

2012年8月30日 全7頁

米国、上場促進を狙い大胆な規制緩和へ

日本でも規制緩和の検討を

金融調査部
研究員 奥谷貴彦

[要約]

- 米国においてベンチャー企業の IPO（新規株式公開）が大型化している。その一方で中小型 IPO 件数は伸び悩む。
- 米国は IPO を更に促進するために、JOBS 法（The Jumpstart Our Business Startups Act）を施行し規制緩和へと舵を切った。中小型 IPO を促進する狙いがある。
- 米国ではベンチャー企業を対象とした M&A が増加したことを背景に、IPO が大型化した。
- 日本ではベンチャー企業を対象とした M&A が活発でない。大企業のオープン・イノベーションを促進するための施策、例えば労働規制緩和が考えられる。
- また IPO を促進するために JOBS 法を参考とした規制緩和を検討するべきである。

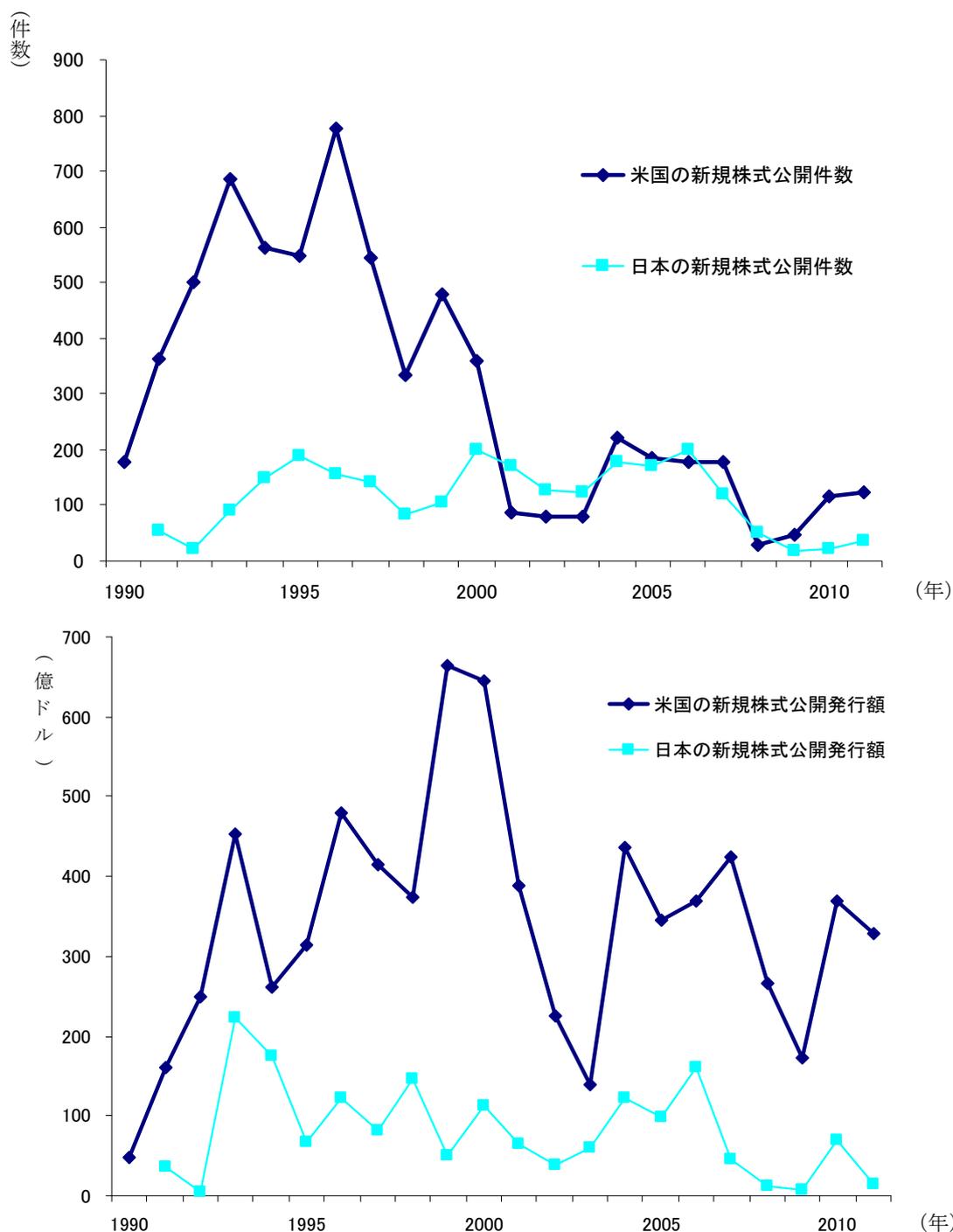
I 米ベンチャー企業を対象とした M&A が増加

日本において IPO（新規株式公開）件数の低迷が叫ばれて久しい。かつては約 200 件のベンチャー企業の IPO が行われた年もあったが、近年では 50 件を下回る水準で推移している（図表 1）。一方、ベンチャー大国の米国においても IPO 件数の低迷は問題となっている。