

アメリカの会社登録制度案の背景(上)

中村俊夫

一、はしがき

一昨年の一九九六年七月二四日、アメリカのSEC諮問委員会最終報告書⁽¹⁾が公表された。既公開会社による株式発行登録手続の大変革になる「会社登録制度」を導入し、投資家保護の強化と資本調達費用の削減という、一見矛盾するような二つの目標を同時に達成しようという提案である。

この諮問委員会は、連邦諮問委員会法に基づき一九九五年二月、レビット委員長が設置したもの

で、仕事が容易でないからであろう。SECにとって特に難しいのは、公募市場と私募市場の境目を何処に置くかということであると思う。意外な成功物語になった規則一四四A私募市場との関係をどうするかである。

それにしても、この委員会メンバー一四名は証券発行業務と証券法規に精通する著名な学者や実務界(利害関係のある業界人は除かれる)の人達であり、一九八二年の統合開示制度、八三年の一括登録(shelf registration)の導入を当時SEC企業金融局長として指揮したグリーン氏(現在法律事務所パートナー)の名も見える。この勧告が無視されることは有り得ないと思われ、数年後には、アメリカの株式発行市場の在り方が相当変わってくるものと考えられるのである。

わが国は間接投資主導で経済発展が図られた結果、証券市場への関心はどうしても薄くて、改革

で、正式名稱を「資本形成と規制手続に関するSEC諮問委員会」といい、SEC委員ウォルマン氏が長であるが、訓令書(Charter)に書かれているようにSECに対して勧告することだけを任務とする。したがって、未だSEC自身の提案とはなっておらず、コメント勧誘期間を含め一八ヶ月位でSECから正式提案レリーズが発表されると見られたが、本年四月になってもそれが発表されていない。各界意見を容れて相当に軌道修正する必要があるうし、例え勧告をその儘取り入れるにしても規則改正箇所が広汎にわたる筈であっ

されるのも遅い。そのため、直接投資を尊重して巨大証券市場を有し、それこそ国家をあげてその改革が常に論議されるアメリカに追随することになり、後追いになるのは宿命的でさえある。数え上げるまでもないが、インサイダー取引、公開買付、将来予測情報、セグメント情報、リスク・ファクター、一括登録(発行登録)等々、有価証券の定義といった問題に至るまで、アメリカを範としてわが国証券市場の改善が行われて来たのであった。いずれ又、日本でも会社登録制度を導入する動きが出るかどうかというと、その予測を立てることはどうも難しい。

およそ証券法規が何故必要であるかといえば、第一に詐欺防止規則のためであり、第二に強制的企業ディスクロージャー・システム(Mandatory Corporate Disclosure System)のためである。この第二の企業ディスクロージャーは、企業

に多大の費用負担と開示内容に対する責任を課するものであり、世界最初に強制ディスクロージャーを開始したアメリカは、強制ディスクロージャーそのものを否定して民間の任意ディスクロージャーで十分とする論文 (Sigler, Benston, Manne など) が堂々と発表される国柄である。これに対し、戦後米国に倣った証取法で市場を再開した日本では、それが天来のもののように観念されてしまい、無用論などは聞いたこともない。証券発行負担が過重であるか否かを繞り、SECと企業、学者、一部議員等とのせめぎ合いを半世紀も続け乍らディスクロージャーの強化を図ってきたのであり、小額免除の上限、登録届出後の待機期間、小企業向け簡易届出書、私募の許容範囲など多くの論戦の場があった。一方日本では、昭和四四―五年に時価公募発行に移行した後、論議の中心は利益還元、ディスカウント率、

親引けといったアメリカとはかけ離れた問題であり、発行費用それ自体とか、公開内容に対する責任などではなかったように思う。また、私募と公募の境界線については、平成四年の改正で「公募概念の見直し」が行われており、その後特に問題になっていないようである。また株式発行も近年は沈滞の極にある。

このように考えると、会社登録制度についてわが国は当分静観することになるであろうが、今後アメリカ資本市場がどのように変わってゆくのうか、矢張り関心を持ち続ける必要はあろうと思ふ。ニューヨーク、ロンドン並みの国際資本市場となつて再生することを目指す金融システム改革を実行中なのであるから、当然のことである。

