

## 第17章 証券規制

1. 連邦証券規制の概要 証券取引は、一面において人々の思惑による投機的な行動、あるいは実態のない無価値な証券発行等の詐欺的行為の誘引となる一方で「流通市場」の成立を促すが、他方で、流通市場の価格形成機能が人為的に操作される危険性、さらには企業から継続的に証券市場に開示される情報に虚偽や誤解の恐れが生じる可能性がある。もとより、各州レベルの証券規制は古くからあるが、規制態様が不統一であり、州境を越えて行われる証券発行・取引には無力であった。そこで1929年の世界大恐慌を契機として、連邦レベルでの初の統一的な証券取引規制が定められた。また、連邦証券規制は、証券市場への開示情報の信頼性確保のため、公開会社のガバナンス規制について州会社法を補完する役割も担っており、FINRA等の自主規制機関の規則、および州会社法が、モザイク的に連携して補完し合っている。連邦証券規制として最初に制定されたのは、証券の発行市場を対象とした1933年証券法である。発行市場規制では、一般投資家に対する証券発行である公募と、特定投資家に対する私募に分かれて登録・開示規制が定められている。さらに、発行された証券を保有する投資家が、相対取引・市場取引により証券を転売する場を提供する流通市場を1934年証券取引所法が規律している。米国には、証券取引所と店頭取引市場（over-the-counter）という2つの主要な流通市場があるが、証券取引所には、NYSEやNASDAQに代表される国法証券取引所（national securities exchange）がある一方で、店頭取引には、ATS（alternative trading system）と呼ばれる私設取引システム等が多数、併存している。一見すると、米国の証券市場は分断されているかに見えるが、これを非上場証券取引特権（unlisted trading privileges）および、全米市場システム（national market system NSM）が補完している。前者は、SECに登録された国法証券取引所に上場されている証券を他の全米証券取引所が審査なしに取扱うことができる制度である。米国の主要上場企業はNYSEまたはNASDAQに上場しているが、多くの取引が同制度を利用して他の取引所でも行われている。さらにNSMでは、複数の市場が提示する気配値のなかで、最良の気配値を表示する市場に注文を回送するトレード・スルー・ルールを義務付けている。

## 証券取引所の比較（時価総額）

（単位10億ドル）

暦年	NYSE	NASDAQ	合計
2009	11,837.8	3,239.5	15,077.3
2010	13,394.1	3,889.4	17,283.5
2011	11,795.6	3,845.1	15,640.7
2012	14,085.9	4,582.4	18,668.3
2013	17,949.9	6,085.0	24,034.9
2014	19,351.4	6,979.2	26,330.6
2015	17,786.8	7,280.8	25,067.5
2016	19,573.1	7,779.1	27,352.2
2017	22,081.4	10,039.3	32,120.7
2018	20,679.5	9,756.8	30,436.3
2019	24,096.8	13,002.0	37,098.8
2020	24,492.6 <sup>(注)</sup>	19,335.2 <sup>(注)</sup>	43,827.8
2021	27,686.9	24,557.1	52,244.0
2022	22,766.0	16,237.6	39,003.6
2023	25,564.7	23,414.7	48,979.4

（注） 2020年12月のデータ入手不能のため2021年1月の数字。

〔出所〕 World Federation of Exchanges

## 証券取引所の比較（取引）

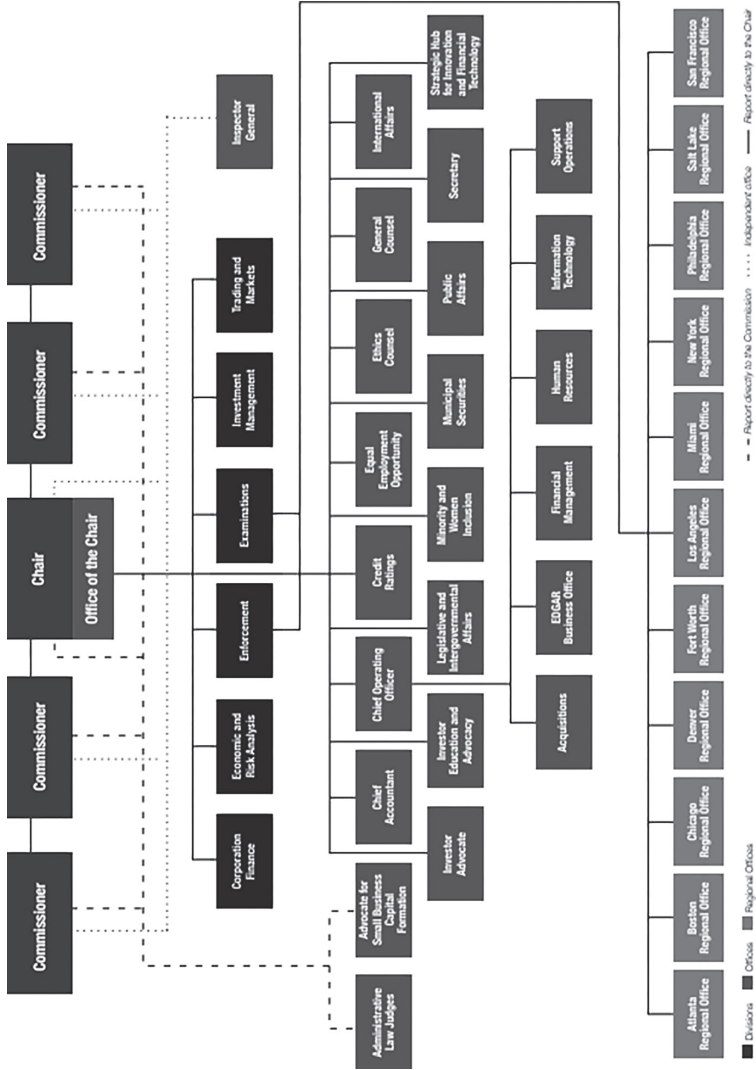
（100万株）（10億ドル）

暦年	NYSE		NASDAQ	
	取引株数	取引金額	取引株数	取引金額
2009	1,420,980	27,997	424,745	10,512
2010	1,216,841	29,564	552,466	12,811
2011	1,094,332	30,544	509,523	13,920
2012	908,892	25,664	437,352	13,373
2013	848,098	27,227	444,114	14,223
2014	847,594	31,475	492,188	17,852
2015	923,306	33,056	477,058	19,010
2016	984,312	32,510	480,484	18,015
2017	858,465	31,738	481,993	20,935
2018	912,322	37,584	565,173	30,407
2019	896,773	34,756	541,092	27,375
2020	1,245,381	44,481	1,015,287	50,345
2021	1,113,121	51,734	1,291,449	62,259
2022	1,155,351	48,611	1,246,602	60,114
2023	1,013,238	43,512	1,269,184	56,513

〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2024

**2. 監督機関** 米国の資本市場を規律するのは、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, 以下 SEC という) である。SEC は、連邦証券諸法の運用及び執行を担う連邦の監督機関として1934年に創設され、準司法的機能を併せもつ独立の行政委員会として位置付けられている。SEC のメンバーは、大統領により任命された5名からなるが、同一の政党から3名を超えることはできず、任期は5年である。SEC は6つの主要部局と多くの支部を持つ。第1に、企業金融局 (Division of Corporation Finance) は、SEC に提出される登録文書及び報告書の全てを審査する第一次的な責任を有し、ほとんどのSEC の規則及び開示文書の様式や行政解釈の指針を提供する。第2に、市場規制局 (Division of Trading and Markets) は、証券業者及び自主規制機関等の流通市場関係者に対する監督ならびに流通市場取引を監視する。SEC は、自主規制機関であるFINRA とともに共同規制機関として、国法証券取引所やブローカー・ディーラーの規制の役割も担っている。第3に、投資管理局 (Division of Investment Management) は、1940年投資会社法、1940年投資顧問法、1935年公益企業持株会社法に基づいて、投資会社及び投資顧問に対する法執行を行う。第4の法執行局 (Division of Enforcement) は、1972年に設置され、違法の疑いのある行為の調査及びSEC に対する是正・救済措置の勧告等を行う。調査の結果、裁判所に対する差止提訴手続ないしSEC による行政手続きが必要とされた場合には、SEC が法執行局に対して必要な権限を与えるものである。第5の経済・リスク分析局 (Division of Economic and Risk Analysis) は、金融の経済的分析及び精密なデータ分析をSEC の中核的任務と統合するため2009年に設置された。この部局は、SEC の政策指針、規則制定、法執行・審査を含むすべての活動に関係する。第6に、審査部 (Division of Examinations) は、ブローカー・ディーラー、自主規制機関、投資会社及び投資顧問会社等を対象として立ち入り検査を行う。なお日常業務は、SEC スタッフに権限を委ねて行われる。同スタッフの多くが、ワシントンD.C. の本部に置かれているが、それ以外は全米主要都市にある11の金融センター支部に配備されている。各部局に弁護士・会計士・エコノミスト等の専門家集団をスタッフとして抱えることによって、連邦証券諸法を実効的に運用できる体制を整えている。

SECの組織図



(出所) SEC, Agency Financial Report Fiscal Year 2023.

**3. 発行市場の規制** 証券法は、証券発行（売出しを含む）の規制の法的枠組みとして、登録届出書及び目論見書による情報開示制度を確立した。まず、証券法では、判例理論（Howey Test）を踏まえ、株式、債券、約束手形に加え、債務の証拠、投資契約、利益分配契約の持分証券など、一定の法的性質をもつ商品を証券として定義づけている。証券に該当すれば登録義務が発生し、民事責任等の規制対象となる。また、発行体、引受人及びディーラーは、証券を登録せずに証券の公募を行うことが禁止されている（証券法5条）。この証券法5条違反は「ガン・ジャンピング」と称され、登録届出に関する届出前、待機、効力発生後の3区分の期間について、禁止行為、可能な行為及び義務が定められている。届出前期間には、証券募集が禁止され、届出書提出後は、特定情報を含まない目論見書の使用が禁止される。また、届出書の効力発生までの間は、売付けと交付が禁止される。登録届出書の記載事項のうち目論見書には、①発行体名、設立場所、主要事業所等、②役員、引受人、10%超株主の情報等、③業務内容、資本構成、債務状況、役員報酬、重要契約、財務状況、④株式募集の手取金の予想額及びその用途、募集価格、引受人報酬・費用等を記載する。このような登録届出書情報には、取引所法の継続開示制度が提供する発行会社に関する情報開示との重複もあったため、1982年の統合開示制度により、簡便な方式の登録届出書が許容され、さらに1983年の一括登録制度（shelf registration）は、後述するS-3様式を許容された発行会社を対象に、予定発行額（2年間）の登録を条件に、発行時の情報開示を大幅に緩和した。その後、2005年の公募制度改革は証券募集・情報開示プロセスの現代化を目指し、民事責任との関係で、売主の登録届出書の情報と情報入手の適時性の双方について明確化した。現在の登録届出書の様式は、まず、米国の非報告発行体（non-reporting issuer）又は非適格報告体（unseasoned reporting issuer）には最も詳細な開示が要求されるS-1様式が適用されるが、大規模で実績ある米国の発行体である適格報告発行体（seasoned reporting issuer）には、継続開示書類の参照方式による簡易な登録届出であるS-3様式が適用される（なお、小規模会社向けの組入方式を許容するS-2様式は公募制度改革で廃止された）。もっとも、後述するJOBS法では、新興成長企業のIPOを活性化するため、一定の証券法上の登録規制を緩和している。

## 1933年証券法 (Securities Act of 1933)

- Sec. 1. Short Title. (法の名称)
- Sec. 2. Definitions. (定義)
- Sec. 2A. Swap Agreements. (スワップ契約)
- Sec. 3. Exempted Securities. (適用除外証券)
- Sec. 4. Exempted Transactions. (適用除外取引)
- Sec. 4A. Requirements With Respect to Certain Small Transactions. (少額取引に関する要件)
- Sec. 5. Prohibitions Relating to Interstate Commerce and the Mails. (州際通商および郵便に関する禁止事項)
- Sec. 6. Registration of Securities and Signing of Registration Statement. (証券の登録及び登録届出書への署名)
- Sec. 7. Information Required in Registration Statement. (登録届出書の記載事項)
- Sec. 8. Taking Effect of Registration Statements and Amendments Thereto. (登録届出書および訂正届出書の効力発生)
- Sec. 8A. Cease-And-Desist Proceedings. (違法な行為の停止命令に関する手続)
- Sec. 9. Court Review of Orders. (命令に対する司法審査)
- Sec. 10. Information Required in Prospectus. (目論見書の記載事項)
- Sec. 11. Civil Liabilities on Account of False Registration Statement. (登録届出書の虚偽記載に関する民事責任)
- Sec. 12. Civil Liabilities Arising in Connection With Prospectuses and Communications. (目論見書及び口頭の伝達に関する民事責任)
- Sec. 13. Limitation of Actions. (出訴期限)
- Sec. 14. Contrary Stipulations Void. (違法合意の無効性)
- Sec. 15. Liability of Controlling Persons. (支配者責任)
- Sec. 16. Additional Remedies; Limitation on Remedies. (他の救済; 救済に対する制限)
- Sec. 17. Fraudulent Interstate Transactions. (詐欺的な州際間の取引)
- Sec. 18. Exemption From State Regulation of Securities Offerings. (証券の募集・売出しに対する州の規制の適用除外)
- Sec. 19. Special Powers of Commission. (SECの有する特別な権限)
- Sec. 20. Injunctions and Prosecution of Offenses. (差止命令と犯罪の訴追手続)
- Sec. 21. Hearings by Commission. (SECにおけるヒアリング)
- Sec. 22. Jurisdiction of Offenses and Suits. (犯罪および訴訟の管轄権)
- Sec. 23. Unlawful Representations. (違法な予防)
- Sec. 24. Penalties. (罰則)
- Sec. 25. Jurisdiction of Other Government Agencies Over Securities. (証券に関する他の行政機関の管轄権)
- Sec. 26. Separability of Provisions. (規定の分離性)
- Sec. 27. Private Securities Litigation. (私人による証券訴訟)
- Sec. 27A. Application of Safe Harbor for Forward-Looking Statements. (将来指向情報に対するセーフ・ハーバー)
- Sec. 27B. Conflicts of Interest Relating to Certain Securitizations. (証券化に関する利益相反)
- Sec. 28. General Exemptive Authority. (一般的適用除外権限)

