



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所

セーラ・ビーム
木村 亮太

—連載（第10回）—

Nasdaqの市場改革提案レポート

1. 概要

2017年5月4日、Nasdaqは、「The Promise of Market Reform : Reigniting America's Economic Engine」と題した提案レポートを発表した。当該提案レポートにおいて、Nasdaqは、(1) 規制フレームワークの再構築、(2) 市場構造の近代化、(3) 長期投資マインドの醸成、という3つの分野において、自身の見解と問題の改善策を提案している。

2. 提案レポートにおける主要ポイント

(1) 規制フレームワークの再構築

① 株主提案プロセスの改革等

現状の株主提案に係る制度は、ごく一部の少数株主の声が増幅されることを許容しており、しばしば建設的ではない目的のために用いられ、とりわけ小さな企業にとって負担要因になっていると考える。例えば、現行ルー

ルでは、「2,000ドル以上の株式を1年以上保有している全ての株主」は、株主提案ができるという低い基準となっているが、この金額基準については撤廃し、その上でより長期保有者の目線による株主提案が行われるためにも、「議決権の1%以上を有していること、かつ保有期間は3年」に延長すべきである。また、過去に否決された株主提案が将来の株主総会で再提案されるための要件として、あらかじめ当該株主提案に対する賛同意見を大幅に増やしておくことを求めるよう、必要な制度改正を行うべきである。

議決権行使助言会社のサービスは価値が高いと考えるものの、このビジネスは概ね規制がなく、説明責任を欠き、利益相反を生じさせる可能性がある。したがって、議決権行使助言会社は、分析対象の会社に関する自身の株式の保有や空売りの有無に関して、透明性の高い情報を提供すべきである。

② 企業開示の負担の軽減

Nasdaqとしては、透明性が高い開示を全



面的にサポートするものの、特に小規模会社にとっての開示コストや負荷を軽減させるために、開示要件は再評価されるべきであると考えている。四半期開示に関しては、多くのケースにおいてはそれがベストであるものの、長期的観点の促進やコスト削減が必要な企業にとっては、英国で行われてきたような半年毎の開示とするフレキシビリティを与えるべきである。ただし、その半年間に重大な変化が生じた場合には、企業は既存のツールを用いて、キーとなる指標に関して株主に直接必要なアップデートを行うべきである。

また、現状、企業は四半期毎に、収支情報の「プレスリリース」を通じて投資家に対してキー情報を提供し、かつ四半期報告書（Form 10-Q）の提出を行っているが、四半期報告書は労力の割にはプレスリリース以上の情報はほとんど記載されていないことから、簡易なガイドラインを作ってプレスリリースに置き換えるべきと考える。併せて、XBRLデータについては、投資家にとっての便益と企業にとっての負担を考慮のうえ、本当に必要なものかどうかを再検討すべきである。

現状、小規模の成長企業に対して簡易な開示が認められているが、この要件に適合する会社の種類の定義が狭く、またしばしば期間が限定的であることから、多くの会社が適用除外の便益を受けることができていない。新興成長企業（emerging growth company）とみなされるための収益上限額を、現行の10

億ドルから15億ドルに引き上げ、かつ「IPOから5年後まで」のフェーズ・アウト条項を削除する、また、「小規模報告会社（smaller reporting company）」や「非早期提出会社（non-accelerated filer）」の定義を、「新興成長企業」のそれと調和させる取組みを進めるべきである。

最後に、紛争鉱物に関する開示や役員報酬比率に関する開示といった政治的動機に基づく開示要件、及び企業の財務パフォーマンスに明確に結び付くことのない開示要件は撤廃すべきである。

③ 訴訟改革

2016年、米国では、記録的なクラスアクションによる訴訟と棄却が起きており、上場企業と株主は、些細な訴訟を取り扱うために高い金額を支払っている。些細な案件と正当な案件を区分することは難しいと認識しているものの、メリットに乏しいクラスアクション訴訟に対する負担を減らす改革として、例えば、些細な訴訟案件を持ち込む弁護士に対する制裁措置基準の緩和、クラスアクション認定を与える要件の引締め、訴訟に関する第三者からの資金援助の開示要求等を検討すべきである。

また、証券のクラスアクション訴訟については、敗訴側が勝訴側の法的費用を負担するという英国の制度を採用すること、原告に対しては保証金の提出や財政証明の要求によって費用をカバーする十分なリソースがあるかどうかを確認する手続き、さらに企業の定款



や規程において、株主が企業や役員等に対して訴訟を行う際には、仲裁を通じて行うことを株主に対して求める条文を容認すること等も検討すべきである。

④ 税制改革

スウェーデンが2012年に導入したISA口座を参考に、米国においても、口座の収益ではなく資産価値に対して課税する投資口座の導入を検討すべきである。また、受取配当金に対する課税は二重課税であって不合理であることから撤廃されるべきであり、さらに高額所得者の配当所得及び譲渡益所得に対する課税に追加されている3.8%のサーチャージ税についても同様に撤廃すべきである。

現行税制では、小規模スタートアップ事業会社の株式を売却した際は非課税となっているが、この非課税措置の定義が狭いことから、これは全ての適格国内企業を含むように拡大し、また、株式の保有期間要件を5年から3年に短縮しつつ、資産上限額を50万ドルから100万ドルに引き上げるといった投資家フレンドリーな動きを進めるべきである。

