

SECの国際取引円滑化政策

——一九九〇年以降の政策転換——

加藤 信

米国SIA（証券業者協会）の報告⁽¹⁾によると、米国の対外証券投資の流れは、別表に示すように、一九八四～八九年においては持続的な流入超過傾向を示し、外国の対米国証券投資超過額は、株式のみでも年平均で四二億ドルに上った。ところが、一九九〇年代に入ると反対の動きに転じ、

米国の対外証券投資超過は、株式のみで三年間の平均が年二一三億ドルに達した。特に一九九三年第3四半期においては、米国の外国証券投資額は四六五億ドル（うち、株式二五一億ドル、債券二一四億ドル、また証券投資の対外収支尻は四二〇

億ドルの出超）の巨額に上り、世界的（特に発展途上国における）株価上昇に大きなインパクトを与えた。

SIAは、このような顕著な動きの背景として、米国の持続的な低金利、発展途上国の急成長、G7合意による広範な関税引下げによる環境好転への期待などをあげているが、それに加えて今一つSECが証券市場の国際化、特にユーロ市場の発展に対抗して一九九〇年に入って相次いで採用した外国証券発行者の米国市場参入の環境整備へ向けての大胆な規制緩和措置もまたこの動きを大

国際株式投資フローの変化

(単位 億ドル)

	外国の対米国 株式投資	米国の対外国 株式投資	差引、米国の 対外投資超過
1984～89年平均	74	32	△42
1990～92 "	31	244	213
1993年1四半期	50	85	35
" 2 "	13	141	128
" 3 "	26	251	225

大きく増幅した要因と考えられる。すなわち、SEC（証券・取引所委員会）は創設以来、いわば国内規制至上主義的な考え方により国内の個人投資家保護を主眼とする厳格な開示規制の枠組みの下に運営されてきたが、証券取引の国際化、機関投資家の成長、中小企業金融の証券化など環境の変化からくる要請に応じ、国内至上主義の修正、取引円滑化、規制負担の軽減にウェイトをかけて開示規制その他各種規制の緩和を進めている。同時にこれは、従来堅持されてきた売主責任原則を修正して、或る程度買主責任原則への転換を示唆するものである。これらの重要な変化は主として新しい規則およびレギュレーションの形で進められているが、実質的には優に証券諸法の大改正にも比すべき大変革である。

本稿では、これら各種の動きとも関連するが、主として一九九〇年以降展開されてきた国際取引

の円滑化を指向するSECの規制緩和の動きを概観する。

一、一九九〇年四月採択の新規則

SECは、一九九〇年四月、この分野で新方針にもとづく二セットの新規則、すなわち証券法の規則一四四A条とレギュレーションSを採択した。前者は適格機関投資家が未登録の私募証券を転売制限に関係なく自由に売買することを認めたもので、私募証券（米国で未登録の外国証券を含む）の取引規制緩和の柱ともいふべきものであるが、これはまた同時に外国証券発行者の米国市場参入促進をもねらいとするものであり、後者は米国外で発行される証券がSEC登録を要しないための安全港ルール（safe harbor rule）にある。なおSECは右の二セットの新規則に先立ち、

その前年の六月に同じような方向にそった先駆的な措置として、外国の証券ブローカー・ディーラーが米国機関投資家等（無勧誘の場合の個人を含む）を相手に無登録で、または米国の登録ブローカー・ディーラーを通じて取引できる条件を定めた証券取引所法規則一五a―六条を採択している。

（一）規則一四四A条

この規則は私募証券の転売に関する一般的な安全港ルールである規則一四四条に対する特則として位置づけられ、機関投資家相手の一定の条件をみたす転売については、規則一四四条で定める二年間の転売制限を免除するものである。もっとも、機関投資家相手の私募取引は従前からかならずしも私募発行に関するレギュレーションDやその転売に関するこの規則一四四条にはよらずに、

