

アメリカの会社登録制度案の背景（中）

中村俊夫

目次

- 一 はしがき
- 二 会社登録制度とは何か
 - (1) 提案にいたる簡単な経緯
 - (2) 会社登録案の素描
- 三 クリップキのこと
 - △以上第三八巻第五号▽
- 四 現行規制手続に起因するコスト
 - (1) 公募手続の直接コスト
 - (2) SEC審査による遅延と不確定性

△(下)につづく▽

三、クリップキのこと

アメリカのディスクロージャー制度が極めて厳格であることは世界的に有名であるが、一九八〇年代に入り、いろいろな手段で発行コスト負担を小さくする手を打ってきた。会社登録制度は、既公關会社の発行コストをさらに軽減するのが第一の目的であり、諮問委員会報告書の付属資料Aの中で、現行登録制度では直接、間接にどれ程のコストが掛かるのかを分析している。SECスタッ

フが作成した近年の発行実績に基づく表は、貴重な参考資料であるから併せて紹介したいが、実は少々その前に脱線してみたいのである。

アメリカの著名な証券法学者であるクリプキ (Homer Kripke) が一九七九年、全編あげて SEC 批判である「SECと企業ディスクロージャー」⁽¹⁾と題する本を出した。全二六章三三四頁とかなり分厚い本であり、副題を「Regulation in search of a Purpose」、無理に訳せば「規制の目的を検討する」となるが、著者の云わんとするところからすると「目的不明に陥っている SEC 規制」とすべきであろう。ディスクロージャーにつき SEC が関与する凡ゆる分野で、SEC は古いイデオロギーに束縛され続け、オーバー・レギュレーションを行っていることを鋭く攻撃した。

クリプキは決して強制ディスクロージャー無用であって、「多くの創造的な解釈が証券法を長年かけて美しく飾ってきた。」と語る程迎合的であった。

外部から登用された十分な知識の無い SEC 委員では、そのような神学をコントロールできない。ディスクロージャー関係スタッフは強制ディスクロージャー制度に絶対的信仰を持っており、それは彼らにとって本来的に善なるものであり、有用であり、多い程良いのである。なぜなら、一九三〇年代に誰も異議なく承認されたし、今でもそうであって、疑問を抱くならば SEC が過去に行った誓約が反故となり、ディスクロージャーに全精力を捧げている真面目な人間を荒廃させることになるからである。(同書第一編第一章「SECを語る」の主旨。)

この本の序文によれば、クリプキが著作を思い立ったのは一九七二年で、七五年に草稿がほぼ完

論者ではないが、彼によれば大恐慌後の証券法制定の時期から四〇年以上も経ち、経済理論も(例えば効率市場仮説)、証券投資を取り巻く環境も、投資情報利用の仕方(例えば目論見書)も大きく変わったのに、法律家スタッフに占拠された SEC は古いイデオロギーによって硬直した儘なのである。証券発行における登録届出や私募免除、転売制限につき、根拠も無しに「コメント」や「解釈」を濫発して巨大な迷路 (maze) を築き上げたのであり、それは制定法上正当化できるものではないのであるが、それを支える一種の神学を編み出して担当 SEC スタッフが司祭職 (priest-hood) になり終えた。SEC 委員長はその間数多く変わったが、誰もこれを覆すことができなかった。マニエル・コーエン委員長(一九六四―六九)などはむしろ、SEC 法律顧問、企業金融局長であった時代に「解釈」体制の大家

成した。しかし、たまたま「SEC 企業ディスクロージャーに関する諮問委員会」のメンバーに任命されたため、出版を中止するか委員会の成果を取り入れた本にする心算であったが、全く期待に反して成果が上がらないので、反対意見 (dissent) を表明して出版に踏み切ったわけである。また、実務上 SEC スタッフと相談するなど面識を持っている法律家では SEC に挑戦することができず、自分のように SEC に距離を置き、引退も近い者が率直に物が云えるのだとも書いた。