**4. 証券発行規制の適用除外** 一般に証券分売時には、投資家には販売圧力がかけられる。そのため投資家を保護する証券法の規制が必要になるが、販売圧力が低い場合、または合理的な投資判断が可能であると典型的に考えられる場合には、費用のかかる証券法の登録・開示規制の適用免除を認めている(ただし、証券法の適用免除が認められても、詐欺禁止規定の適用除外はない)。証券法自体が定める適用除外取引には、第1に少額募集(証券法3条(b)(1))があるが、登録自体を免除するものではない。この類型についてはレギュレーションAにより、1-A様式による簡易な募集届出書をSECに提出することで、待機期間中は、仮募集回状(preliminary offering circular)を利用して募集することが可能となっている。レギュレーションAの下では、募集の種類はそれぞれ証券発行額の上限等が異なる二区分(Tier1(上限2000万ドル)・Tier2(同7500万ドル))に分かれる。第2の適用除外には「発行者、引受人またはディーラー以外の者による取引」(証券法4条(a)(1))がある。これらの者以外の間の取引であれば情報格差に基づくリスクが少ないと考えたためである。第3に私募と呼ばれる「公衆に対する分売を含まない発行者による取引」(証券法4条(a)(2))も証券法の登録・開示の適用除外をうけるが、規制の潜脱を回避するため、一定の条件で転売規制がある(Rule144)。なお、Rule144では、発行者に関する情報、保有期間、転売数量の制限、および勧誘を行わないブローカー取引またはマーケット・メーカーとの直接取引等の諸条件を課し、その範囲内で転売を許容している。私募市場の発展を促進するためのRule144Aの制定により、適格機関投資家間では、Rule144の制約なく私募証券の転売が認められ、主に債券の発行に用いられている。第4はレギュレーションDと呼ばれる、最も一般的な適用除外取引である。レギュレーションDは、自衛能力のある投資家(accredited investors)に該当するものとして、銀行等の各種機関投資家、一定規模以上の資産を有する個人投資家等を例示し(Rule501)、Rule504では証券発行額の上限を1000万ドルとし、12ヵ月以内に投資家に販売を行う場合の適用除外を定め、私募免除に関するRule506では一定の条件の下、自衛能力のある投資家及び35名以内の洗練された投資家(sophisticated investors)を対象とする場合の適用除外を定める。自衛力認定投資家を対象とするRule506(b)による調達額は、近年拡大傾向にある。いずれの場合もD様式による届出書をSECに提出することが必要となる。

## 私募の実績（金額および件数）

暦年	金額（10億ドル）			件数		
	負債証券	持分証券	合計	負債証券	持分証券	合計
2009	157.9	8.2	166.1	495	523	1,018
2010	140.3	27.2	167.5	536	652	1,188
2011	114.4	25.9	140.3	482	547	1,029
2012	135.1	13.4	148.5	500	347	847
2013	132.2	45.4	177.6	549	206	755
2014	130.9	7.8	138.7	491	127	618
2015	139.7	12.0	151.7	483	192	675
2016	132.9	19.2	152.1	460	248	708
2017	221.1	14.2	235.3	601	102	703
2018	213.0	12.3	225.3	580	42	622
2019	283.0	20.3	303.3	652	57	709
2020	313.6	15.8	329.4	646	55	701
2021	415.1	18.3	433.4	809	35	844
2022	176.3	6.9	183.2	474	21	495
2023	162.0	5.6	167.6	403	23	426

〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2024



**5. 流通市場の規制** 流通市場に対する連邦法上の主要な証券規制は、以下のように取引所法に定められている。(1) **取引所等の規制**；証券取引所は、原則としてSECに登録義務があり(取引所法5条；以下条文のみの記載は取引所法を指す)、自主規制機関として規則制定権を有するが(6条)、規則変更にはSECの承認が必要であり(19条(b), (c))、SECには、取引所、会員等に対する審査・処分権がある(19条(d), 19条(h))。(2) **登録会社の開示規制** 取引所法は、公開市場で流通する株式等の発行体にSEC登録を義務付け(12条)、また、非公開会社であっても2000人以上(適格投資家でない場合は500人以上)の株主及び1000万ドル超の資産を有する会社もSEC登録義務がある(12条(g), Rule12g-1)。もっとも、年間収益が10億ドル未満の新興成長会社(emerging growth company ; EGC)については、後述するJOBS法によりIPO規制が緩和され、取引所法にも緩和措置がある(JOBS法102条, 103条)。上記SEC登録会社は、年次報告書(annual report)、四半期報告書(quarterly report)、臨時報告書(current report)の提出による継続開示義務がある(15条(d))各報告書は、10-K様式、10-Q様式、8K様式に記載され、これらの様式に関する詳細な指示書がレギュレーションS-Kに含まれている。報告書の提出には、SECの電子システム(Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval ; EDGAR)が用いられる(レギュレーションS-T)。こうした報告書に虚偽又は誤解を招くおそれのある記載を行った場合には民事訴追の対象となるが(18条(a))、原告は当該開示情報への信頼による買付・売付け及びその価格への影響等の因果関係などにつき重い立証責任を負うため、実際には、「信頼の存在」が推定される「市場における詐欺理論」に基づきRule10-b5による訴追を行う場合が多い。(3) **開示情報の正確性を確保する体制** これらの開示情報に虚偽等がないように上記発行体には、1977年FCPAにより内部統制構築義務が課され(13条(b)(2))、さらにSOX法では、役員には年次・四半期報告書の適正性につき証明が義務付けられ、内部統制の有効性を評価した報告書の作成が求められる(SOX法302条)。かかる内部統制報告書には監査人の監査証明を要する(SOX法404条)。以上のように、証券市場の開示情報の信頼を高めるため、取引所法も企業ガバナンスの確保を要請している。