証券法登録の適用除外を規定する証券法第四条の(1)号および(2)号自体の解釈にもとづく通称「四条一—1/2号」と呼ばれる基準によることがむしろ一般的で、これにより二年の転売制限はすでに尻抜けとなっていた。安全港ルールはかならずしも排他的なものではないこと⁽²⁾から、機関投資家の成長に伴う私募取引の増大を背景として、このような慣行が次第に行われるに至ったわけであるが、なお適法性について明確な点も多く、私募発行の増大に較べてもその流通市場の成長を阻害し、その著しい遅れを招いていた。

(1) 条件

本規則により転売制限が免除されるための条件を要約すれば次の通りである。

A 転売先が以下に列挙される適格機関購入者(qualified institutional buyer—QIB)であること

(a) 自己勘定および裁量受託勘定による証券投資額が一億ドル以上の特定の法主体——保険

会社をはじめ各種の投資会社、従業員福祉プラン、免税指定の宗教・慈善・教育・科学関係諸団体等のほか、一般の株式会社およびパートナーシップ

(b) 自己勘定および裁量受託勘定による証券投資額が一、〇〇〇万ドル以上の証券ブローカー・ディーラー

(c) 適格機関購入者のために無リスクの自己売買を行う登録ブローカー・ディーラー

(d) 一億ドル以上の証券を保有する投資会社ファミリー(同一の投資顧問をもつ投資会社グループ)のメンバー投資会社

(e) 適格機関購入者の共同出資機関で、自己勘定または出資機関勘定で活動する法主体、または

(f) 自己勘定および裁量受託勘定による証券投

資額が一億ドル以上で、かつ純資産が二、五〇〇万ドル以上の銀行等金融機関（外国のものを含む）

B 転売の対象証券が米国の証券取引所または全米証券業協会の NASDAQ システムで取引されている証券と同一種類のものでなく（non fungible）、またオープン・エンド投資会社、ユニット投資会社または額面証券会社の証券でもないこと

C 証券の保有者は転売にさいして当該取引が規則一四四 A 条にもとづくものであることを転売先に知らせること、かつ

D 発行者は、当該証券の保有者または転売見込先からの請求に応じて、発行者についての直近の情報（事業内容、商品、財務諸表等）を提供すること

(2) 背景

本規則は証券法の下のみならず一カ条の規則ではあるが、これは一九三三年の同法制定以来個人投資家を念頭においての厳格な開示原則による投資家保護政策を中心に運営されてきた証券規制の在り方に対する重要な修正であり、本条と共に採択のレギュレーションおよびその他同時にまたはその後において同じ方向に沿って行われた諸改正を含む大きな政策転換の中核をなすものである。

本規則採択の背景としては、先ず第一に、国内的にはいわゆる投資家の機関化現象の持続的な進展により証券市場の構造が個人投資家中心から機関投資家中心の市場に変化し、これに伴い私募証券の発行が顕著な増大を示したにもかかわらず、その流通市場の立遅れが目立つようになってきたことがあげられる。例えば、私募発行額は、一九八〇年の一五七億ドルから一九八九年には一、六

五八億ドルと一〇倍以上に増大し、公募を含む全発行額中に占める割合も、約二割から三割五分に上昇したが、その年間売買額は転売制限等の制約からなお推定六〇億ドル程度の低水準に止まる状況にあった。本規則はその意味で転売制限等の制約を取り除いて、機関投資家向けの活発な私募証券市場の育成をはかるものである。

第二に証券市場の国際化、特にユーロ・ボンド市場の成長に伴う米国証券市場の相対的地位の低下に対処し、ユーロ市場にシフトした米国および海外発行体の資金調達を再度米国内に取り戻すための魅力ある市場を育てることも第一に劣らぬ重要な目的であった。

このような背景および目的に照らしてみると、大胆な転売制限の免除や後述の関連措置のみならず、適格機関購入者の中に機関投資家のほかブローカー・ディーラー等の取引媒体までを組み込ん