90 年代には 500 件を超える IPO が行われた年も続いたが、近年は 100 件程度と低迷している。一方、IPO 発行額では日本は伸び悩んでいるが、米国は一定の水準を維持している。発行額でみると米国の IPO 市場は堅調と言えらる。

まず、米国 IPO 市場の現状について見ていきたい。現在の米国 IPO 市場において、ベンチャー・キャピタルが重要な役割を果たしている。一般的に米国で IPO を目指すベンチャー企業にはベンチャー・キャピタルが投資していることが多い。米国のベンチャー・キャピタルは投資資金を融通するに留まらず、IPO に精通した会計士や研究開発による発明などの知的財産権に詳しい弁護士、CFO（最高財務責任者）、ならびにメンターと呼ばれる創業者の個人的な相談相手などの必要な人材を斡旋し、IPO を目標に企業を支えるハンズオン型の投資を行うと言われる。

そのため、IPO を目指すベンチャー企業もベンチャー・キャピタルの投資を望んでいる場合が多い。そこで、過去 20 年間の米ベンチャー・キャピタルの投資回収方法について、IPO と M&A（買収・合併）の推移を見てみると、金額・件数、共に IPO の比率が低下し、M&A の比率が上昇している（図表 2）。IPO 前のベンチャー企業を対象とした M&A が増加したことがわかる。