## 1934年証券取引所法（抜粋）

- Sec. 2. Necessity for Regulation As Provided in This Title. (本法による規制の必要性)
- Sec. 4. Securities and Exchange Commission. (SEC；証券および取引所委員会)
- Sec. 4A. Delegation of Functions by Commission. (SECによる権限の授権)
- Sec. 5. Transactions on Unregistered Exchanges. (未登録取引所における取引)
- Sec. 6. National Securities Exchanges. (国法証券取引所)
- Sec. 7. Margin Requirements. (証拠金に関する資料)
- Sec. 8. Restrictions on Borrowing by Members, Brokers, and Dealers. (会員、ブローカー及びディーラーによる借入に関する制限)
- Sec. 9. Prohibition Against Manipulation of Security Prices. (証券価格の相場操縦の禁止)
- Sec. 10. Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices. (相場操縦的及び詐欺的策略の使用に関する規制)
- Sec. 10A. Audit Requirements. (監査要件)
- Sec. 11. Trading by Members of Exchanges, Brokers, and Dealers. (取引所の会員、ブローカー及びディーラーによる取引)
- Sec. 12. Registration Requirements for Securities. (証券の登録義務)
- Sec. 13. Periodical and Other Reports. (定期的及びそれ以外の報告)
- Sec. 14. Proxies. (委任状規制)
- Sec. 14A. Shareholder Approval of Executive Compensation. (役員報酬に対する株主による承認)
- Sec. 14B. Corporate Governance. (コーポレート・ガバナンス)
- Sec. 15. Registration and Regulation of Brokers and Dealers. (ブローカー及びディーラーの登録・規制)
- Sec. 15A. Registered Securities Associations. (登録証券業協会)
- Sec. 15D. Securities Analysts and Research Reports. (証券アナリスト及び調査報告)
- Sec. 16. Directors, Officers, and Principal Stockholders. (取締役、オフィサー及び主要株主)
- Sec. 17. Accounts and Records, Examinations of Exchanges, Members, and Others. (取引所。会員およびそれ以外の者による報告および記録、調査)
- Sec. 17A. National System for Clearance and Settlement of Securities Transactions. (証券取引の清算及び決済のためのシステム)
- Sec. 18. Liability for Misleading Statements. (誤導的言明の責任)
- Sec. 19. Registration, Responsibilities, and Oversight of Self-Regulatory Organizations. (自主規制機関の登録、責任及び監督)
- Sec. 20. Liability of Controlling Persons and Persons Who Aid and Abet Violations. (支配者及び違法行為を教唆・ほう助した者の責任)
- Sec. 20A. Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading. (インサイダー取引と同時期に取引した者に対する責任)
- Sec. 21. Investigations; Injunctions and Prosecution of Offenses. (調査；差止命令と犯罪の訴追手続)
- Sec. 21A. Civil Penalties for Insider Trading. (インサイダー取引にかせられる民事制裁金)
- Sec. 21B. Civil Remedies in Administrative Proceedings. (行政手続における民事救済)
- Sec. 21C. Cease-And-Desist Proceedings. (違法な行為の停止命令に関する手続)
- Sec. 21D. Private Securities Litigation. (私人による証券訴訟)
- Sec. 21E. Application of Safe Harbor for Forward-Looking Statements. (将来指向情報に対するセーフ・ハーバー)
- Sec. 21F. Securities Whistleblower Incentives and Protection. (証券の公益通報者のインセンティブと保護)
- Sec. 23. Rules, Regulations, and Orders; Annual Reports. (ルール、規則および命令；年次報告書)
- Sec. 24. Public Availability of Information. (情報の公共利用可能性)
- Sec. 25. Court Review of Orders and Rules. (命令及びルールに対する司法審査)
- Sec. 31. Transaction Fees. (取引手数料)
- Sec. 32. Penalties. (罰則)
- Sec. 34. Effective Date. (効力発生日)
- Sec. 35A. Requirements for the Edgar System. (EDGAR システムの要件)
- Sec. 39. Investor Advisory Committee. (投資者助言委員会)

**6. 不実表示と民事責任** (1) **不実表示とデュー・ディリジェンスの抗弁** 証券法に基づき、登録届出書又は目論見書に重要な不実記載がある場合、買い手は募集に関わった特定の者（発行体、発行体の役員、募集に参加した引受人等）に対して損害賠償を請求できる（証券法11条）。この責任は伝統的なコモンロー上の詐欺や Rule10b-5とは異なり、欺罔の意図等の立証がなくとも単に重要な不実表示等を立証すれば足りるため、厳しい民事責任となっている。もっとも、被告は、合理的な調査を尽くしたこと（デュー・ディリジェンスの抗弁）、原告が当該記述の不実を知っていたこと、又は不実表示以外の要素による株価下落への影響を証明すれば免責されるとすることで、両者のバランスが図られている。(2) **将来指向記載 (forward-looking statements)** 将来指向記載とは、業績や事業計画など将来事項に関する予測、又は意見を述べたものである。2000年代初頭の大企業による粉飾事件を踏まえ、単に過去の財務状況だけでなく、発行体の財務状況に重要な変化を与える合理的な可能性がある事項についても適正な開示が求められるようになった。しかし、仮に将来指向記載にも証券法11条責任が適用されると、企業の将来予測に関する情報開示が委縮するおそれがある。そこで、以下のようなセーフハーバー・ルールが機能している。①合理的な根拠がないもの又は善意とはいえない状況で開示されたものでない限り、将来指向記載には不実表示の責任を問わない（証券法 Rule175・証券取引所法 Rule3b-6）。②例えば株式募集の目論見書に「投資は危険なものである」等の常套句ではなく、発行体が将来指向情報に関して注意を喚起した意味のある警告文言を記載した場合には、将来指向情報への信頼は不合理なものとなり、11条責任を問わないという「注意表示の法理」が判例により示され、③1995年証券民事訴訟改革法（右図参照）により11条責任の免除規定が導入された。(3) **登録義務違反等** 証券法の開示義務を補完するため証券法5条の登録義務やガン・ジャンピング規制に違反した募集又は売付けが行われた場合、買い手は取引を無効として、支払金額等の返還を請求でき（同法12条(a)(1)）、無登録の証券募集者には無過失責任が課されている。もっとも11条違反がなくとも、重要な点で不実であるか誤解を招く恐れがある目論見書又は口頭の手段によって募集が行われた場合、デュー・ディリジェンスの抗弁が認められない限り、取引の無効を主張できる（同法12条(a)(2)）。

## 1995年証券民事責任訴訟改革法の主要内容

- ①**証券法27A条・証券取引所法21E条の追加** 継続開示会社である発行会社（株式公開・ブランク・チェック会社等に関する場合は除外）、その役員・取締役・従業員、発行会社から記述・陳述の検討を依頼された者（会計士・弁護士を含み、証券業者は含まれない）ならびに引受人による予測的記述・陳述が対象。予測的記述・陳述とは、損益・設備投資・配当・資本構成等の財務事項の予測、将来の事業に関する経営計画および目標、将来の業績等に係る記述・陳述を指す。予測的記述・陳述である旨明示し、かつ、予測的記述・陳述と重要な程度に異なる現実の結果を生じさせる重要な要因を特定する意味のある注意文言を付すことが必要。発行会社、その取締役・役員・従業員が行う口頭による予測的陳述に対しては、別にセーフ・ハーバー規定あり。業績予測等についてのセーフ・ハーバー規定をSEC提出書類のみならずメディアやアナリスト等に対する自発的な情報開示に対しても拡大している。
- ②**証券法27条(a)・証券取引所法21D条(a)の追加** 集団訴訟における一般原告の保護および職業的原告の禁止を趣旨として、もっとも適切な原告利益の代表者（大株主としての機関投資家を想定）が訴訟手続に参加するとともに弁護士を監督することができるように手続を整備した。
- ③**証券取引所法21D条(b)(1)の追加** 原告が詐欺と主張する記述・陳述の内容に関する訴状記載要件の加重。
- ④**証券法27条(b)・証券取引所法21D条(b)(3)(B)(C)の追加** 被告による訴え却下または略式判決の申立てが係属している間の証拠開示手続の停止。
- ⑤**証券法27条(c)・証券取引所法21D条(c)の追加** 濫訴に対する制裁として相手方の弁護士報酬を含む訴訟関連費用の敗訴者負担の原則を明定。
- ⑥**証券取引所法21D条(e)の追加** 損害賠償額に制限設定。
- ⑦**証券取引所法20条(f)の追加** 規則10b-5違反に基づく加担者に対するSECの訴追権を明定。
- ⑧**証券法11条(f)(2)・証券取引所法21D条(g)の追加** 証券訴訟において社外取締役の連帯責任を排除して比例的責任とすることを明定。
- ⑨**証券取引所法10A条の追加** 会計士のSECへの通告手続による違法行為の監視強化。