でいる点にも、SEC当局の新市場育成へ向けての並々ならぬ熱意が窺われる。

(3) 発行市場との関係

本規則採択の目的に関連して注目されるのは、転売規制の免除、つまり直接的には流通市場に関するこの規則の発行市場、特に米国市場利用の外国証券の発行との関係である。一九九一年一〇月SECが本規則施行後一七カ月の成果を自賛して発表した報告によると、⁽³⁾本規則の目的の一つは、外国発行者が米国の私募市場を使って資本調達することを促進することにあるが、この一七カ月にすでに九五発行者の計八五億ドルに上る証券がこの規則一四四A条私募(Rule 144A placements)によって売り付けられ、このうち六九発行者分約四〇億ドルは外国企業の発行または保証に係わるものであった(一九九三年の発表では、この外国発行者の数は一八四社に増加)。そして同報告は、

本規則適格証券は発行者により先ず証券法上の登録不要の募集として売り付けられるものであるが、その募集の多くは証券法四条(2)号もしくは無登録募集に関する安全港ルールであるレギュレーションDによる私募または本規則と同時に採択のレギュレーションS(後述)による海外公募によって行われる、と述べている。これによっても本規則が転売規制の免除を通じて米国私募市場による外国証券の発行および海外発行証券の二次分売を促進するものであり、そしてこのことが冒頭に述べた、一九九〇年以降における米国的大幅な対外証券投資超過への転換をもたらした重要な一因であったことは明らかであろう。ちなみに、後述する一九九三年一月の追加措置の中にも証券分売に関する「取引ルール」に対する適用除外対象証券に規則一四四A条利用の外国証券を加える規則改正が行われている。

(4) 関連の諸措置

本規則の採択と同時に、これに関連して次のような規則改正その他の措置が採られている。

A 規則一四四A条の改正

規則一四四A条の採択を機会に、私募証券転売の一般的な安全港ルールである規則一四四A条の制限規定が一部緩和され、取得者が転売前最低二年間の所有を必要としていた点を改正して、発行から二年経過すれば所有期間を問わずに転売できることにする(同条(d)項)と共に、情報開示義務、転売の数量制限等の制約が解除される期間も、同様に取得から三年が発行から三年ということに緩和(同条(k)項)された。

B 私募証券の投資信託組入れ制限の緩和

証券提示後七日以内に支払を要する買取請求権付証券を発行するオープン型投資会社(ミューチュアル・ファンド)は、一九六九年以来のSEC

解釈（投資会社登録様式上の指針）によって、一般的に非流動的とみられる私募証券のファンド組入れ限度を一〇%までに制限されてきた。しかしSECは規則一四四A条採択の通牒によって、差し当たり同条適格証券（外国証券を含む）の流動性については投資会社の取締役会の判断に委ねることに解釈を変更し、私募証券の組入れ制限が緩和されることになった。

C ブローカー・ディーラーの純資本要件の緩和
SECは右の通牒においてブローカー・ディーラーの純資本要件を定める証券取引所法規則一五C三―一条の運用についても新しい解釈を示して、ブローカー・ディーラーが自己勘定で一四四A市場に参加しやすくなるための措置を講じている。特に国内私募証券に関しては、従来全額を資本から控除（一〇〇%ヘア・カット）されていたものを、一四四A証券については、デフォルト等

の情況にあり格付が悪い社債等を除き、公募されかつ純資本ルール上整備された市場（ready market）のある証券に準ずる取扱とすると共に、外国証券についても、一九七五年純資本ルール制定時にSIAの照会に対して示した解釈（外国市場で公募され格付の高い債券、外国主要取引所の上場証券等は流動性のある証券と認める）を改めて明確にした。

D PORTALシステムの承認

SECは規則一四四A条の採択と同時に、同条適格証券の転売取引のための電算化された通信・連絡および清算・決済システムであるNASD（全米証券業協会）のPORTAL（Private Offerings Resales & Trading Through Automated Linkages）を承認した。