(2) 市場構造の近代化

① UTP制度の廃止と単一取引所への流動性集中による中小型株市場の強化

1975年に導入されたUTP (Unlisted Trading Privileges：非上場特権) 制度によって、上場株式は上場する取引所以外でも売買が可能となり、その後1998年のレギュレーションATS、2006年のレギュレーション

NMSの導入により執行市場間の競争はさらに加速したわけであるが、これによって中小型株の流動性も複数の執行市場に分散してしまい、薄くなった流動性はたった1つの大きな注文により崩されてしまう状況が起きている。

Nasdaqとしては、現行のUTP制度の代替案として、中小型株に関しては流動性を単一の取引所に集中させることを提案したい。企業が、UTP制度の適用除外となる中小型株向け市場に自主的に参加できるようにすることで、中小型株の流動性は一箇所に集中してボラティリティは低下し、執行クオリティは改善すると考える。

② 最適ティックサイズによる売買

米国市場の上場会社は全て同じ標準ティックサイズで売買されているが、特に中小型株については、上場する取引所が決める最適ティックサイズで売買されるべきであり、それによって流動性の向上と執行コストの削減が期待できる。

③ 流動性を向上し、市場のゆがみを回避する、賢いリベート／手数料体系の導入

中小型株のマーケット・メイカーの特権と義務のバランスをとることは重要であり、タイトなスプレッドを提供するインセンティブを与えて全ての市場参加者にとって質の高い執行環境を提供するためには、流動性が単一市場に集中しているほうがより大きなインパクトを出すことができる。一方で、このような銘柄についてはマーケット・メイクのイン

センティブ付けが重要であり、リポートの削減や減額に関するポリシーを検討するに際しては、慎重に進めるべきである。

(3) 長期投資マインドの醸成

① 企業と投資家の対話促進に向けた働きかけ

近年、一部のアクティビスト投資家によって、長期的成長を犠牲にしたうえで短期的利益を求めるプレッシャーがあることは憂慮すべきである。長期的観点からの脱却は、企業にダメージを与え、多くの投資家に損失を与えることになる。世の中には多くの種類のアクティビスト投資家が存在し、いくつかのアクティビズムは良性で便益があるものの、一方で、市場にとって究極的には、特に長期投資の観点からは悪影響を与えるアクティビズムも存在する。

このような悪影響を与えるタイプのアクティビズムに関しては、取引所、発行体そして投資家による資本市場エコシステムが、共同で包括的な解決策を作り上げるべきである。アクティビストを含む投資家と企業の対話はキーポイントにフォーカスすべきであり、一般投資家とアクティビスト投資家は、会社と接するに際して同じ土俵となるように取扱うべきである。

② ショート・ポジションに係る透明性のイコーライゼーション

現行法令は、一定の投資家に対して、各四半期末から45日後に自身のロング・ポジショ

ンを公表する義務や、上場会社の発行済み株式数の5%を超えるポジションを有することになった場合に10日以内にその内容を公表する義務を課している。しかしながら、ショート・ポジションに関しては、相応する開示要件は存在しない。

正当な空売りは市場に多くの便益をもたらすものの、空売りに関する情報が長期投資家と空売り当事者との間で平等ではないことによって、上場会社は売買行為に関する知見を失い、投資家とエンゲージする能力が制限されてしまうし、投資家は投資決定において重要な情報を失うことになる。既に欧州のいくつかの国において実施されているように、米国においても、ロング投資家に対する既存の開示要件を、あらゆるショート・ポジションを有する投資家に対しても拡大すべきである。

③ 種類株構造のサポートの継続

あくまで透明性の高い構造であって、投資家にとって完全に見える形で事前に情報が公開される限りにおいて、上場会社は自らにとって最も適切で便益のある種類株構造を決定できるフレキシビリティを有するべきである。

④ ESG開示は義務化ではなく推奨

多くのESG開示は、性質的に長期的観点になることが多く、一方でESG開示の欠如はアクティビストの懸念を引き起こし、結果的に彼らの要望に応えるべく短期的観点到に駆られることになる。よって、企業は、ESGに関し

~~~~~  
て積極的に言及することによって、より長期的なビジネス計画や業務執行に自然とフォーカスできるようになると考える。

ただし、ESGの要素に関して画一的な開示を求めることは、その価値を損ねてしまう可能性がある。既に多くの企業が重要なESGメトリクスに関する開示を実現できていることから、ESG開示は推奨されるべきものであるものの、義務化すべきではないと考える。

### ■ 3. 今後の流れ

紛争解決や税制改革など、Nasdaqが提案するいくつかの案件は議会のアクションを必要とする。レギュレーションNMSやレギュレーションATSのアップデートとレビューといったその他の多くのエリアにおいてもSECのアクションが必要となる。一方、例えば種類株構造の継続的サポートや任意でのESG開示といったエリアは、Nasdaqのような取引所レベルで続けることが可能である。

規制緩和志向の共和党員が議会の多数を占めており、またトランプ大統領も共和党であることから、改革のタイミングとしては好ましいと思われる。しかしながら、Nasdaq自身もこの提案レポートについて、市場関係者と議論し、確たるアクションに向けた対話を始めるための青写真となることを意図していると述べていることもあって、各項目に関する実現可能性や時期については、今後の議論の進展を見据える必要がある。

〔出典〕

- ・ [http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20Blueprint%20to%20Revitalize%20Capital%20Markets\\_tcm5044-43175.pdf](http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20Blueprint%20to%20Revitalize%20Capital%20Markets_tcm5044-43175.pdf)
- ・ <https://www.irs.gov/uac/newsroom/net-investment-income-tax-faqs>