さて、この諮問委員会報告書について、既に青木浩子氏が旬刊「商事法務」誌上において、^米 国証券開示規制の改正案の概要」という題で、今

年二月一五日号 (No. 一四八二) から三月五日号 (No. 一四八四) まで三回にわたり詳細な紹介を行っている。また、当研究所の証券取引法研究会国際部会においても「海外証券取引制度の改革」について平成八年九月から平成九年五月まで研究会が持たれて、アメリカの会社登録制度の導入もテーマの一つとなり、その研究成果が今夏「主要国における証券取引制度改革」(仮題)として発刊される予定である。したがって、本稿は諮問委員会報告の詳しい紹介・検討は必要ないものとして、提案が行われるに至った背景、従来のアメリカ公開会社増資手続にはどのような問題があり、会社登録制度に移行することによってどう改善されるのかを、主として報告書の付属資料 A (Appendix A) に依拠して考えてみたいと思うのである。

二、会社登録制度とは何か

(1) 提案にいたる簡単な経緯

会社登録制度 (company registration system) というのは、報告書の表現によれば「規程の進展の論理的帰結」なのである。その淵源はといえば、一九六三年 SEC 証券市場特別調査を指揮したミルトン・コーエンの論文「証券の眞実―その再検討」(一九六六年) の中の一節に遡る。「もし三四年証券取引所法が三三年証券法より前に制定 (同時でもよいが) されたのであれば、公募発行ディスクロージャー要件は流通市場ディスクロージャー (継続開示) を基礎にすることができた筈である。今や、そのような整合的ディスクロージャー制度が望まれる。」(大意)

「コーエンは整合 (coordinating) という言葉

を使ったが、その後統合 (integration) の語に置き代わって、延々とその努力が続けられる。しかし、わが国は幸い一つの証券取引法の中で発行開示も継続開示も規定されたから、事情が違うのであって、余りアメリカの経緯を追っても意味がない。

兎も角、一九六〇年代、七〇年代において、始め軽視されてきた継続開示が、流通市場拡大や社会的要請もあってぐんと強化され、企業の反発も強くなる。(この間、SECは2回も調査委員会あるいは諮問委員会を設置して報告書³⁾が発表された。)そして会社登録制度は、一九七八年、米国法律協会 (ALI) が作成、完成させた連邦証券法典 (Federal Securities Code) 案⁴⁾の中で完全な姿を表わす。

約一〇年の歳月をかけ、わが国でも有名な証券法学者ルイ・ロス教授がリポーターとなってSEC

厳格な開示と手続の重圧から可成り解放され、発行コスト低減と発行タイミングの柔軟性を獲得して今日に至っている。この統合開示・一括登録制の実施からもう一〇年以上経過し、従来の発行毎の登録 (transaction-based という) のやり方ではこれ以上どうにもならないし、また欠陥もあるので、会社登録制に移行することにより究極的な規制緩和を実現しようというのが、今回の提案である。

以上のように、今回の会社登録制度提案は確かに「論理的帰結」であるが、外にも近年のSEC規制体制は別の難問を抱えていたのであって、これも一挙に解決しようとしている。それは、SEC登録公募発行市場と非常に巨大かつ複雑性を増した非登録証券の私募発行市場および海外発行市場 (off-shore market) の三つの区分が、まことに不分明になっていることである。しかし、こ

C管轄の七つの証券関係法規を一本化したものであり、会社登録 (法典では発行者登録) 制によって発行開示と流通開示を統合することが最重要の柱であった。初めて証券分売が行われる場合、または総資産一〇〇万ドル以上で証券保有者数が五〇〇名以上の場合に会社登録が必要となる。いったん会社登録されると、開示要件、公開買付、内部者取引など全て同じ扱いを受けることになる。

この法典案について一九八〇年にはSECとの間で完全に合意されたにも拘わらず、惜しくも議会上程寸前の段階でレーガン政権の登場になり、棚上げになってしまふ。すると今度は、SEC自身の努力で一九八二年に発行登録届出書に新様式S-2、S-3を採用したことで統合化を実現し、八三年の規則四一五採用により一括登録を広く認めることになった。

