

2018年10月18日 全6頁

# 米国資本市場改革の動向

## 民主党も支持しているが、中間選挙前の成立は困難か

ニューヨークリサーチセンター  
主任研究員 鳥毛 拓馬

### [要約]

- 2018年7月17日、米国下院議会は、資本市場改革などを盛り込んだ「2018年 JOBS および投資者信認法案」(以下、改正法案)を超党派で可決し、上院に送付した。
- 米国が資本市場改革を目指す理由として、過去20年間において米国内の上場企業数が半減していることや、IPOの件数が減少していることなどが挙げられる。そこで、改正法案では、IPOや上場の継続に負担となるコンプライアンスコストを削減するなどの規制緩和や、SECに対して大企業と中小企業でIPOにかかるコストに差があることに関する調査の要請が盛り込まれている。
- 改正法案は、下院民主党の大多数が賛成しており、上院民主党も反対するような内容ではないと思われるため、下院での法案可決当初は中間選挙前の成立が見込まれていた。しかし、中間選挙前に民主党が共和党に対して新たな成果を与える形となることを避けるため、中間選挙前の成立の可能性は低下している。もっとも、改正法案が中間選挙までに成立せず、また、選挙結果により議席構成が変わったとしても、その内容については、何らかの形で将来的に実現され得るものであると思われる。

## 次の金融規制改革の対象は資本市場

2018年7月17日、米国下院議会は、32本の法案から成る「2018年 JOBS および投資者信認法案 (JOBS and Investor Confidence Act of 2018)」(以下、改正法案)を超党派で可決し、上院に送付した<sup>1</sup>。改正法案は、資本市場改革により中小企業、起業家、投資家を支援することを目的としたいわゆる JOBS 法 (Jumpstart Our Business Startups Act)<sup>2</sup>の第3弾とされ、JOBS

<sup>1</sup> <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/488/text>

<sup>2</sup> JOBS 法は、米国の雇用創出の担い手とされる中小企業や新興企業の資金調達を促進することを目的として、2012年4月にオバマ前政権で超党派の支持の下で成立した。2015年には追加の規制緩和が行われている (JOBS 法 2.0)。JOBS 法の内容については、上野まな美、鳥毛拓馬「米国の IPO に関わる規制見直しの動き」(2018年3月2日付大和総研レポート)。

[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180302\\_012800.html](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180302_012800.html)

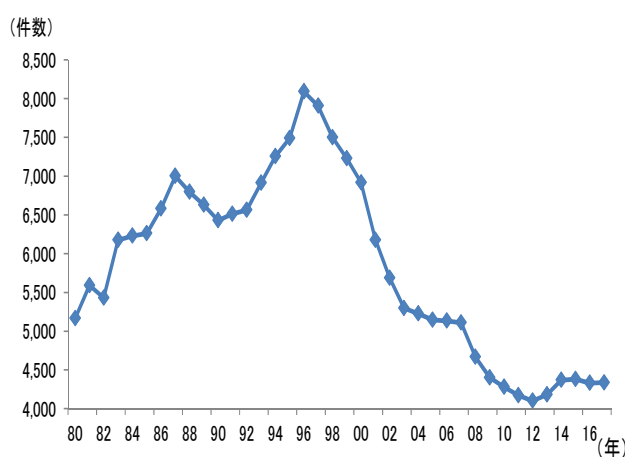
法 3.0 とも呼ばれている<sup>3</sup>。米下院金融サービス委員会のジェブ・ヘンサリング委員長は、「改正法案は、3%の経済成長を維持し、中国など他の国とグローバルに競争できるようにするのに役立つだろう」<sup>4</sup>と述べており、起業家の資本へのアクセスを容易にすることにより、スタートアップ企業を増やすことを目指すものである。

トランプ大統領も改正法案を強く支持しており、早期に署名したい意向を示す一方、議会と共同で複数の技術的修正を行う旨表明している<sup>5</sup>。本稿では、改正法案につき概説する<sup>6</sup>。

