

# 「JOBS法四・〇構想とアメリカ資本市場」

若 園 智 明

## 一、はじめに

本稿は、アメリカ連邦議会上院の銀行・住宅・都市問題委員会（上院銀行委員会）が本年四月に公開したJOBS法四・〇構想（デイスカッション・ドラフト）を概観し、現在のアメリカ資本市場で何が求められているのかを考える。ただし、このJOBS法四・〇は包括的改革案ではあるが超党派による提案ではなく、共和党議員のみによって提示されている。また本稿執筆時点（一〇

月上旬）でも法案としては提出されていない。しかしながら、JOBS法四・〇が目指す改革はアメリカ資本市場の方向性を考える上で示唆に富んでおり、わが国の岸田政権で検討されている事項と共通する項目も含まれている。一月のアメリカ中間選挙の結果次第では、これらの提案が与える影響が大きくなることも予想される。

わが国の資本市場に目を向けると、六月に岸田政権が公開した『新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画』において、創業から五年目ぐらいまでの新興企業の育成（スタートアップ育成

五か年計画）が柱の一つに据えられている。この五か年計画では、①ベンチャーキャピタル（VC）への公的資本の投資拡大、②個人金融資産のベンチャー投資、③未上場株のセカンダリーマーケット（流通市場）の整備などが企画されているが、これらはアメリカが先行しているだけではなく、さらなる改革がJOBS法四・〇で提示されている。わが国で資本市場の持続的な発展を議論する上でも、アメリカの最新の動向を踏まえることには意義がある。

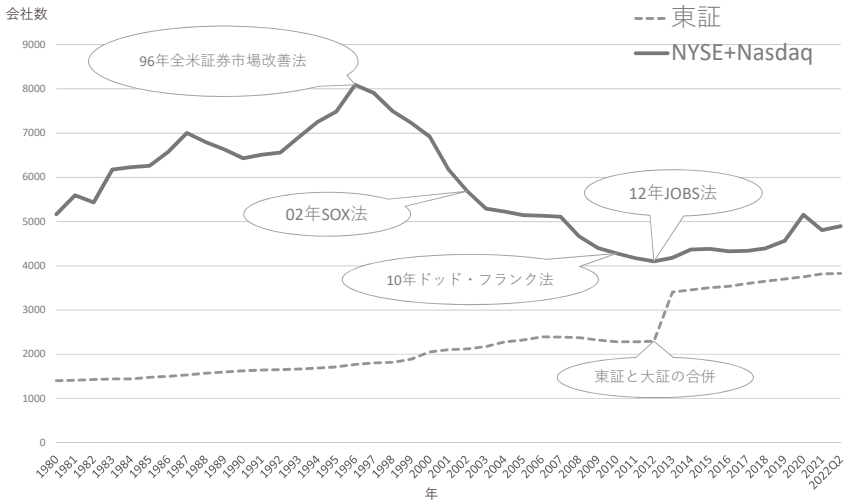
本年はオリジナルのJOBS法が成立した二〇一二年から一〇年目にあたる。アメリカで一二年版JOBS法が検討されていた時代は国法証券取引所（公開市場）が議論の中心にあったが、この一〇年間でアメリカの重心は未公開会社の市場へと移っている。一二年版JOBS法が新興企業の上場コストを低減させ、上場後の資本調達を通じ

た成長サイクルを構築する試みであったのに対して、本稿で扱うJOBS法四・〇は未公開会社の資本調達の促進を主たる目的に据えた改革案とも呼べる。

## 二、二〇一二年版JOBS法と 資本市場

二〇一二年四月にオバマ大統領の署名で成立したJOBS法は、潜在的な成長力を持つ新興企業の資本調達の促進を主目的とする包括的資本市場改革法であった。関連する証券諸法を修正し、①新興企業の株式公開および上場維持コストの低減を中核に据えて、②一般勧誘や広告が可能な私募の新設、③投資型（株式）クラウドファンディングの整備、④SEC登録が免除される小額募集の基準緩和などを実施している。