図表 1 日米の新規株式公開（件数・発行額）

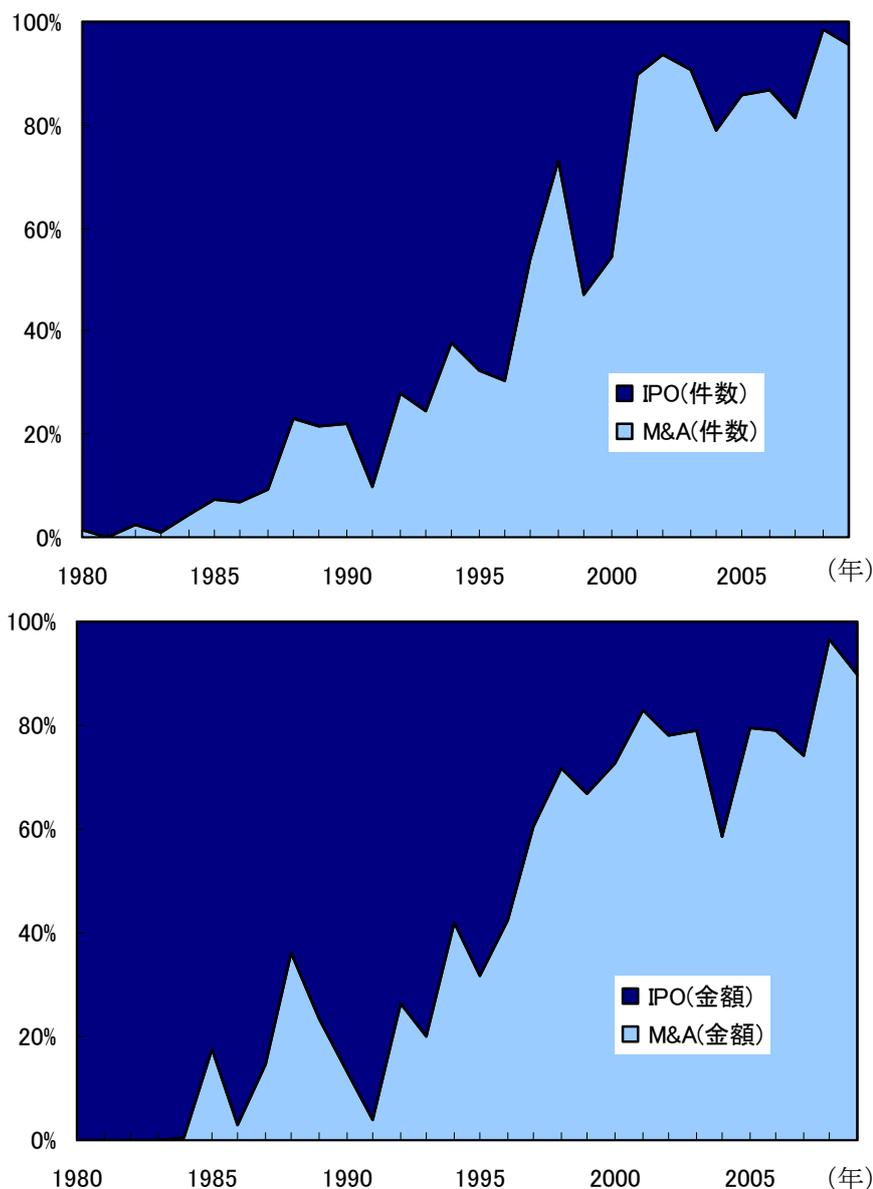


(注 1) 日米の国内企業による国内での新規株式公開件数と発行額の推移。

(注 2) 米国は 1990 年から、日本は 1991 年からのデータ。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

図表2 米国におけるベンチャー・キャピタル投資の回収手段内訳（件数・金額ベース）



(注) 全米ベンチャー・キャピタル協会 (National Venture Capital Association) に加盟するベンチャー・キャピタルが投資した在米ベンチャー企業が IPO を行った件数・金額と同ベンチャー企業を対象とした M&A の件数・金額を比較している。
 (出所) National Venture Capital Association “Year Book 2010”より大和総研作成

一方、日本でのベンチャー・キャピタル投資は、米国のように M&A による投資回収は活発でない。その理由として、日本においては大企業がベンチャー企業を買収する動きが米国と比較して活発でないことが挙げられる。IPO 数が近年の株価低迷を背景にして減少する中でも、米国のようにその IPO 低迷を補う大企業による買収が喚起できていない。結果として日本のベンチャー・キャピタルにとっては投資回収手段が限られてしまい、自身の投資意欲が減退し、ベンチャー・ファイナンスの目詰まりをもたらしている。（日本のベンチャー・ファイナンスについては大和総研レポート、奥谷貴彦「ベンチャー企業の資金調達」、2012年3月2日を参照。
<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.html>)

II 米国は規制緩和で起業促進を狙う

一方の米国では、低迷する IPO を促進するために、証券規制を緩和する JOBS 法 (The Jumpstart Our Business Startups Act) が成立した。米国の証券規制には規制強化とその後の規制緩和への揺り戻しの歴史がある。米国では、銀行と証券の業務分離規制に関して、1929 年の大恐慌後のグラス・スティーガル法による銀証分離から数十年が経って規制緩和が進み、銀証融合が進んだ。その後、近年の金融危機後のドッド・フランク法の制定と規制強化への揺り戻しに至る。

証券発行に関してはエンロン事件や証券不祥事に端を発し、規制強化が進んだ。サーベンス・オクスレー法 (SOX 法) が制定され、ベンチャー企業はその対応により事務費用が増加した。また投資銀行における株式アナリスト部門と IPO 部門の分離が規定され、未上場株式の IR 機能が低下した。