## 改正法案提出の背景

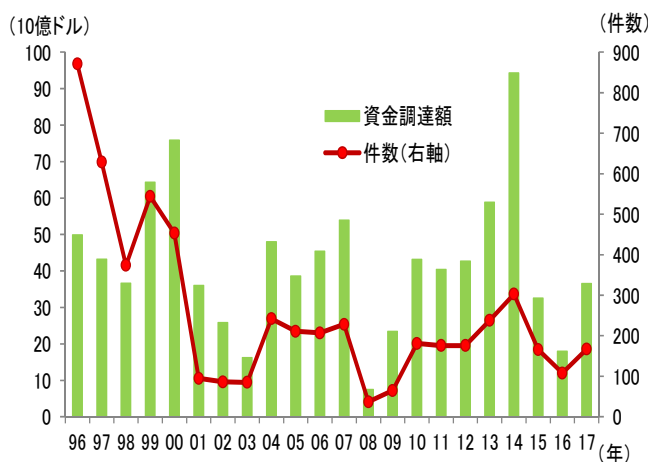
米国が資本市場改革を目指す理由として、過去 20 年間に於ける米国内の上場企業数の減少が挙げられる。米国内の上場企業数は、1996 年の 8,090 社をピークに減少の一途をたどり、2017 年には 4,336 社とほぼ半減している（図表 1）。また、IPO の件数については、2012 年の JOBS 法施行により、2014 年には 2001 年以降最多となる 291 件に達したものの、2014 年を境に減少に転じている（図表 2）。

図表 1 米国内の上場企業数の推移



（出所）世界銀行より大和総研作成

図表 2 米国の IPO 件数・資金調達額の推移



（出所）SIFMA Fact Book より大和総研作成

一方、米国上場企業の平均時価総額は、1996 年の 18 億ドル（インフレ調整後）から、2017

<sup>3</sup> 下院金融サービス委員会

<https://financialservices.house.gov/news/email/show.aspx?ID=7UD3NQFEEE64BPYFPVE5Z6WSBQ>

<sup>4</sup> 脚注 3 参照。

<sup>5</sup> ホワイトハウス

<https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/statement-press-secretary-s-488-jobs-investor-confidence-act-2018/>

<sup>6</sup> 本稿における訳語については、「アメリカ証券取引法入門—基礎から学べるアメリカのビジネス法—」（山本雅道、レクシスネクシス・ジャパン）を、また、現行制度および改正内容については、Congressional Research Service “JOBS and Investor Confidence Act (House-Amended S. 488):Capital Markets Provisions” September 7, 2018（以下 CRS レポート）を参照。

年初には73億ドル（同）と4倍に拡大している。また、時価総額500億ドル以上の企業約140社が総時価総額の半分以上を占めており、時価総額上位1%の企業が総時価総額の約29%を占めている。M&Aや中小企業の上場廃止などにより上場企業数は減少する一方で、上場企業の時価総額自体は増加しており、市場に占める大企業の割合が増加していることがうかがえる<sup>7</sup>。

IPOが減少している理由については、大きく分けて規制面と構造面から指摘されている。規制面から説明される理由としては、2002年に成立したサーベンス・オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）や2010年に成立したドッド・フランク法など規制による費用負担の増加、株式公開・維持費用の増加や、規制緩和された私募利用の増加が挙げられる。また、構造面から説明される理由としては、中小企業による規模の経済（M&Aなどによる収益性向上）の追求、中小企業向け市場インフラ（例えば、中小企業専門の投資銀行やアナリストなど）の欠如、経営者による株主とのエージェンシー・コンフリクトの潜在的回避（資金調達手段として公募債、私募債を選好）などが挙げられる。

## 改正法案の概要

改正法案は32本の個別の法案から成り、そのうち18法案が資本市場に関連するものである。この18法案は、（1）コンプライアンスコストの削減、（2）金融仲介の促進、（3）投資家のアクセスの拡大、などのカテゴリにグループ化することができる<sup>8</sup>。以下ではこれら3点に関わる改正項目<sup>9</sup>につき概説する。

### （1）コンプライアンスコストの削減

前述のように、上場企業数やIPOの減少には様々な要因が指摘されているが、そのうち特に問題と言われているのが、企業の株式公開・維持のためのコンプライアンスコストであり、中小企業にとっては特にその負担は大きいとされる。そこで、改正法案には、上場企業のコンプライアンスコストの削減につながる条項や、コスト削減につながる調査の実施をSECに要請する条項などが盛り込まれている。

### 公募の促進

現行では、IPOの前後において通常の企業よりも開示や募集に関する規制が緩和された「新興

<sup>7</sup> Congressional Research Service “Capital Markets, Securities Offerings, and Related Policy Issues” July 26, 2018 pp.13-17.