図表1 上場会社数の推移

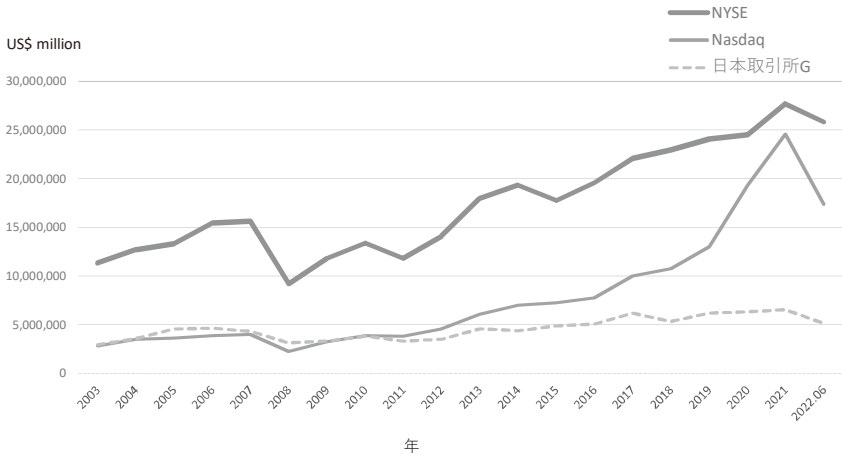


〔出所〕 World Federation of Exchanges.

この一二年版JOBS法が求められた背景には、アメリカの国法証券取引所に上場する会社数の減少があった。図表1で示すように、九六年末の八、〇九〇社をピークとして上場会社は減少を続けていた。当時の連邦議会はこの傾向に強い懸念を抱き、さながらアメリカの国際競争力の低下を示す象徴のごとく論じられていた。

一二年版JOBS法の評価は次節で紹介するが、図表1をみる限りにおいて、同法の施行によって上場会社数は下げ止まったかのようにみえる。ただし、一九年から二一年にかけては、特別買収目的会社（SPAC）の上場が急増したことに注意したい。その一方で、証券取引所の時価総額を示す図表2をみると、一二年あたりからニューヨーク証券取引所（NYSE）やナスダック証券取引所（Nasdaq）の時価総額が顕著に増加傾向へと転じていることも読み取れる。これは

図表 2 主要証券取引所の時価総額（12月末時点）



〔出所〕 World Federation of Exchanges.

上場する個社の平均的な大型化を意味するが、単に上場会社が成長しただけではなく、新規に上場する会社が大型化していることも要因となる（後述）。

### 三、一二年版J O B S 法の評価

#### (1) 当時の資本市場を対象とした学術研究

上場会社数が減少する要因は①新規上場数の減少と②上場廃止の増加にわけることができる。先に上場廃止について論じると、アメリカについて一九九七年から一二年を対象に分析した学術研究の結果によれば、この時期の上場廃止理由の約六〇％が合併であった。上場会社間の合併が上場会社数の減少と同時に個社の大型化を引き起こしていたことは興味深い。また、上場会社の株主が大型化していることも報告されている。例えば、普

通株式の一〇%以上を保有する機関投資家が株主である上場会社の比率は八〇年に一一・九%であったが、九五年に一九・五%、一五年には三二%まで増加していた。これらはアメリカの国法証券取引所が、より選別（精鍊）された市場へと変貌していたことを示している。

一方で新規に上場する会社数に目を向けると、九六年の六七七社をピークに減少し、一二年の新規上場数は一二八社であった。より詳細な分析は若園（二〇一九）を参照願いたい。特に小規模会社の上場数が顕著に減少している。この理由としては、①小規模会社にとって新規上場および上場維持のコスト負担が高まっていたことと、②未公開会社へ出資しているVC等の出口戦略が新規上場からM&Aへと移行していたことを挙げることができるといえる。

このような現象を分析対象とした学術研究の多

くは、この原因をアメリカの法規制に求めている。その第一が、エンロン事件などを契機に〇二年に導入されたサーベンス・オクスリー法（SOX法）であり、特に同法の第四〇四条(b)項（内部統制の評価と報告）により課される規制コストが及ぼす影響は分析対象とされた。SOX法の施行により、新規上場と上場維持コストが増加したことで相対的に小規模な会社が新規上場を避け、さらにはVC等の出口戦略をM&Aへと変化させたとの指摘にはある程度の説得力がある。

第二が九六年の全米証券市場改善法である。この九六年法が契機となり、いわゆる私募市場（発行市場）の整備が進み、その後の店頭市場（流通市場）の拡大へと繋がったとの指摘である。九六年法は、証券募集に関する州規制の適用除外条件を整備するとともに、SECに登録されないVCやPEファンドの資金調達条件を緩和した。同法