**7. 不公正取引規制** (1) **Rule10b-5** 米国の証券規制のなかで、最も利用されているのは、取引所法10条(b)に基づく以下に示す詐欺防止条項 Rule10b-5であるといわれている。「何人も、直接的又は間接的に州際通商の手段を利用して以下の行為を行ってはならない。①詐欺を行うための策略、計略又は技巧を用いること、②重要な事実について不実表示をすること、又は状況に照らして、誤解を避けるために必要な重要事実の表示を省略すること、③詐欺もしくは欺罔となる又はそのおそれのある行為、慣行もしくは業務を行うこと」。このような曖昧な文言の規則ではあるが、SECは、取引所法21条に基づき Rule10b-5違反で民事訴訟を提起でき、また刑事裁判を提起するよう連邦地方検事に対して付託することもできる。もっとも、条文上には、詳細な要件は明示されておらず、判例の集積により、①重要性、②欺罔の意図、③信頼、④因果関係、⑤損害の5つの要件の立証が必要であるとする。(2) **インサイダー規制** インサイダー取引とは、証券の価値に関する重要な未公開情報を有する者による違法な取引をいう。取引所法制定当時もこの取引は非難の対象となっていたが、取引所法に直接これを規制する規定はなく、裁判所及びSECは、一般的な詐欺禁止規定を定めた Rule10b-5を利用することで対処しようとした。即ち、同規則2号によって、証券売買に関する重要な情報の虚偽表示及び開示漏れを禁じた規定をインサイダー取引に適用し、右図が示すように今日まで多くの判例の集積ある。(3) **相場操縦規制** 取引所法9条(a)は、政府証券を除く全ての証券について、①仮装取引(証券の実質移転を伴わない)、②馴合取引(買い手と売り手が意図的にほぼ同一の量・時・価格で相互に注文を出すこと)、③現実取引(他者による売付け・買付を誘引する目的で、實際上活発な取引が行われていると見せかける、又は価格を騰貴・下落させる一連の取引)、④風説の流布(誘引目的をもって、相場を操縦するために価格が騰貴・下落する効果を及ぼす情報を流布すること)、⑤誘引目的をもって、重要事項について虚偽又は誤解を招く表示、等を禁止する。なお、Dodd-Frank法改正以前は、適用対象が取引所の上場証券に限定されていたが、現在では店頭取引証券を含む証券にまで拡大されている。さらに、同法9条の適用外の相場操縦に対しても、裁判所やSECは、誘引目的の認定の必要がない Rule10b-5を積極的に適用し、証券市場における証券取引の公正性を確保しようとしている。

## 主要インサイダー取引事件の概要

## ① Cady, Roberts &amp; Co., 40 SEC 907 (1961) .

インサイダー取引に係る証券業者に対するSECの懲戒処分事件。SECは、インサイダー情報利用の不正さ等を根拠に、公開市場における取引も規則10b-5違反となると審決した。

## ② SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968) .

重要なインサイダー情報を有する者は、それを開示するか、または開示されていない間は当該株式の取引を思いとどまるべきである、という「開示または断念」原則を確立した判例。

## ③ United States v. Chiarella, 445 U.S. 222 (1980) .

株式公開買付に関する書類を印刷する会社の印刷工が、公開買付公表前に当該株式を売買することで利得した事案で、連邦最高裁は、重要な未公表情報を開示することなく取引した場合でも、取引の一方当事者に対して信認義務またはこれと類似の義務を負わないかぎり、SEC規則10b-5違反を問われないと判示した。

## ④ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983) .

未公表の重要情報を受領した者 (tippee) がインサイダー取引の責任を問われるのは、情報提供者 (tipper) の側に個人的利得の意思があり、その結果として発行会社に対する信認義務違反が肯定されること、および、tippeeもtipperの信認義務違反を知りまたは知りうべき理由を有していたことを必要とした。

## ⑤ Carpenter v. United States, 445 U.S. 19 (1987)

経済紙の株式欄担当者が記事に関する情報を事前に漏洩した事案で、不正流用理論に対して可否同数により最高裁の明確な判断が示されなかった。

## ⑥ United States v. O'Hagan, 117 S. Ct. 2199 (1997)

弁護士事務所パートナーであった者が、顧客の信託口座の金を使い込んでその穴埋め資金に窮していたところ、同事務所の顧客企業が持ち込んだ他社買収案件について同僚弁護士から情報を聞き出して、先回りして買収対象会社の株式等を売買して多額の利益を稼いだ事案。不正流用理論を否定した下級審判決を破棄し、最高裁として初めて不正流用理論支持を鮮明にした。



**8. 会社支配の争奪と証券規制** 取引所法は、会社支配に関わる委任状(proxy)の勧誘及び公開買付(tender offer)を、投資家に対する情報開示に係る側面を重視して規制対象としている。(1) **委任状勧誘の規制** 取引所法は、立法当初から、同法12条に基づく登録証券(継続開示会社の発行する証券)に関して、SEC規則に従った委任状勧誘を行うよう強制した(14条(a))。取引所法制定前は、大規模公開会社の所有と経営の分離を背景に、経営者による会社支配の道具として白紙委任状の勧誘が横行していたことから、この規制のためSECはレギュレーション14Aを制定し、①委任状説明書(proxy statement)等の記載事項、②委任状用紙の記載様式、③委任状説明書の届出書等に関する諸規則を定めた。なお、株主が委任状説明書に独自に取締役の推薦提案を記載するプロキシ・アクセス(proxy access)が注目されてきた(近時の提案状況につき右図参照)。(2) **公開買付** 1960年代以降の米国では、公開会社の支配権取得の手段として現金を対価とする株式公開買付(cash tender offer)が行われていた。しかし、これは市場外で会社支配可能な株式を短期間に取得するものであり、株主には投資判断に必要な情報提供も熟慮期間も保証されないまま売却圧力に曝されるという問題点が指摘されていた。そこで、1968年改正(ウイリアムズ法)により、取引所法12条に基づく登録継続開示会社の発行する持分証券に関して、公開買付規制が導入され、その後の1970年の改正を経て、現在の規制となっている。まず、登録会社の株式を5%超実質的に保有することになった者は、10日以内に、開示項目を記載したスケジュール13D(①取得者の情報、②買付の資金源と金額、③既に所有している株式数、④当該株式についての取決め、⑤保有目的と対象会社に対する意図を記載)をSECに提出する義務がある。また、登録会社の株式を5%超取得するため公開買付をする者は、買付開始日に、スケジュール13Dの開示内容に加えて公開買付の条件等を記載したスケジュールTOをSECに提出する(14条(d))。さらに対象会社の経営者は、公開買付の申込みから10営業日以内に、公開買付に対する自らの立場を明確にしたスケジュール14D-9をSECに届け出る必要がある。これらは、投資家にとっては、公開買付に応じるか否かを判断するための情報と熟慮期間の提供という意義がある。その他、対象会社の株主保護のために公開買付規則を詳細に規定したレギュレーション14D及び14Eがある。