こうして、アメリカ既公開企業は証券発行時の

の問題は本稿のもう少し先で扱うことにする。

(2) 会社登録案の素描

最初にごく簡単にでも会社登録制度案を説明しないと、話が進まない。

現行の、ある証券クラスの発行毎の登録を「取引ベース」と名付け、これに換えて新様式C-1による会社自体の登録に基づく発行 (会社ベース、company-based) とする。この様式C-1は、一定の適格会社が無期限の将来において随時発行しようとする各種証券の記述①、資金調達計画の概略説明②、および三四年法の継続開示のため既提出または将来提出される全ての報告書を組み入れた (incorporate) もの③、の三つで構成される。つまり一冊の書類でなく、将来の届出書、その修正も含むものなのである。取引ベースの一括登録の最初の登録では二年間を目処とする

発行計画が記載されるが、会社ベースでは無期限の将来がカバーされる。C-1登録時に僅かな(nominal)登録料を支払い、実際の発行時に発行規模に応じた料金(これも登録料という)を支払うことを誓約するのである。

いったん会社登録し、定期・随時の報告書を届け出ていけば、SEC事前審査無しに随時証券を売却できる。それだけならば現行の一括登録と同じであるが、C-1登録届出書の中に私募発行した証券を記載しておけば、それも三三三法の登録がされたことになって転売可能(料金必要)になり、あるいは売却制限期間が終了するまで登録することを待ってもよい。この結果、ガン・ジャンピング問題(登録発効前の勧誘行動の禁止)と私募発行における一般的勧誘にかかる諸問題が大方片付くのであるが、この辺のことも本稿の先の方で扱うことにする。

途、発行価格、分売プラン等であり、既にC-1届出書に記載があれば簡略化できる。②の情報が届出していない重要な会社情報であれば、一営業日から三営業日早く届け出る必要がある。このような手続にすることで、デュー・ディリジェンス調査を容易にし、情報を織り込んだ市場価格に基づく発行価格になるといふ。

目論見書の交付要件はどのようなかという、従来通りの正式目論見書でも良いし、様式8-Kで届け出た情報その他の情報を組み込んだ販売文書(selling materials)類似のものでも良い。委員会は六〇年前の法律制定時における目論見書の物理的交付義務の役割は、現在ではすっかり変わったとみている。実際には、目論見書が投資家の手に渡る前に投資決定が行われている訳である。(ブックビルディング方式ではそうなる)会社登録制の下では、発行前に当該発行と直近まで

さて、会社ベースにより実際に証券発行を行う場合にどのような手続になるかであるが、①当該発行の内容に関する情報、②直近の継続開示報告書届出以後に生じた重要な会社情報、および③料金、の三つが必要である。ところで、委員会の提案は、先づパイロット・プログラムで会社登録制度を実行することを勧告しており、手続を発行規模により四段階(発行済社外証券数量の3%以下、3%~10%、10%~40%、40%以上)に区分して、そこに差を設ける案になっている。ここでは3%~10%の通例的発行(follow-up transaction)で説明しよう。

①②の情報については、発行日までに様式8-K(臨時報告書)によって届け出る必要がある。それは登録届出書の一部になるから三三三法一条の民事責任を負うものになり、投資家保護の向上になる。①の情報は、証券の記述、手取金の使

の会社情報が届出られているのであるから、画一的に厳格な目論見書を強制するのではなく、各発行に相応する、また発行参加者の情報上の要望を考慮に入れた目論見書にすべきなのである。

(注)

(1) SEC, "Report of the Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Processes", July 24, 1996

(2) M. Cohen, "Truth in Securities-Revisited", 79 Harvard Law Review (1996)

邦訳(矢沢)「証券における真実―再検討」日本証券経済研究所刊「証券経済時報特別号 No.41」アメリカ証券取引法の基本問題「一九七四年四月」

(3) SEC, "Disclosure to Investors-A Reappraisal of Federal Administrative Policies under the 33 and '34 Acts" (the Wheat Report), April 14, 1969

SEC, "Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission" 1977

(4) American Law Institute, "Federal Securities Code, with Reporter's Commentary", 1980