を考察した学術研究には、その施行後にVCから資本を調達している新興企業の株式公開に至る比率が低下しているとの分析もある。つまりは、九六年法によって私募市場が拡大した結果、国法証券取引所への上場が必須条件ではなくなる、もしくは従来よりも長く未上場のステージ留まる会社が増えたとの解釈である。後述する下院共和党のレポートによると、創業から新規上場までに要した時間は九七年から〇一年の期間で平均五・五年間であったが、〇六年から一一年では平均で九年弱と長期化している。図表1でみたように上場会社数の減少は九六年前後から始まっており、国法証券取引所の時価総額の増加傾向（図表2）とも整合的となる。

アメリカの私募市場および同市場のプレイヤーである自衛力認定投資家（プロ投資家）の現状については、若園（二〇二一a、二〇二一b）で詳

しく論じているので参照願いたい。

## (2) JOBS法の評価

このようなアメリカ資本市場の状況に対応すべく、一二年版JOBS法は上述した手当を行っている。この中で中核になるのは「新興企業の株式公開コストの低減」であろう。同法は、成長力のある新興企業（EGC、Emerging Growth Company）を新たに定義し、EGCが新規に上場してから五年間はコスト負担が大きな規制の適用除外とした。ただし、EGCの主な基準は年間総売上一二億三、五〇〇万ドル未満（二年九月にインフレ調整を行い一〇億七、〇〇〇万ドルから増額）であるため、相当に規模が大きな会社も対象となる点に注意願いたい。このEGCに関して、①アナリストのリサーチ情報をIPO前に配布可能にする、②EGCの証券募集時に、SEC

への登録届出書の提出前であっても適格機関投資家等を対象とする需要の事前調査（テスト・ザ・ウォーター）が可能とされ、情報面における資本調達の優遇策も活用できる。

本年四月に、アメリカ下院の金融サービス委員会の共和党議員により一二年版JOBS法を総括的に評価するレポートが公開されている。<sup>(1)</sup> この下院レポートによれば、一三年から二一年までのIPO件数の九三％、IPO金額の七八％がEGCによるものであった（データの出所はNasdaq）。同法によって、EGCの上場および資本調達は促進されているようにみえる。

しかしながら、一二年版JOBS法には期待された効果が発揮されていない施策もある。例えば、代表的な私募規則であるレギュレーションDで一般勧誘・広告を解禁したルール五〇六(c)の利用は低迷している。一三年から一七年の期間の平

均で、ルール五〇六(c)が私募調達全体に占める比率は件数で八・一％、金額では四・四％に過ぎなかった。また、同じ私募として新設された投資型クラウドファンディングやSECへの簡易登録の基準が緩和されたレギュレーションAを利用した調達も低迷している。一二年版JOBS法は、成長力のある新興企業の上場を促す効果は認められるものの、未上場会社の資本調達を改善する効果は十分に発揮されなかったと言える。

私募市場については、SECが二〇年に大幅な規制の見直しを行っている。このSECの施策については若園（二〇二一a）で詳しく論じている。

この下院レポートは、一二年版JOBS法の評価を踏まえた提言も行っている。第一に公開市場に関しては、①EGCの要件の緩和、②EGCに対する監査済み財務諸表の開示条件の見直し、③

三四年証券取引所法によりSECへ強制的な登録が求められる株主数から適格機関購入者（QIB）等を除外する。第二に、二〇年七月から二一年六月末までにIPOで調達された資本が三、一七〇億ドルであったのに対して、私募では三兆三、〇〇〇億ドルの資金が調達されたことを踏まえて、特に小規模の会社にとっての未公開市場の重要性を連邦議会に訴えている。その施策として、①二〇年にSECが改正した自衛力認定投資家（プロ投資家）の定義のさらなる見直し、②クローズドエンド型ファンドを通じて、個人投資家が未上場証券への投資機会を得る、③適格VCの登録除外要件の見直し、④VCファンドに対する適格投資の要件緩和、⑤新たな小額募集の登録除外要件などを提言している。これら共和党議員の提言の多くは、次節のJOBS法四・〇構想に活かされている。

#### 四、JOBS法四・〇構想

二〇一二年版JOBS法の一〇周年にあたり、上院銀行委員会の共和党議員が四月に公開したJumpstart our Business Startups Act of 2022はJOBS法四・〇と呼ばれている。この四・〇バージョンは、共和党議員が提案していた一四本の法案から構成されている。