## Russell 3000を構成する会社における株主提案数・株主提案内容

株主提案内容	2019	2020	2021	2022	2023
ガバナンス関連	228	245	251	199	161
報酬関連	42	43	38	29	60
環境関連	63	74	79	135	128
社会関連	190	156	194	228	239
環境・社会両者に関連	72	65	46	26	20
反ESG	14	15	21	43	74
合計	609	598	629	660	682

(注) 1月1日から5月31日までに開催された総会の集計

【出所】 ISS Corporate Solutions

## レギュレーション14D及び14E

- ① 公開買付の申込は、少なくとも20営業日間、すべての株主が受諾可能でなければならない (Rule14d-10(a)(1), 14e-1(a))
- ② 買付価格又は買付数の変更があった場合、上記の20営業日は、10日間延長される (Rule14e-1)
- ③ 株主は、公開買付期間中、いつでも承認を撤回できる (Rule14d-7)
- ④ すべての株主は同一の価格を提示されなければならない (Rule14d-10(c))
- ⑤ 買付予定数よりも多くの株式が提供された場合には、比例按分で購入し、買い付けなかった株式は株主に返還しなければならない (14条(d)(6), Rule14d-8)
- ⑥ 公開買付期間中は、公開買付け以外の方法で株式を買付けてはならない (Rule14e-5)
- ⑦ 公開買付に関して、又は買付の応諾もしくは拒否に関する勧誘について、不実又は誤解を招くような表示、及び不正、詐欺的又は相場操縦的な行動をしてはならない (14条(e))



**9. エンフォースメント** (1) **調査権** SECは、まず証券法8条(e), 19条(c), 取引所法21条(a)に基づく調査権限がある。SECは、非公式の調査により対象者から任意の情報収集ができるが、調査の結果、公式調査命令を出して、調査に関する重要情報の保有者に召喚状を送付し、宣誓証言や書類提出を求めることができる。召還状に従わなければ、法廷侮辱罪に問われることがある。調査の終了後、違反行為があったと判断された場合、次の段階の行政手続、民事手続、刑事手続のいずれかに移行することになる。もっとも、今日まで、SECは多くの場合、被審人と和解合意を締結して、早期に問題解決を図る手法を採用している。(2) **行政手続** SECには、1946年行政手続法に基づきSECが任命した行政法判事 (administrative law judge) による裁判類似の手続である行政手続の救済が認められている。行政手続の主要な救済には、①拒否・停止命令、②取引停止、③排除措置命令 (cease-and-desist order)、④利益の吐き出し (disgorgement)、⑤役職員からの排除 (bar) がある。さらに、SECには、当初、民事制裁金 (civil penalty) を課す権限はなかったが、1984年インサイダー取引制裁法を契機に、民事裁判手続により請求することが可能となり、その後の幾度かの法改正を経てその権限が拡張され、現在は、ドッド・フランク法929P条によって、誰に対しても行政手続により請求可能となった。(3) **裁判上の救済** SECは、証券取引法違反について、連邦地方裁判所に民事訴訟を提起する権限が認められている (証券法20条(b)・取引所法21条(d))。民事裁判においてSECが裁判所に請求する主たる救済の手段は、差止命令 (injunction) であり、これには暫定的差止命令 (temporary restraining order) と仮差止命令がある (preliminary injunction)。また将来の違反につき合理的な蓋然性が立証できれば、資産凍結 (asset freeze) を含む永久差止命令 (permanent injunction) も可能である。さらにSOX法により、公開会社が内部者に「異常な支払い」をしようとしている場合には、45日間の資産凍結を請求できるようになった (取引所法21C条(c)(3))。そのほか利益の吐き出し、民事制裁金、役員就任禁止も行政手続と同様に認められている。利益の吐き出し及び民事制裁金で得た利益は、裁判官の裁量により、被害者の救済ファンド (fair fund) に入れることができる (SOX法308条)。なお、SECは、刑事手続が妥当と判断すれば、連邦地方検事に事案を付託することもある。

## 近年のSECによる法執行統計

違反類型	2022		2023	
	件数	比率	件数	比率
ブローカー・ディーラー	132	17%	140	18%
登録義務	129	17%	121	15%
海外腐敗行為防止法	6	1%	11	1%
インサイダー取引	43	6%	32	4%
投資顧問・投資会社	174	23%	139	18%
自主規制機関・取引所	1	0%	5	1%
発行体の報告/監査・会計	91	12%	107	14%
相場操縦	35	5%	24	3%
その他 (Miscellaneous)	6	1%	23	3%
NRSRO	1	0%	4	1%
公共債不正行為	20	3%	6	1%
証券募集	113	15%	167	21%
トランスファー・エージェント	9	1%	5	1%
合計	760	100%	784	100%

〔出所〕 Addendum to Division of Enforcement Press release FY2022 & FY2023

## SECによる行政手続と民事手続きの相違

	行政手続	民事手続
手続開始	開始命令	連邦地裁起訴
主宰者	行政法判事	連邦裁判官
陪審	なし	あり
スピード	4～5か月	数年
証拠採用基準	緩やか	厳しい
証拠開示	限定	広範
控訴手続	SEC⇒連邦高裁	連邦高裁
和解の承認	不要	連邦裁判官の承認

〔出所〕 山本雅道〔2019〕、『アメリカ証券取引法入門（改訂版）』154頁

## SECによる民事制裁金の執行権限の拡大

対象	インサイダー取引		インサイダー取引以外の証券取引法違反			
			規制対象業者等		非規制対象業者等	
改正年	民事	行政	民事	行政	民事	行政
1984年	○	×	×	×	×	×
1988年	○	△	×	×	×	×
1990年	○	○	○	○	○	×
2010年	○	○	○	○	○	○

（○は民事制裁金の対象であることを示す。△は行為者の支配者のみが対象）

〔出所〕 山本雅道〔2019〕、『アメリカ証券取引法入門（改訂版）』152頁

**10. SOX 法** エンロン、ワールドコムなど米国の大規模上場企業の粉飾事件を契機に2002年制定されたSOX法は、投資家の投資判断の基礎となる財務情報の信頼性を向上させ、証券市場の公正な価格形成機能を確保するため、とくに監査・監督の強化及び監査人の独立性の確保を図るべく以下のように規定を定めた。①監査人の監督機関として設立された公開会社会計監督委員会(Public Company Accounting Oversight Board ; PCAOB)は、監査法人の登録及び検査を行い(SOX法101条)、監査の品質管理、独立性その他の基準を定め、監査規則違反の調査・処分を行う、②発行体の監査委員会は、全ての監査業務につき事前承認を行う(SOX法202条、取引所法10A条(i))、③同一の監査法人が、監査業務以外に会計管理や資産価値評価などの非監査業務を提供することを禁止する(SOX法201条、取引所法10A条(g))、④発行体に対する監査業務の主任監査者を5年毎に交代させ、監査後1年間は監査業務の担当者らは、発行体の財務責任者に就任できない(SOX法204条、206条、取引所法10A条(j)、(1))。さらに、SOX法は、監査の強化のみならず、証券市場に対して公開会社が提供する企業情報の信頼性を高めるため、以下のようにコーポレート・ガバナンスの強化を要請している。①年次報告書を提出する会社は、経営者による内部統制の有効性評価、および当該評価に対する監査人の証明、内部統制に対する経営者の責任表明を年次報告書に記載しなければならない(SOX法302条、404条、Regulation S-K Item307・308)、②SEC関連業務を行う弁護士が、重大な法令違反等を発見した場合、社内の法務責任者又はCEOに報告し、対応が不十分であれば、さらに監査委員会又は取締役会に報告する義務がある(SOX法307条)、③上場会社の監査委員会は全て独立取締役により構成され、その内の最低1名は財務の専門家であるか等を開示しなければならない(SOX法407条 Regulation S-K Item407(d)(5)(ii)・(iii))。④発行体の監査委員会は、監査人の任命・監督権限をもち、会社費用で弁護士・アドバイザーを雇用できる(Rule10A-3)。⑤SEC報告会社は、倫理規程(code of ethics)の採用の有無(不採用の場合は理由も)等を開示しなければならない(SOX法406条、Regulation S-K Item406)。⑥証券不正を政府機関等または上司に通報した内部通報者の保護のため、刑事罰によって報復行為を禁止した(SOX法806条、1107条)。

