインセンティブの付与の促進を目指していることから、バイデン政権が目指すステークホルダー資本主義の実現と整合的な部分もあるため、新政権においても同規則案の方向性は維持されるものと思われる。

現在、日本においても、雇用形態は多様化し、非正規雇用者は増加傾向にあり、ギグワーカーの存在感も増大している。ポストコロナ時代に向けて、職場環境の在り方を見直す機運は高まっており、プラットフォームを通じたサービス提供者の一層の台頭も予想される。そうしたなか、日本の社会インフラのデジタル化や、それを後押しする技術革新を

¹⁰ 詳細は、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み—自衛力認定投資家の規制緩和を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号、同「コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号、岡田功太、片寄直紀「米国株式市場の競争を促す OTC マーケット」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号を参照。

¹¹ 詳細は、岡田功太「米国の社会及び環境に対して説明責任ある資本主義法案」『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。

生み出す企業への円滑なリスクマネーの供給が必要とされている。今般、SECが示した株式報酬規則案の規制枠組みや、それに対する市場参加者の評価は、日本にとって示唆に富むものであると言えよう。