本稿は、この著作の内容に立ち入るのではない。この時期は SEC のディスクロージャー推進に企業の反発が高まり、SEC の発行規制も方向転換が必要になってきた。八〇年代以降いろいろな規制緩和に取り組んだが、それには一定のパターンがあり、決して規制方針の転換でなく、新しい SEC 規制(セーフハーバー・ルールを含む

む)の採用や新届出様式の追加(例えばS-3)の形をとる。このため、SEC発行規制体系は大へん複雑になって、専門家以外は手に負えないようになつた。

要するに、クリプキのいうように規制方針そのものの転換は、出来ない相談なのである。SEC登録を行い、登録発効後に目論見書を配布して始めて一般に投資勧誘できるとすることが投資家保護の三三年法の柱石(corner stone)であり、これを逸脱することはできない。その厳格な施行にSECの存在意識がある。登録を回避することになる私募発行の免除には厳格に対処して、SEC登録するように仕向けなければならないことになる。そこで数少ない制定法条文の解釈、判例、「ノー・アクション・レター」が膨大に積み上がった。SECが関係者のコメント勧誘のために配布する規制緩和のための新規則提案リリース

は、何時も従来の方針の転換ではなく、矛盾せず、両立するものである旨が延々と記述されるので、非常に長文になるのである。

諮問委員会の会社登録制度案も、このSECの基本方針の変更を求めない。新規公開発行(IPO)に対する規制は従来通りのその儘とし、既公開会社の発行(repeat offering)をいっそう容易にし、コストを低減しようとする。(目論見書配布要件について前回述べたように変更を提案した。)問題は私募免除である。委員会は、公募、私募、オフショア市場が分断され乍ら実際には合体化している現状、その悪影響を懸念し、そのよ

うな人工的区分を温存しようとしな

い会社登録の新規制モデルが、米国民に証券法の保護を広く与えることになるということを、会社登録制度導入の長所の一つに数える。

しかし一方、全面的な登録公募発行への移行を

勧告するでもない。公開後二年以上の大型既公開会社の自由参加である会社登録パイロット期間中、様式C-1登録後も私募その他取引の登録免除発行、オフショア発行を、従来通りの規制下で企業が自由に選択して良いとする。私募発行は、登録の諸負担の回避だけでなく開示内容への責任が軽いなどのメリットがあり、全面的移行を強調すれば、企業の会社登録への参加を逡巡させるかも知れないと委員会は危惧した。したがって、パイロット期間中は自由な選択に任せ、公平なテストの機会にしようというのである。

ただし、会社登録後の実際の各証券発行に対するSEC審査については、ごく一部の例外的な発行を除き、全廃することを提案した。例外的発行というのは議決権40%以上に当たるような大口発行などである。既公開会社の発行審査はかなり以前から抽出審査になっており、次節掲載の表2

に見るように、一括登録S-3様式による届出では一六%程度である。例え少しでも審査を残すことが、不適当なディスクロージャーの抑止力になるという意見を退けて、三四法報告書(継続開示)審査が行われているので十分とする。以上のように、諮問委員会提案は従来のSECの規制方針を踏襲するものであるが、ごく僅かとはいえ、変更を迫っていることになる。

四、現行規制手続に起因するコスト

(一) 公募手続の直接コスト

諮問委員会は、SECのいろいろな努力特に統合開示・一括登録の採用後においても、規制手続に起因するコストと内在する不確実性により、国内資本形成が阻害されていると主張する。コス

アメリカの会社登録制度案の背景 (中)