(二) レギュレーションS

このレギュレーションは、米国外で行われる証券の募集および売付を証券法五条の登録要件から適用除外とするための一般的な安全港ルールである。この分野は、過去二五年間、ノー・アクション・レター等によってケース毎に処理されてきたため、一般的には不明確を免れず、取引の障害となりがちであった。これをルール化して明確にするに当たって、内容的にも、従来米国市民本位であった判断基準を地域本位に転換（これにより例えば海外居住米国市民や現地法人への募集・売付が自由化され、ユーロ市場での証券募集が容易になる）すると共に、海外発行証券の米国流入規制についても、従来の債券九〇日、持分証券一年の制限期間を、SUSMI（米国市場との利害関係）の有無等に区分して撤廃または短縮する等の緩和が行われている。なお本レギュレーションの前注

は、これに準拠することは排他的な選択ではなく、証券法登録に対する他の適用除外の利用を妨げるものではないとしており、その結果、一四四A条適格証券は、レギュレーションSの流入制限にかかわらず、米国の一四四A市場での売付が可能である。

以下四カ条からなるレギュレーションSの条文に則してその要点を紹介するが、主体は

①発行者および分売人の取引（九〇三条）と、
②その他の者（一般的には投資者）による転売（九〇四条）の二つの安全港ルールである。なお本レギュレーションは、事柄の性質上、内容理解の前提となる用語の定義が量的には大半を占めているが、ここでは若干の重要な用語に関するポイントの摘記に止める。

規則九〇一条（一般原則） 証券の募集および売付の登録要件に関する証券法五条は米国外

(outside the U.S.) で行われるものには適用しない。

規則九〇二条（用語の定義）「抜粋要旨」

(a) 「指定オフショア証券市場」

(1) ユーロ・ボンド市場および世界の主要取引所（ロンドン、フランクフルト、東京等列挙）、ならびに

(2) 右に列挙以外の外国の証券取引所および

（SECの指定する）取引所以外の市場

(b) 「意図的な売付活動」（directed selling efforts）

証券募集に関する広告刊行物の一般的な流布など、米国内における当該証券の市場造り準備のための諸活動（ただし、米国内での流布割合が二〇％未満その他各種の制限的な条件の範囲内の簡単な墓石広告を除外するなど、若干の緩和ないしは各種の調整的な規定がある）

(h) 「募集上の制限」（offering restrictions）発行

行後特定期間が経過するまでは米国内でまたは「米国人」（参照後出の(i)項）に売り付けることができないこと

(i) 「オフショア取引」 次の条件をみたす募集ま

たは売付

(1) 米国内の者に対して行われていないこと、

かつ

(2) (A) 注文時に購入者が米国外にいるか、ま

たは

(B) (i) 九〇三条（発行・分売取引）に関し

ては外国証券取引所で執行されること

(ii) 九〇四条（転売取引）に関しては取引

が「指定オフショア証券市場」（参照(a)項）で執行され、かつ米国内の購入者との事前の交渉がないこと

(j) 「米国外向け募集」 内外の発行者による米国

以外の国に向けた募集（ただし米国発行者分は持分証券以外の証券の募集で、かつ元利金につき外貨建のもの）で、当該外国の法により発行されるもの

(l) 「報告発行者」 証券取引所法上の登録発行者および特定の継続開示報告者

(m) 「制限期間」 定義規定では特殊ケースにつき期間計算方法を定めるのみで制限内容については各関係条項で定めているが、要するに発行後特定の期間（場合により四〇日または一年）が経過するまでは米国内または「米国人」に売り付けることのできない期間

(n) 「米国市場との実質的利益関係」 (SUSMI — substantial U. S. market interest)

(1) 持分証券の場合——(i)米国の取引所等が当該発行者の発行する同一種類の証券につき最大の市場であるか、または (ii)当該同一種類

の証券の二〇%以上が米国証券取引所等で取引され、かつ外国の取引所等の取引が五五%以下であること

(2) 債務証券の場合——当該発行者の証券が

(i) 三〇〇人以上の「米国人」により保有され、かつ (ii) 金額で一〇億ドル以上、比率で二〇%以上が「米国人」により保有されていること

(o) 「米国人」 (U. S. person) 原則的には地域本位に定義づけられ、米国内居住者および米国法により設立された法人をいう（ただし、例外的に国内規制に対する脱法行為のおそれのある米国未登録証券に対する投資を目的として「米国人」によって設立される外国法人を「米国人」とする一方、新設の規則一四四 A 市場に対する特別の配慮から、但書により機関投資家など自衛力認定投資家 [accredited investors] によつ