<sup>8</sup> カテゴリについては、脚注6 CRS レポート pp.1-2.

<sup>9</sup> 改正項目の中には、2017年10月6日に公表されたトランプ政権による金融規制改革案である「経済的機会を創出する金融システム 資本市場」に盛り込まれた項目も一部含まれている。

(<https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-Capital-Markets-FINAL-FINAL.pdf>)

成長企業（emerging growth company: EGC<sup>10</sup>）」という発行体区分が設けられている。EGCは、例えば、①IPO前に、IPO登録届出書<sup>11</sup>をロードショー<sup>12</sup>開始日の15日前までにSECに提出することにより、同届出書を公開せずにSECの審査手続きを行うことができる<sup>13</sup>。また、②EGCは、SECに登録届出書を提出する前に、適格機関投資家などとコミュニケーションを行うことにより、事前に潜在的な投資家の関心を調査することが可能である（“testing the waters”と呼ばれる）。

改正法案の901条では、このEGCに認められた①②の規制緩和を、EGCのみならず、全ての発行体に適用することとしている<sup>14</sup>。

## イノベーションの拡大

現行では、上場企業の経営者は、サーベンス・オクスリー法404条により、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、社外監査人による監査を受け、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5年間免除されている。改正法案の501条では、IPO後5年経過し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、非関係者（non-affiliates）が保有する普通株式時価総額の合計が7億ドル未満という要件を満たす場合は、その免除期間が5年間追加されている。すなわち、この要件を満たすEGCはIPO後最大10年間、報告書の提出義務が免除されることとなる。

多くのEGCはバイオテクノロジー企業であり、これらの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、適用免除期間が5年間延長されることは有意義だとの指摘がされている<sup>15</sup>。

## 四半期報告書に関するコスト・ベネフィット分析実施の要請

改正法案2201条は、SECに対して、上場企業が四半期財務報告を提出するために様式10-Qを使用することが求められることについて、コスト・ベネフィット分析の実施を求めている。また、法案成立後180日以内に、①分析結果と、②コストの削減、透明性の向上、EGCによる四半期財務報告の効率性の向上に関する勧告を、議会に提出するよう指示している<sup>16</sup>。

<sup>10</sup> IPOから5年以内において、直近事業年度の年間総収入が10.7億ドル未満であるなど一定の要件を満たす企業。<https://www.sec.gov/smallbusiness/goingpublic/EGC>

<sup>11</sup> 公募の際にSECに提出される書類。発行体、公募の方法、証券の性質等が記載され、数百ページにもおよぶ。

<sup>12</sup> 発行会社の経営陣が機関投資家などを訪問し、マーケティングを行うこと。

<sup>13</sup> これにより、ライバル企業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を模索することが可能とされる。

<sup>14</sup> なお①については、2017年6月29日にSECがその適用対象をEGC以外の企業にも拡大する旨の声明を公表している。改正法案は、その内容を明確化するため法文化したものと考えられる。

<https://www.sec.gov/corpfin/announcement/draft-registration-statement-processing-procedures-expanded>

<sup>15</sup> 脚注6 CRSレポートp.6。

<sup>16</sup> トランプ大統領は、2018年8月17日にツイッターで、「四半期報告から半期報告への移行についてSECに対して調査を依頼した。」旨投稿した。これに対して、同日SECのクレイトン委員長は、「SECのコルポレート・ファイナンス部門は、報告の頻度を含む公開企業の報告要件の検討を継続している。」との声明を公表した。ただ

## 中小企業の IPO コストに関する調査の要請

改正法案 3101 条は、SEC に対して、中小企業の IPO の実施に関連する費用について調査することを求めている。IPO を実施する企業は、通常、企業と投資家を仲介する投資銀行と契約し、その投資銀行は報酬としてグロス・スプレッド（投資銀行が企業から株式を購入する価格とそれを投資家に販売する価格との差額）を受け取る。調査によると<sup>17</sup>、このグロス・スプレッドに関して、中小企業の IPO（資金調達額 2,500 万ドルから 1 億ドル）については、今世紀に入ってから約 7%の水準で推移しており、そのコストは少なくとも 1990 年代以降ほとんど変化していないと指摘されている。一方、大企業の IPO（資金調達額 1 億ドル以上）の場合は、全体のスプレッドがはるかに低いとされている。そこで SEC は、中小市場と大企業との間の IPO コストに差異があることの理由を解明するための調査を求められている。