このような証券発行に関する規制強化がベンチャー企業の IPO への意欲を抑制する 1 つの要因となったとする意見もある。このような背景から米国では IPO 促進に向け、JOBS 法の制定により証券発行規制の緩和に舵を切った。

JOBS 法では主に 3 つの規制緩和を行う¹。1 番目はクラウド・ファンディング・ウェブサイトによる株式発行の認容である。(大和総研レポート、奥谷貴彦「米国の『クラウド・ファンディング』に注目」、2012 年 4 月 25 日を参照。

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12042501capital-mkt.html>)

未上場株式を発行する際に、これまでは不特定多数を対象に募集することができなかったが、ウェブ上で広く投資家に呼びかけることができるようになる。クラウド・ファンディングを活用することで、ベンチャー企業の資金調達環境が改善される可能性がある。

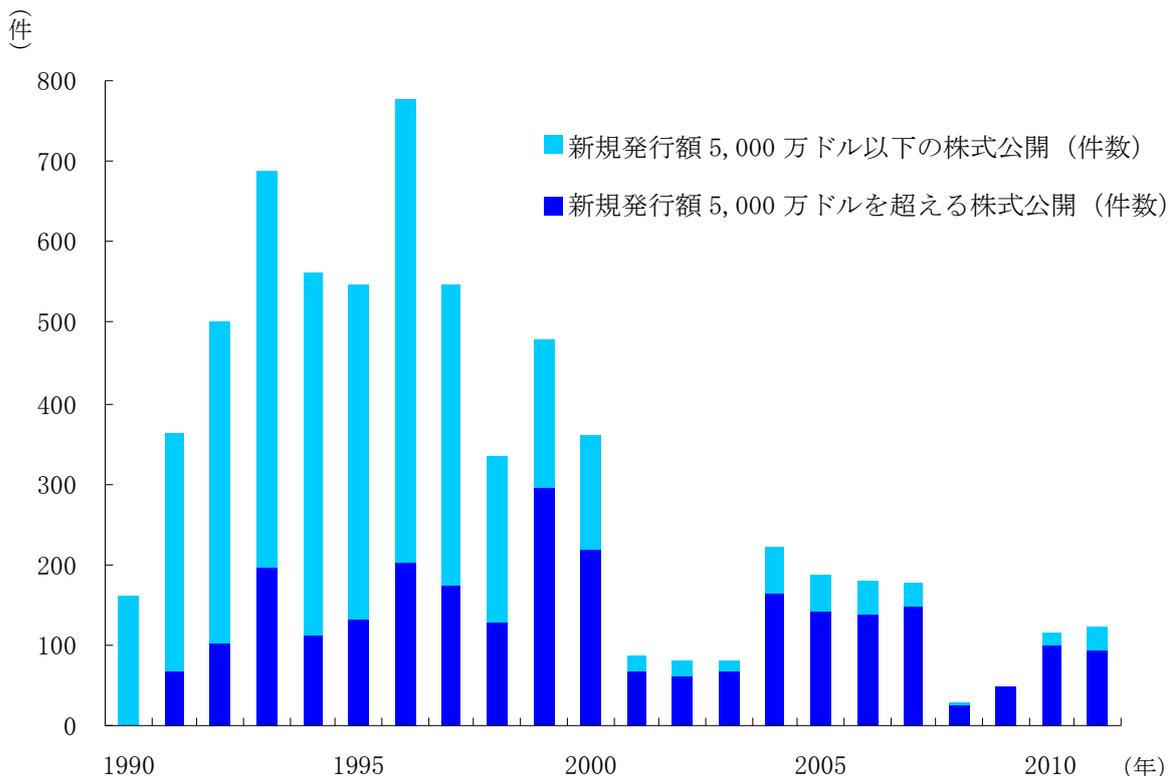
2 番目は新たに新興成長企業として認定されるベンチャー企業が新規発行額 5,000 万ドル以下の IPO を行う際の情報開示などの減免措置である²。これまでも 500 万ドル以下の資金調達を行う企業に対して、情報開示の減免措置などを行ってきたが、その資金調達の規模を 5,000 万ドル以下に緩和する。減免措置では IPO の際に通常 3 年分の監査済み財務諸表が必要なところを 2 年分としている。これまでは新規発行額が 500 万ドル以下の IPO 数が少なく、減免措置の効果が疑問視されていた。更に、新興成長企業は SOX 法第 404 条で定められた内部監査報告や監査法人のローテーション義務が免除される。内部監査報告への対応は特に上場して間もないベンチャー企業にとって重い負担となっていたが、その負担が減免される。また一般的にハイテク・バイオ企業などの監査業務は特殊な知識を必要とするため、簡単ではないとされている。監査人の担当企業が頻繁に変われば監査業務に支障をきたし、監査体制の脆弱化を招くのではないかと危惧されていた。