JOBS法の施策は一二年版以降も数度の改正が試みられてきた。特に、一五年のFAST法はJOBS法二・〇と呼称され、一八年にトランプ政権下で検討されたJOBS and Investor Confidence ActがJOBS法三・〇に該当する。このJOBS法三・〇は両院で支持を受けたものの廃案となったが、①新興企業によるデモデイ（投資家に対するアピールの場）の容認、②自衛力認定

図表3 JOBS 法4.0の構成と注目される項目

|                                       |
|---------------------------------------|
| 第1章 企業の公開化の促進（101節から108節）             |
| 102節 EGCの規制適用免除期間を10年に延長              |
| <b>107節 ベンチャー取引所の創設</b>               |
| 108節 EGCのティック・サイズ                     |
| 第2章 プライベートキャピタル市場の改善（201節から206節）      |
| 202節 エンジェル・ファンドの要件を緩和                 |
| 203節 未登録のVCが流通市場からポートフォリオを獲得可能に       |
| <b>205節 プライベートプレイズメント・ブローカーの登録免除</b>  |
| 206節 M&AブローカーをSEC登録から除外               |
| 第3章 個人投資家による投資機会へのアクセスの促進（301節から308節） |
| <b>304節 個人投資家が投資可能な未公開会社投資ファンド</b>    |
| 305節 クラウドファンディング規制の見直し                |
| 306節 自衛力認定投資家の定義の見直し                  |
| 307節 レギュレーションA+証券の流通に州登録を免除           |
| 第4章 規制監督の改善（401節から407節）（本稿では割愛）       |

投資家の定義の見直し（以上は二〇年のSECの規則改正で対応されている、詳しくは若園（二〇二一b）を参照）、③VCのSEC登録条件の緩和、③EGCに対するSOX法の適用除外の拡大などが含まれており注目された。JOBS法四・〇は三・〇バージョンのブラッシュアップに位置づけられる。

以降本節ではJOBS法四・〇の全体像とともに、その中から①ベンチャー取引所、②プライベートプレイズメント・ブローカー、③個人投資家による未公開株への投資を取り上げて、JOBS法四・〇の構想をみる。

#### (1) JOBS法四・〇の全体構成

図表3で四・〇の章立てと特に注目される節を選別して掲げた。全四章のうち、第一章は上場促進策を記し、続く第二章では主に未公開会社の調

達制度を整備している。第三章は個人投資家による未公開会社への投資促進を企画する。最後の第四章はSECのインハウスジャッジの見直し（四〇五節）などが含まれているが本稿では割愛する。

第一章の節では、EGC適用の期間を一〇年間に延長（一〇二節）やベンチャー取引所の新設（二〇七節、後述）、EGCのティックサイズ（一〇八節）が興味深い。このうち一〇八節は、国法証券取引所やATS（代替取引システム、日本ではPTS）等で取引されるEGC株式のティックサイズ（呼び値の刻み）を〇・〇一ドル以上〇・二五ドル未満とする案である。アメリカでは原則として一セント単位のティックサイズが設定されているが、一五年よりSECが、流通市場での小型株の流動性を向上させるためにティックサイズの縮小を検討していた。<sup>(2)</sup> またNasdaqが一七年か

ら提唱している Intelligent Ticks は、株価に依じて最適なティックサイズを決める試みである。

第二章の節で注目されるのは、エンジェル投資家やVCの要件の緩和（二〇二節と二〇三節）、調達を希望する未公開会社と投資家をマッチングするプライベートプレースメント・ブローカー（二〇五節、後述）、M & AブローカーのSECへの登録免除（二〇六節）であろう。

第三章では、個人投資家による未公開会社への投資（三〇四節、後述）の他にも、クラウドファンディングの仲介者（ファンディングポータル）の規制の見直し（三〇五節）、自衛力認定投資家（プロ投資家）の自然人定義に投資額を追加（三〇六節）、募集時のSECへの簡易登録を定めるレギュレーションAの使い勝手向上（三〇七節）などは、特に未公開会社の資本調達にとって重要となる。このうち、三〇五節から三〇七節はいわ

ゆる私募に関する規定となり、二〇年にSECが包括的な規制の改正を行った分野を連邦法レベルで取り上げている。SECの私募規制の改正は若園（二〇二一a、二〇二一b）で詳しく報告しているのでご参照願いたい。