## SOX 法の構成とポイント

**第1章 公開会社会計審査会 (Public Company Accounting Oversight Board)**

①監査人の監督を目的とした自主規制機関である PCAOB の設立、② PCAOB の権限：公開会社の財務諸表を監査する監査法人の登録・検査、監査の品質管理、独立性等の基準を定立、監査規則違反の調査・処分権限、③ PCAOB の構成メンバー：5人の委員はSEC が任命、④ PCAOB 及びその規則はSEC の監督に服する。

**第2章 監査人の独立性 (Auditor Independence)**

①公開会社の監査法人による非監査業務の原則禁止、②監査パートナーの5年毎の交代、③監査委員会への監査人による監査報告の義務付け、④監査後1年間、監査メンバーによる発行体の財務責任者への就任禁止

**第3章 会社の責任 (Corporate Responsibility)**

①公開会社の監査委員会の構成と機能を上場基準とするよう要請、②財務報告に関する会社の責任、③証券不正による役員等の就業禁止と制裁、④弁護士が重要な法令違反等を発見した場合のCEO への第一次報告義務と未対応の場合の監査委員会等への第二次報告義務、⑤投資家のための公正基金の設立

**第4章 財務情報開示の強化 (Enhanced Financial Disclosures)**

①年次報告書の開示情報が適正である旨の経営者に対する宣誓書提出義務、②監査委員会は独立取締役で構成されること、最低一名は財務専門家であるかを開示、③上級財務担当役員の倫理規程採用についての開示要請、④経営者による内部統制の有効性評価と監査人による監査証明義務、⑤発行会社に対するリアルタイム開示の要求

**第5章 証券アナリストの利益相反 (Analyst Conflicts of Interest)**

証券アナリストによるリサーチ・レポートの信頼性向上のための規則策定をSEC に要請

**第6章 証券取引委員会の財源および権限 (Commission Resources and Authority)****第7章 調査および報告 (Studies and Reports)****第8章 企業不正および刑事詐欺に関する責任 (Corporate and Criminal Fraud Accountability)**

①公開会社の従業員のための報復禁止、②連邦量刑ガイドラインの見直し、③民事訴訟の出訴期限の延長

**第9章 ホワイトカラー犯罪の罰則強化 (White Collar Crime Penalty Enhancement)****第10章 法人税申告書 (Corporate Tax Returns)****第11章 企業不正および責任 (Corporate Fraud And Accountability)**

①SEC による発行体資産の一時凍結権限の付与、②SEC による役員等への就業禁止命令、③情報提供者に対する報復禁止違反の刑事罰

11. **ドッド・フランク法** 2010年制定のDodd-Frank法（以下DF法）は、リーマン・ショック後に金融システム危機の再発防止を最優先事項として掲げた極めて広範な内容の金融改革法である（右図参照）。以下、DF法のうち上場会社のゲート・キーパーに関する規制及び株主議決権関連を中心に解説する。①前年の取締役報酬額と退職パッケージに対する拘束力のない勧告的議決権（say on pay）を株主に付与し（DF法951条（以下条文のみの場合DF法を指す）、取引所法14A条）、また、委任状説明書（(proxy statement)）に対するアクセス権（プロキシ・アクセス権）を株主に付与する権利をSECに与える（971条、取引所法14条(a)）など、株主の議決権の拡大を図った。②取締役の報酬について、証券取引所上場規則に、独立取締役のみの報酬委員会を義務付けるよう要求し（952条）、さらにSEC規則により、5年間の株価と取締役報酬の比較、及び全社員の報酬の中間値とCEOの報酬比較の開示を義務付けた（953条）。③資本金7億5000万ドル未満のSEC登録中小企業に対しては、監査人が内部統制の監査証明をするSOX法404条の義務を免除し、SOX法上の義務を軽減した（989G条）。④内部告発通報制度において、報復を受けた内部通報者による提訴権等を強化し（924条）、通報者には徴収金額10～30%を報奨金として与える新たな通報制度を作るようSECに要求した（922条～924条）。⑤仲介者に対する規制として、信用格付会社に対し証券募集における証券業者の義務と同様の義務を課し（932条～939条）、さらに店頭デリバティブの規制権限をSECに付与し（701条～774条）、プライベート・ファンドの投資顧問に対してSEC登録義務を課した（402条、403条）。⑥教唆・帮助（aiding and abetting）についてSECの法執行権を強化し（929M条・929N条）、かつ召還権限（subpoena power）を拡大（929E条）した。また、国外の証券不正に対するSECの法執行権を明確化し（929P条）、証券不正を行った役員に対する制裁を強化し（925条）、行政手続により民事制裁金を課す権限の範囲を拡大した（929P条）。⑦洗練された投資家の保護として、悪意性の強い違反行為を行った発行体には、レギュレーションDに基づく私募の禁止をSECに義務付けるとともに（926条）、適格投資家に対する私募の場合でも、資産担保証券に対する追加的開示規制の整備（943条）や、⑧ブローカー・ディーラーに対するSECの規制権限を強化した（913・921条）。

## DF法の構成と主な内容

Title I	金融安定
	・金融安定監督協議会（FSOC）の創設
	・米財務省内に金融調査局（OFR）を新設
	・銀行持株会社や特定のノンバンクに対するFRBの権限を追加
Title II	整然清算の権限
	・秩序だった清算を行うための権限整備
Title III	通貨監督庁、連邦預金保険公社、連邦準備制度理事会への権限委譲
	・貯蓄金融機関監督庁（OTS）の解体と機能の移管
	・預金保険改革
Title IV	ヘッジファンドおよびその他に対するアドバイザーの規制
	・プライベート・ファンド・アドバイザーの登録と規制
Title V	保険
	・米財務省内に連邦保険局（FIO）を新設
	・州ベースの保険改革
Title VI	銀行持株会社、貯蓄組合持株会社および預金取扱金融機関の規制の改善
	・ボルカー・ルールを導入
	・大規模金融機関の集中制限
Title VII	ウォール街の透明性および説明責任
	・店頭デリバティブ規制
Title VIII	支払い、決済および清算の監督
	・支払い、清算と決済の監督強化
	・金融市場ユーティリティ（FMU）の指定と規制
Title IX	投資者保護および証券規制の改善
	・投資者保護の強化およびSECの組織改革
	・信用格付会社に対する監督の見直し
	・証券化プロセスの改善、役員報酬とガバナンス改革
	・PCAOBの機能強化
Title X	消費者金融保護局
	・FRB内に独立部署として消費者金融保護局（CFPB）を新設
Title XI	連邦準備制度規定
	・連邦準備制度の強化、透明性の向上、利益相反の排除
Title XII	メイン・ストリーム金融機関へのアクセスの改善
	・主流金融機関へのアクセス改善
Title XIII	ペイ・イット・バック法
	・返済法
Title XIV	モーゲージ改革および反略奪的貸付法
Title XV	その他の規定
Title XVI	セクション1256契約