て設立されるものは特別に「米国人」扱いから除外している)

規則九〇三条(米国外での募集または売付)⁽⁴⁾ 発行者またはその分売関係者による次の条件をみたす募集または売付は、米国外で行われるものとみなす。

(a) 募集または売付が「オフショア取引」(参照九〇二条(i)項)で行われ、かつ

(b) 米国内で「意図的な売付活動」(参照九〇二条(b)項)がなされないこと(以下(a)、(b)項を「一般条件」という)。

(c) 追加条件(証券、発行者または売付方式の各種類別の条件)

(1) 「一般条件」以外は無条件の証券

(i) 「米国市場との実質的利益関係」(SUSMI)がない外国発行者の証券

(ii) 内外の発行者による「米国外向け募集」

(iii) 外国政府の「信頼と信用」(faith and credit)による保証のある証券

(iv) 従業員福祉プランによる証券

(2) ①「報告発行者」(参照九〇二条(1)項)の証券(持分証券を含む)ならびに ②「報告発行者」以外のSUSMIがある外国発行者の債務証券、不参加優先株および資産担保証券——これらの証券については「一般条件」のほか、に四〇日間の「制限期間」(参照九〇二条(m)項)の追加条件

(3) 前(1)号および(2)号に該当しない証券——この場合は「一般条件」のほか次の追加条件

(i) 債務証券——四〇日の「制限期間」のほか、当該期間中は仮証券(temporary global security)を購入者に交付の制約条件

(ii) 持分証券——一年の「制限期間」のほか

購入者が「米国人」でない保証が条件

規則九〇四条（転売） 転売（resale）、すなわち発行者（またはその分売関係者）以外の者による売付申込または売付で次の条件をみたすものは米国外で行われるものとみなされる。

(a) 売付申込または売付が「オフショア取引」（参照九〇二条(i)項）で行われ、かつ

(b) 米国内で「意図的な売付活動」がなされないこと（以下(a)、(b)項を「一般条件」という）

(c) 追加条件（特定の転売者に対する「一般条件」以外の追加条件）

(1) デイラーおよび販売手数料をとる者による転売——九〇三条(c)項(2)号または(3)号の「制限期間」満了前に転売する場合の追加条件

(i) 転売者が、証券の購入者は「米国人」でないことを信じていること、かつ

(ii) 証券の購入者がデイラーである場合には、当該証券は「制限期間」内には ①本

レギュレーション ②証券法による登録または ③証券法登録要件に対する適用除外規定（例えば規則一四四A条）、の whichever にかに よらない かぎり 売ることができないものである旨の念書を購入者に送付すること

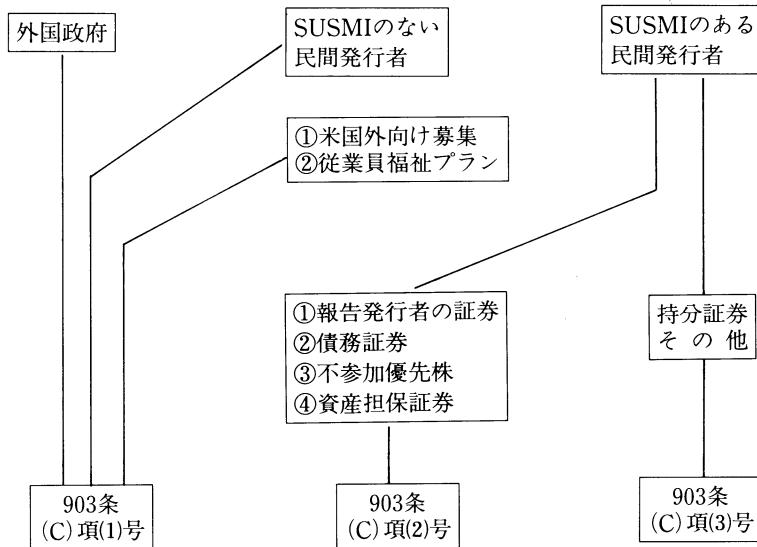
(2) 特定の関係者（発行者またはその分売関係者の取締役または役員）による転売の場合の追加条件