## (2) ベンチャー取引所（一〇七節）

第一章の一〇七節は、EGCが発行した証券（ベンチャー・セキュリティ）の流通市場として、三四年証券取引所法の「第六章…国法証券取引所」にベンチャー取引所を新設する。SECの監督下となる国法証券取引所に類するが、ベンチャー・セキュリティの取引は原則としてベンチャー取引所に限定され（非上場取引特権は認められない）、全米市場システム（NMS）の対象外となる。トロント証券取引所のTSXベンチャー取引所やロンドン証券取引所のAIM、あ

るいは初期のNasdaqのような市場がイメージされており、わが国ではTOKYO PRO Marketが類似市場となろう。

このベンチャー取引所の構想はJOBS法四・〇が初出ではない。SECが一年五月に承認したBXベンチャー・マーケット（当時のNasdaq OMXグループ、取引される株式はベニーストック）はベンチャー取引所の構想であった。

SEC内でもベンチャー取引所の必要性の高まりは認識されている。SECのアドバイザリー委員会は、新興企業が発行する証券の流動性や透明性を向上させるために専門取引所の創設をSECに求めており、同様の主張は一五年三月の委員会でも繰り返されている。また一九年六月にSECが公開したコンセプト・リリースでは、SEC登録が免除された証券の流動性向上の施策の一つとしてベンチャー取引所の案が提示され、意見徴収

の対象とされた。

連邦議会でも、一五年三月に上院の銀行委員会小委員会で開催された会合で、小規模会社の資本形成とセカンダリー・トレーディングの流動性向上の施策としてベンチャー取引所が議論されている。

ベンチャー取引所で取引されることで、ベンチャー・セキュリティの流動性とともによりEGCへの投資機会の拡大が期待されているが、アメリカにはOTCマーケットのようにすでに発達した店頭市場が稼働している。JOBS法四・〇ではベンチャー取引所で流通する証券に求められる情報開示などは明確に記されていない。既存の店頭市場との機能の棲み分けは検討を要する課題であろう。

### (3) プライベートブレイスメント・ブローカー

#### (二〇五節)

第二章の二〇五節が記述するプライベートブレイスメント・ブローカーは、通常はファインダー(Finder)とも呼ばれている。資金調達において、スタートアップ段階の非上場会社(起業家)と投資家を仲介する。特に地方の新興企業にとってファインダーが提供する仲介機能は重要となる。この二〇五節は、ファインダーがSEC登録等を免除されるためのセーフハーバーの設置を意図している。ちなみに、わが国でのプライベートブレイスメント業務とは、証券会社の私募の取り扱いや私売出し業務を指す(日本証券業協会)。

アメリカでは私募市場を通じた調達額が公募市場を超過しており、私募に依拠することができる自衛力認定投資家(プロ投資家)のネットワークを構築するファインダーが果たす役割は増してい

る。しかしながら、従来の規制ではファインダーはブローカーに分類されており、ファインダーの実際の業務に照らすと、三四年証券取引所法の第一五条(a)が要求するブローカー登録は過度な規制となる。私募市場の発達にとってファインダーが果たす役割は不可欠となっており、未登録のままて資本調達の仲介を行うための条件(セーフハーバー)の整備が強く求められてきた。

SECにおいても、一五年九月開催のアドバイザリー委員会などでファインダーの業務をブローカーの定義に含めることを問題視する意見が出されていた。応じてSECは、従来のノーアクション・レターに加えて、条件付きでファインダーを登録から除外する提案の通知を二〇年一〇月に発している。この通知は活動内容によってファインダーを二つのカテゴリー(Tier)にわけ、それぞれに未登録のままて潜在的な投資家へのアクセス

が許容される範囲を定めている。しかしながら、このSEC通知はファインダーのカテゴリーが狭すぎるとの指摘を受けていた。二〇五節は三四年証券取引所法の第一五条で新たに定義を加えるとともに、未登録で業務を行う条件(年間の受取り報酬額の上限等)を明記することで、連邦法上でのファインダーの業務の明確化と未登録で活動するセーフハーバーの設置を目的としている。

#### (4) 個人投資家による未公開株への投資

##### (三〇四節)

最後に、JOBS法四・〇の第三章三〇四節は四〇年投資会社法の第五条に未公開ファンドに投資を行うクローズドエンド型の会社型投資信託の定めを新設し、当該会社型投信がすべての資産をプライベート・ファンドに投資することを解禁する。さらに三〇四節は、三四年証券取引所法の第