## （２）金融仲介の促進

中小企業の株式取引は、大企業の株式取引よりも効率的ではないと広く考えられている。SEC の調査によると中小企業株は、大企業株と比べてアナリストのカバレッジ対象となる企業は少なく、流動性も低く、パフォーマンスや株価に悪影響を及ぼすとされている。

そこで改正法案 2001 条では、流動性の低い中小企業や新興企業の株式取引を促進するため、国法証券取引所が、中小企業や新興企業の株式取引のみを行う取引所（ベンチャー取引所）を創設することを可能とする条項を盛り込んでいる。

また、改正法案 2401 条は、EGC を含む中小企業や上場を検討している企業に対するアナリストリサーチの対象範囲に関する調査を SEC に行うよう求めている。主要な米国の証券取引所に上場している企業のうち時価総額 1 億ドル未満の企業の 61%、また、店頭取引のうち 68%は、それぞれアナリストのカバレッジ対象にされていないとの調査結果が出ている<sup>18</sup>。

## （３）投資家のアクセスの拡大

発行体の資金調達を増加させ、投資家に追加の投資機会をもたらすことを目的としており、特に私募に関する規制緩和が中心となっている。

### 適格投資家（accredited investor）の定義の拡大

1933 年証券法により、企業は証券の募集・売付けに当たり SEC への登録が義務付けられるのが原則である。もともと、SEC の規則であるレギュレーション D により、一定の要件の下で企業は SEC に登録せずに「適格投資家」（いわゆるプロ投資家）などに対して、私募による資金調達

---

し、改正法案は、トランプ大統領が言う「四半期報告から半期報告へ移行」するものではない。

<sup>17</sup> 脚注 6 CRS レポート p. 8。

<sup>18</sup> 脚注 6 CRS レポート p. 12

を行うことができる。適格投資家制度の目的は、未登録の有価証券に投資する経済的リスクに耐え得る企業および個人を特定する一方、過剰リスクと潜在的な詐欺から一般投資家を保護することにあるとされる。適格投資家には、機関投資家や個人投資家などが含まれる。個人投資家については、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が、適格個人投資家に該当することとされている。

これまで、個人投資家については、上記①②のような収入や資産を有する者であっても金融知識を豊富に有していない高齢者などの場合には保護する必要がある一方で、①②のような資産を有していなくても豊富な金融知識を有していれば、適格投資家に値する者もいるということが指摘されてきた。

そこで改正法案401条は、適格投資家の定義を改正し、①SECやFINRA（Financial Industry Regulatory Authority:金融業規制機構）などによりブローカーや投資アドバイザーとして免許付与または登録されている者や、②特定の投資に関連する専門的知識を有すると認められる教育や就業経験を有するとSECが認定した者、などを含めるとともに、SECに対してレギュレーションDにおける適格投資家の定義を改正するよう求めている。

## 今後の見通し

改正法案は下院で超党派の賛成にて可決したものの、上院での審議の行方は不透明である。報道によると、共和党上院のマコーネル上院院内総務はJOBS 3.0の表決を誓約しているとのことであるが、既に金融規制改革については、経済成長、規制緩和、および消費者保護法（Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act）が2018年5月22日に可決され、同24日には大統領の署名により成立している<sup>19</sup>。中間選挙前にこれ以上の成果を共和党に与えたくない上院民主党により、中間選挙前に改正法案が審議・可決する可能性は低いものと思われる。

しかしながら、議会やトランプ政権は、米国の長期的な経済成長、国際競争力の強化のためには、IPOの活性化や企業の資金調達を容易にすることの必要性を強く認識しており、また、堅調な米国経済や株高の恩恵を中間層が受けるためにも、資本市場改革が必要であると考えているものと思われる。

仮に改正法案が中間選挙前に可決されず、中間選挙により議席構成が変化したとしても、民主党が反対するような内容ではないため、近い将来に何らかの形で実現する可能性は高いであろう。

<sup>19</sup> 経済成長、規制緩和、および消費者保護法については、鳥毛拓馬「トランプ氏、ドッド・フランク改正法に署名」（2018年6月5日付大和総研レポート）。

[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180605\\_020130.html](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180605_020130.html)