ブローカーの通常の取引執行手数料以上の販売手数料をとらないこと

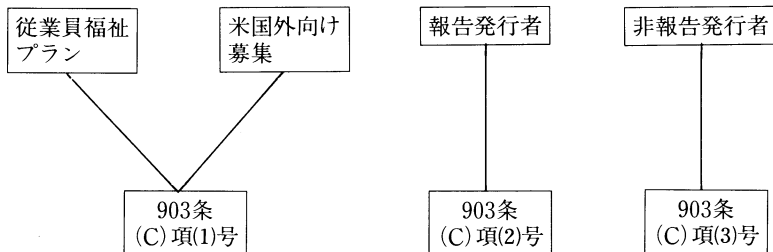
(レギュレーションS付図)

証券募集の発行者別該当条項一覧

○外国発行者の場合



○米国発行者の場合



〔出所〕レギュレーションS採択通牒付図

二、一九九三年一月改正と提案

SEC は、一九九三年一月三日付で、国際取引規制に関して五本の通牒を発表し、一九九〇年四月に打ち出された国際取引円滑化に向けての新路線に沿って一層の緩和策を進めると共に、新ルール施行三年の実績を踏まえての規制上の若干の不備を調整するための規則改正および改正提案を行った。

(一) カナダ関係多法域開示制度の拡充

多法域開示制度 (multijurisdictional disclosure system—MJDS) とは、外国当局の認める開示文書によって、SEC の一定の登録および報告要件をみたすことができるようにする制度であるが、現在はまだカナダとの関係で行われている

ものに限られている（最近の情報によるとSEC⁽³⁾のロバーツ委員は開示に関する国際的な基準統一化に関するIOSCOの遅々たる動きに鑑み、MJDS方式のグローバル開示をカナダ以外にも拡げることが強く主張している）。この制度は、やはり国際取引円滑化政策の一環として一九九一年六月に発表された新施策で、証券法規則および証券取引所法規則の登録、報告など開示関係の多数の規則の改正および様式F—七ないしF—一〇をはじめ、両法関係の多くの新様式の新設のみならず、公開買付、委任状規則に関する特例、さらには信託証書法規則の改正など極めて広範多岐にわたり、これを発表した通牒だけで約三〇〇頁に及ぶ膨大なものである。

一九九三年一月発表の五本の通牒の第一は、このカナダ関係MJDSの整備拡充をはかるもので、①適格要件の緩和ないしは米国基準への統一

②報告歴をカナダ当局の米国証券に対する取扱に合わせ一二月月に短縮 ③社債等の格付につきカナダ当局の認定した格付機関による格付を受けられる ④他の様式による報告事項の参照による編入 (cross-reference) を認める、などがその主内容である。

なお、この MIDS については当然のことながらカナダ当局もほぼ平行的な措置を発表している。

(二) 財務諸表の更新要件および会計基準の差違調整の緩和

通牒の二本目は、財務諸表の様式および内容に関するレギュレーション S-X、その他関係規則および様式の改正で、外国発行者が従来国による制度の相違から継続的な募集を行ってゆくためには半年よりも短い間隔で中間財務諸表を提出しな