六条を修正して、プライベート・ファンドへの投資を行っていることを理由として国法証券取引所が規則により当該会社型投信が発行した証券の市場ならびに取引を禁止することができないと記している。前掲の下院レポートよれば、会社型投信のプライベート・ファンドへの投資はSECにより純資産の一五％に制限されている。三〇四節はこの制限を撤廃し、一般の個人投資家による未公開会社への間接投資の拡充をはかっている。

詳しくは若園（二〇二一a、二〇二一b）を参照願いたい。が、スタートアップ段階の未公開会社への投資はリスクが高く、原則として投資は自衛力認定投資家（プロ投資家）に限定されている。その一方で、このような新興企業の高い成長性が生み出す果実の享受が一部の機関投資家に限定されていることは問題視されてきた。自衛力認定投資家の数と未公開会社の資本等の調達には相関性

が認められており、新興企業育成の観点からも個人投資家の資金の活用が検討されてきた。

二〇年八月のSECの規則改正により、①金融的洗練性を備えた自然人（個人投資家）を自衛力認定投資家と認定するとともに、②プライベート・ファンド等で投資活動に従事している者や③SECや州に登録されている投資アドバイザーなどを新たに自衛力認定投資家に加えている。この金融的洗練性の証明は証券外務員資格等の取得であるため、高い専門性を備えた金融サービス業者を経由することで一般の個人投資家でも新興企業への投資が可能となった。SECの規則改正と合わせて、JOBS法四・〇の三〇四節は会社型投資信託の規制緩和により、個人投資家とスタートアップ段階の未公開会社を繋げる資金的経路の整備を試みていると評価できよう。

## 五、まとめ

岸田政権の五か年計画と並んで金融庁が八月三日に公表した「二〇二二年事務年度の金融行政方針」でも、スタートアップなど成長企業に対する円滑な資金供給を促すため、①上場プロセスの見直し、②私設取引システム（PTS）を活用した非上場株式の流通の円滑化、③投資信託への非上場株式の組み入れに関する枠組みの整備等への取り組みが明記されている。また七月には、ある程度の専門知識を持つ個人であれば①純資産が一億円以上、②有価証券などの資産一億円以上、③収入金額一、〇〇〇万円以上、のどれかに該当すれば特定投資家（プロ投資家）へ移行が可能となるなど、特定投資家の範囲に関する府令の改正が行われている。特定投資家であれば、株式投資型

クラウドファインانسにおける投資上限も撤廃される。わが国でも、スタートアップ段階の未公開会社を育成する環境が整いつつあると言えよう。

同様の分野はアメリカ資本市場が先行しており、また類似した改革が検討されている。しかしながら、細部に目を向けると日米では相当の差があることも事実である。わが国資本市場の健全なる発展にとって必要な施策を考えるうえで、アメリカで積み重ねられてきた議論とその背景にある問題意識を理解することも重要であろう。

### （注）

- (1) “Ten Years of the Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act of 2012: How the Law Spurred Capital Formation, and How Congress Can Build on its Success”, U.S. House of Representatives, Committee on Financial Services, Republican Staff Report, April 5.
- (2) 株式取引の呼び値の刻みの一セント化は、二〇〇一年の

decimalization によって実行された。本稿が報告するティックサイズの縮小化とは逆に、アメリカSECは一六年よりティックサイズ拡大の試験プログラムも実施している。この試みについては清水（二〇一九）が詳細に報告している。

（参考文献）

清水葉子（二〇一九）「米ティックサイズ拡大の試験プログラム…SECの実証結果」『証券レポート』日本証券経済研究所、第一七二二号、一―一八頁。

若園智明（二〇一九）「米国における資本形成の変遷…公開市場と私募市場」『証券経済研究』

日本証券経済研究所、第一〇七号、一―一九頁。

若園智明（二〇二一a）「米国における私募市場へのアクセス改善…小口募集取引規制の見直し」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第一一五号、三―二〇頁。

若園智明（二〇二一b）「米国私募市場におけるプロ投資家とは…自衛力認定投資家の定義の見直し」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第一一六号、一七―三七頁。

（これら参考文献はすべて日本証券経済研究所のホームページから無料でダウンロードが可能である。）

（わかぞの ちあき・当研究所主席研究員）