¹ The Jumpstart Our Business Startups Act, 米証券取引委員会ウェブサイト

<http://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml>

² JOBS 法における新興成長企業としての取扱は以下の内、最も早い日まで有効である。i) IPO から 5 年後の日を含む事業年度の最終日、ii) 年間総収益が 10 億ドルを超えた事業年度の最終日、iii) 事業年度末に時価総額が 7 億ドルを超過した当該事業年度末の最終日、もしくは iv) 非転換社債の発行が過去 3 年間に合計して 10 億ドルを超過した日。

図表3 米国の新規発行額別の株式公開（件数）



(注) 米国内企業の国内での新規株式公開件数
(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

3 番目に米証券取引委員会 (SEC) への登録義務が緩和される。以前は企業が 1,000 万ドル相当の資産を保有するか、もしくは株主が 500 名を超える場合に SEC への登録義務が生じたが、同じく保有資産 1,000 万ドル相当であり、かつ、株式保有者が 2,000 名を超えるか、もしくは適格投資家 (一定の資産を保有する投資家や機関投資家など、プロの投資家として定義される投資家) 以外の投資家が 500 名を超える場合に変更された。

特に新規発行額 5,000 万ドル以下の IPO (以下、中小型 IPO) に関して規制緩和されたのは、米国において新規発行額 5,000 万ドル以下の中小型 IPO が際立って減少しているからである (図表 3)。

Ⅲ 日本のベンチャー企業の M&A や IPO を促進する規制緩和を

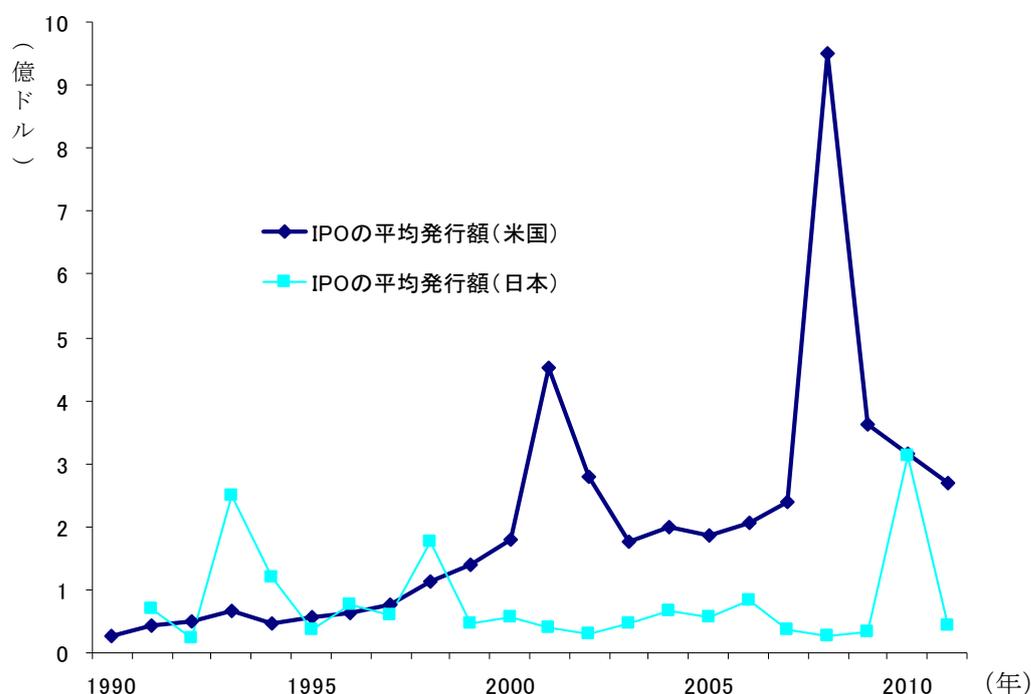
2000 年以降、米国では新規発行額 5,000 万ドル以下の中小型 IPO が急減した。一方、新規発行額が 5,000 万ドルを超える IPO はおしなべて見ると一定の水準で推移している。中小型 IPO が減少した要因の 1 つとして規制強化に伴う上場コストの増加が企業に懸念されていることが考えられる。企業は上場することにより、経理部門の人員拡充や監査会社や弁護士事務所に支払う事務処理費用など様々なコストが発生する。その費用は上場時に平均 250 万ドル、上場維