ければならなかった点その他の要件を緩和したものである。

新規則では会計年度終了後六ヶ月以内に監査済みの財務諸表年報の提出を要求されるが、未監査の中間財務諸表は、登録届出書に含まれる最新の財務諸表を登録発効日前一〇ヶ月以内の日付のものにする上で必要な限りにおいてのみ要求される。またレギュレーション S-X の新三一―一九條によると、追加的に必要な中間財務情報は、十分な説明的開示があれば米国 G A A P 基準（一般的に公正妥当と認められる会計原則）との差違調整を行う必要がないことになった。さらに外国発行者用の証券登録様式である様式 F―二および F―三についての証券取引所法上の中間財務諸表様式である様式六―K からの参照による編入を認めている現在の S E C スタッフの慣行を明文化すると共に、証券登録時に未監査財務報告書を提出の場

合に、後日監査済みのものを提供するために提出する特別財務報告書に関する証券取引所法規則一五d―二条を改正して若干の外国の慣行を勘案した特例を認めることにした。

(三) 証券分売に関する「取引ルール」に対する適用除外

SEC は一九九三年一〇月ポリシー・ステートメントにより DAX (Deutscher Aktien Index) にリストアップされた約三〇社の証券につき、証券取引所法上の「取引ルール」(規則一〇b―六ないし一〇b―八条、証券分売時に分売関係者が不当な株価操作を行うことを防止するために当該関係者が入札および買付活動を行うことを禁止または制限する規則) からの適用除外を認めることを発表した。これは、これらの外国証券については、米国内での不当操作のリスクが小さいことを理由

に、その取引の円滑化をはかった措置であるが、規則改正にはよらず、関係各条の認める SEC の適用除外権限によるものであった。一月発表の五本の通牒の三本目のものは、ドイツ証券に認めたこの適用除外をその他諸国の資本規模が大きくかつ広く活発な市場取引が行われている証券にも拡大したもので、同じくポリシー・ステートメントの形をとっている。

(四) 「取引ルール」適用除外を一四四A条利用の外国証券に拡大

通牒の四本目は、上記の証券分売に関する「取引ルール」に対する適用除外を、新設の一四四A条利用の外国証券で専ら適格機関購入者に分売するものにつき認めるものである。これは、一四四A条のねらいが単に外国証券の無登録転売を容易にしてその流通市場の発展をはかることに止まら

ず、米国市場におけるその発行をも促進しようとする熱意を窺わせる措置として注目されるものである。なお、この措置は上記3の適用除外とは異り、特に関係各条（規則一〇b―六ないし一〇b―八条）の改正という形をとっている。

(五) 外国会社に対する証券規制に関する一層の簡素化提案

五本の通牒中最も重要なものは、SECが広くコメントを求めたこの新提案で、次にその概要を紹介する。

(1) 簡易様式登録および一括登録の範囲拡大

まず第一の提案は、外国発行者の証券中、米国内の一流証券に認められる簡易登録様式S―三に相当する様式F―三による登録を行うものに、現在最低額三億ドルの一般流通量（public float）と最短三六ヵ月間の報告歴（証券取引所法関係の諸

報告）の要件が課されているが、この要件を、最近（一九九二年一〇月）の改正により様式S―三適格の国内会社に適用されることになった新しい基準（同様式に対する「一般指針」の改正）と同じ各々七五百万ドルおよび一二ヵ月にする改正案である。

この同じ資格要件は、一九八二年に試験的に導入され、一年後に正式ルールとなった証券法規則四一五条による継続または繰延募集に関する一括登録制度（shelf registration）の資格要件ともなるもので、この制度を利用できる外国会社の範囲も拡大されるわけである（これは二年間にわたって発行する株式や社債の総量を記載した単一の登録届出書を提出し、市況や金利情勢等タイミングをはかって適量の証券を随時発行できる制度）。

そのほか、これに関連して、①様式F―三適格親会社の子会社の証券についても、同じ簡易様式

による登録を認める、②二次募集、株主割当募集、配当再投資プラン、転換証券の転換およびワラント（株式買取権）の行使に関する様式F—三の利用につき、同じく一九九二年一〇月国内証券の様式S—三につき行われた改正に合せて一般流通量要件を削除する、③投資適格の無転換優先株について、国内証券の取扱に合せ、投資適格の無転換社債と同様に様式F—三利用につき一般流通量要件を削除する、などの規制緩和を提案している。