12. JOBS 法とクラウド・ファンディング JOBS 法 (Jumpstart Our Business Startups Act) は、2012年4月に、低迷する米国の IPO 市場に刺激を与え、小規模成長企業の資金調達を活性化するため制定された。その内容として、第1に、新興成長企業 (Emerging Growth Company ; EGC) に対して、IPO 後、最長5年間は負担の重い証券規制の適用外とする規制緩和の恩恵を与える入口規制 (IPO On-Ramp) が置かれた。EGC とは、直前事業年度の年間総収入が10億ドル未満の発行会社を指す。EGC に対する規制緩和には、役員報酬がバナンス・開示規定の適用除外や簡便な開示、登録届出書に必要な監査済財務書類を3年分から2年分への短縮、監査法人による内部統制監査の適用除外、公開会社会計監督委員会の監査について一定の適用除外等が挙げられるが、その他の恩恵として、EGC に関する投資家の情報入手の機会を拡大 (リサーチ・レポートの公表促進の措置) や、一定の機関投資家には登録届出書提出前に EGC の公募につき関心の有無を打診する事前調査を解禁し、また登録届出書の正式提出前に SEC スタッフから内々にドラフトのコメントを享受できるなどの情報アクセス面での配慮が加えられている。第2に、従来の登録免除規定では十分な対応ができないクラウド・ファンディング (特定の目的を達成するための金銭出資を主にインターネットを通じて募り、多数の者から拠出された小口資金をプールして当該目的達成に当てる新しい資本形成手法) に対して、JOBS 法は、以下の条件を満たす取引を登録規制の適用除外とした (証券法5条)。即ち、①年間売付総額100万ドル以下、②投資家への売付総額の制約 (投資家の年収または純資産が10万ドル未満の場合には、2千ドルまたは年収・純資産5%相当額のいずれか大きい方、年収または純資産が10万ドル以上の場合には、年収・純資産の10%相当額 (但し上限10万ドル) のいずれか)、③証券法4A条(a)に基づくブローカーまたはファンディング・ポータルを通じた取引、④発行会社の証券法4A条(b)の遵守等の条件を満たすことが求められる。第3に、私募の活用による資本調達等を図るため、同法では、小規模会社の少額免除取引による資本調達の拡充等のほか、私募 (Rule506・Rule144A) における一般的勧誘の解禁や、私募 (Rule506) に係るオンライン・プラットフォームのブローカー・ディーラー登録規制からの適用も除外し、オンラインによる資金調達を容易にしている。



JOBS法の主要ポイント	狙い及び予想される効果
<p>Regulation144A及びRegulationDの規則506の改正</p> <p>-144A私募における全ての購入者が適格機関購入者、規則506による私募における全ての購入者が適格投資家である場合、広範囲な広告及び一般勧誘を許可</p>	<p>-企業が当該私募において、新聞、インターネット、TV広告等、幅広い媒体を利用して投資家を見つけ出すことができるようになる。</p>
<p>クラウドファンディングに関する規制緩和</p> <p>一人の投資家への売り付け額が一定の基準を満たし、且つ、12か月間に売り付けられる証券の総額が100万円以下の場合に、ファンディングポータルを通じた取引は33年法5条に基づく登録から免除される。</p>	<p>-インターネット等を通じて小規模投資家から資金調達を行う手法が普及し、ベンチャー企業の資金調達手段が拡大する可能性がある。他方、投資家保護上、問題となる取引が発生するリスクもある。</p>
<p>IPO登録申請書の提出に係る秘匿扱い制度のEGCへの適用</p> <p>-EGCはIPO登録届出書を秘匿扱いでSECに提出できる。(但し、ロードショー実施の21日前までに、同登録届出書はSECにファイルされ公開される必要がある。)</p>	<p>-EGCは、企業競争上重要な情報を市場(同業他社)に晒すことなく、IPOの申請手続きを進めることができるようになる。</p>
<p>プレファイリングマーケットの許可</p> <p>-33年証券法5条を改正し、EGCが適格機関購入者又は適格投資家である潜在的投資家と口頭又は書面にて意見交換を行える。</p>	<p>-EGCは証券募集に関して潜在的投資家の関心の強さを募集実施前に判断することができるようになる。</p>
<p>リサーチレポートの公表・配布の許可</p> <p>-EGCに関するリサーチレポートをIPO前に公表することを許可する。またJOBS法は、自主規制機関に対してアナリストが投資銀行と共にEGCとの会議に参加することを禁止する規則を廃止するよう要請している。</p>	<p>-投資家銀行がリサーチレポートの公表を行えば、投資家がEGCの投資判断に際して利用できる情報量が増大する可能性がある。</p>
<p>監査済み財務諸表及びその他の財務データ報告の簡素化</p> <p>-EGCは、IPO登録届け出書に2年分の監査済財務諸表を提出すればよく、また、直近の監査期間より前の期間に係る主要財務データの記載を省略することができる。</p>	<p>-EGCは監査費用及び財務諸表の作成等に要する費用を削減することが可能。</p>
<p>SOX法404(b)条の適用除外</p> <p>-内部統制に係る経営者評価及び監査法人の認証・報告を求めるSOX法404(b)条をEGCに対して適用しない扱いとする。</p>	<p>-EGCは内部統制の経営者評価及び監査法人による認証・報告に伴う各種の諸費用を削減することができる。</p>
<p>経営者報酬に係る開示義務の一部免除</p> <p>-EGCに関して、公開企業に課されているRegulationS-KのItem402の開示内容を一部免除及びドットフランク法の報酬開示義務等(Say-on-pay等)を免除する。</p>	<p>-EGCが開示を気にすることなく、経営者等の報酬を自由に選択することが可能となり、経営の自由度が高まる。</p>
<p>策定予定の財務会計基準及び会計監査人ローテーション制度の適用免除</p> <p>-EGCは、今後策定される財務会計基準が非公開企業に適用されるまでの間、同基準を遵守する必要はない。また、会計監査人のローテーション制度等も適用免除とされる。</p>	<p>-監査費用の削減に寄与する。また、監査人のローテーションを回避することにより、会計監査人の監査義務の効率化が実現する可能性がある。</p>
<p>非公開会社に対する公開会社と同様の報告義務を課す株主数基準の緩和</p> <p>-株主名簿上の株主が2000名あるいは適格投資家でない株主数が500名になるまで、SECへの登録を免除する(銀行及び銀行持株会社は前者の基準のみが利用される。)</p>	<p>-非公開会社が従前に比べて長期に亘り公開企業に課せられる報告義務を免除され、報告に伴う費用を削減できる。EGCの場合には、プレファイリング・マーケティングの効果と相まって、公開前の株式取引が活性化される可能性がある。</p>

〔出所〕 岩井 浩一〔2012〕、「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』Autumn 129頁