持費用は平均して毎年 150 万ドルという調査もある³。上場後 10 年でその維持費用は累計で 1,750 万ドルに及ぶことになる。ただし JOBS 法による規制緩和によって、今後上場コストは軽減されるだろう。

もう 1 つの要因は中小型ベンチャー企業の M&A が活発化したことである。グーグルやアップルなどハイテク大企業はベンチャー企業買収の専門部署やコーポレート・ベンチャー・キャピタルと言われる自前のベンチャー・キャピタルを設置し、新しい技術やビジネスモデルを獲得している。このように企業がベンチャー企業を買収し技術を獲得する経営戦略はオープン・イノベーションと言われる。企業は内部の研究所で全ての研究開発をせず、有望なベンチャー企業の技術や製品を取り込み、企業成長の原動力としている。

また米フェイスブックのようにベンチャー・キャピタルからの潤沢な出資を得ることができた中小型ベンチャー企業は他の中小型ベンチャー企業の買収を繰り返すことで大型 IPO を目指すという循環が働いている。このように中小型ベンチャー企業を対象とした M&A の増加が IPO の大型化を促進した。米国 IPO の 1 件あたり発行額は 90 年代後半以降、増加傾向にある（図表 4）。一方、日本の 1 件あたり発行額は伸び悩んでいる。

図表 4 日米 IPO の平均発行額



(注 1) 日米の国内企業の国内での IPO における平均発行額。米国は 1990 年、日本は 1991 年からのデータ。

(注 2) 米国では 2008 年に VISA が新規公開し、平均発行額が上振れした。日本では 2010 年に第一生命保険や大塚ホールディングスなど老舗企業が新規公開し、平均発行額が上振れした。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

³ “Rebuilding the IPO On-Ramp: Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth”, IPO Task Force, 2011 年 10 月 20 日, 米証券取引委員会ウェブサイト

http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf

日本では企業によるオープン・イノベーションの取り組みは未熟な段階であり、ベンチャー企業を対象とした M&A は米国のように活発化していない。従って、大型 IPO が実現しがたい環境である。ベンチャー企業を対象とした M&A を活発化させるには、ハイテク企業が更にオープン・イノベーションを推進する必要がある。そのためには例えば以下のような規制緩和を考えるべきだろう。

ベンチャー企業を買収する企業に対しては労働規制を緩和する特例措置を設け、買収したベンチャー企業出身の技術者を様々な雇用条件で雇用できるようにする。また大企業が保蔵する技術者がベンチャー企業へ転職することを条件に、人員整理の規制緩和も考えられる。

また日本では IPO 市場も回復の道半ばである。米国の JOBS 法を参考とし、日本においてもその活用が進むクラウド・ファンディングによる株式発行の認容を考えるべきである。また新規公開したベンチャー企業を対象にした内部監査報告の減免措置についても議論を深める必要があると考える。