(2) 種類別発行枠不特定の一括登録

一括登録制のもと一本の登録届出書により、二年間に発行予定の総額の範囲内で、株式、債券およびその他の証券の種類別内訳金額を特定することなく、金融情勢に応じて適当な種類の証券を発行することができる種類別発行枠不特定一括登録制 (unallocated shelf registration) は、国内発行者についてはやはり一九九二年一〇月の改正に

より導入されたものであるが、今回これを外国発行者にも拡大する提案がなされている（様式F—三の「一般指針」の改正）。

(3) 財務諸表の差違調整要件の緩和その他の負担軽減

A 国際会計基準によるキャッシュフロー計算書の許可——外国会社は現在のところ原則として米国のG A A P基準によったキャッシュフロー計算書を提出することを要するが、これを緩和して国際会計基準第七号によって作成されたキャッシュフロー計算書の提出をも許可しようとするもの

B 財務諸表の米国G A A P基準との差違調整義務年限の短縮——外国会社は、二ないし三年分の財務諸表と過去五年分の選定財務データについて、米国G A A P基準との差違調整済みのものを提出することを要するが、この要調整年限

(ただし要提出年限は不変)を二年に短縮しようとするもの。

C 外国会社を買収した重要な被買収事業体およびそれが持分を保有する重要な持分被保有会社の財務諸表についての米国GAP基準との差違調整範囲の縮小

D 持分比例連結法採用合併事業に対する米国GAP基準との差違調整義務の緩和

E 米国GAP基準との差違調整関連の各種財務関係付表の整理縮小

(4) 非登録募集等に関する発表(安全港ルールの新設)

レギュレーションSおよび規則一四四A条の新設に伴い、米国内での非登録募集および海外市場での証券発行に関し、投資家に対する必要な情報の提供や一般的勧誘に対する制限等に関する具体的な指針を求める照会が相い次だことに答える

ため、SECは、非登録募集等に関する発表についての新しい安全港ルールである証券法規則一三五c条を提案した。これは、登録募集に関し発行者に許容される簡単な情報の発表についての同法規則一三五条に相応するものであるが、新規則の場合は、同様の限られた情報のほかに、当該証券が未登録のものであり、登録を行うか登録免除に該当するかのいずれかでないかぎり米国内で売付が行いえないものである旨の特記文言(legend)をつけることが要求される。

(5) ブローカー・ディーラーの調査報告(安全港ルールの改正)

証券法規則一三九条は登録手続過程にある証券につき、ブローカー・ディーラーが調査報告を散布しても売付申込とはみなされないための条件を定める安全港ルールであるが、当該証券の発行者が様式F-3適格であれば、このルールに頼るこ

とが容易である。新提案は、SEC に対する証券取引所法上の報告歴一二カ月の要件さえあれば様式 F-13 に適格となりうる外国発行者が、この代りに、レギュレーション S の九〇二条(a)項に定める「指定オフショア証券市場」に一二カ月以上にわたって上場されていれば、この一三九条安全港ルール上で有利な様式 F-13 発行者と同じ取扱にしようとする改正案である。

(注)

- (1) Securities Industry Association (SIA) "An Analysis of Foreign Participation in the U.S. Securities Markets (Dec.1993) .
- (2) 参照 Louis Loss "Fundamentals of Securities Regulation," 当研究所証券取引法研究会訳「現代米国証券取引法」四二四頁、四三三頁
- (3) Bureau of National Affairs (BNA) "Securities Regulation & Law Report, Nov. 1, 1991, p. 1589.
- (4) 本条の正式タイトルは「発行者、分売者、それらの関係者または以上の者の代理人による募集または売付、ならびに特定証券に関する条件」である。

(5) BNA (前記) Mar. 18, 1994, p. 408.

(平成六年三月二五日記)
(当研究所主任研究員)