表1 1993~95年普通株公募発行の典型的費用

	登録様式	件数	(中位数)		(中位数)		合計
			発行額 (100万ドル)	引受スプレッド	費用 (a)	市場価格からのディスカウント(b)	
国内発行者によるIPO	S B-2	408	\$6.1	10.0%	7.4%	11.5%	28.9%
	S-1	1,201	30.1	7.0	2.3	7.1	16.4
	S-2, S-11	100	131.7	6.5	1.8	1.1	9.4
	小計	1,709	24.0	7.0	2.8	7.1	16.9
国内既公開発行者による増資	S B-2	99	7.9	9.0	4.5	5.4	18.9
	S-1	468	32.0	5.5	1.3	2.4	9.2
	S-2, S-11	192	20.4	6.0	1.7	2.3	10.0
	S-3, 非一括登録	751	59.1	5.0	0.6	0.7	6.3
	S-3, 一括登録(c)	136	77.6	4.6	0.4	0.0	5.0
小計	1,646	44.8	5.3	0.8	1.2	7.3	
外国発行者	F-1, F-2, F-3	214	65.1	5.1	2.1	1.3	8.5
総計		3,569	\$32.5	6.8%	1.8%	2.8%	11.4%

(原資料—Securities Data Corp., 総額買取引受発行のみ)。

(注) (a)費用はSECおよび州登録料, 上場手数料, 弁護士料, 会計士料, 印刷費, その他の費用。(b)公募価格と発行日の取引最終価格の差の%表示。(c)一括登録では何度もテークダウンされるため, この欄は最初の普通株テークダウンにより計算。

表1b 1993~95年発行金額別国内既公開発行者増資の典型的費用

発行額 (100万ドル)	登録様式	件数	(中位数)		(中位数)		合計
			発行額 (100万ドル)	引受スプレッド	費用 (a)	市場価格からのディスカウント(b)	
\$20.0~ 49.9	S-1	167	\$32.4	5.5%	1.2%	2.3%	9.0%
	S-3, 非一括登録	226	34.7	5.5	0.8	1.2	7.5
	S-3, 一括登録	28	33.8	5.0	0.7	0.0	5.7
\$50.0~ 99.9	S-1	99	62.1	5.0	0.7	1.1	6.8
	S-3, 非一括登録	250	66.9	5.0	0.5	0.7	6.2
	S-3, 一括登録	49	72.2	5.3	0.5	0.0	5.8
\$100.0~ 199.9	S-1	31	125.9	4.5	0.3	1.4	6.2
	S-3, 非一括登録	135	128.1	4.0	0.3	0.5	4.8
	S-3, 一括登録	30	130.8	3.5	0.3	0.0	3.8

(原資料—Securities Data Corp., 総額買取引受発行のみ)。

(注) (a), (b)前表の注と同じ。

トには直接的なものと間接的なものがあり、さらに現行手続を防衛するための複雑、曖昧な法的区分の結果であるコストもある。また、大恐慌後の時代の産物である現行規制システムは、今の市場の変化、金融技術の進歩、投資家のニーズが考慮されていない。このような各種改善すべき箇所を現状を分析し、会社登録制度への移行の必要を立証しようというのが報告書付属資料Aである。今回は、発行コストとされるものの中、直接コストに数えられる部分を紹介しよう。

さて、アメリカは国内資本形成で直接投資が重視される国であるから、証券市場を通ずる資本調達のコストは何時も注目されてきた。昔はSEC自身で登録発行コストを調査・発表していたと記憶するが、一九六〇、七〇年代の株主割当発行から引受公募発行への移行の時期には、二つの発行方法におけるコスト比較が学者の手で盛んに行わ

れた。近くは、一九九〇〜九四年の資本調達コストにつき、四人の学者の手になる研究論文が発表されている。

今回の報告書で用いた、表1の一九九三〜九五年度の三年間の普通株公募発行費用はSECスタッフが作成したもので、数字で表わされる絶対額として引受料(スプレッド)、諸料金(登録料その他であり注記参照)および発行価格と市場価格との差(ディスカウント)の三要素が算出・表記されている。また、それらは使用した登録届出様式別になっており、この点は学者の研究ではなし得ないところである。

この表をみると、既公開会社株式発行平均コストは七・三%であるが、届出様式の違いにより大きな差がある。S-1届出では九・二%であるが、S-3届出では非一括登録で六・三%、一括登録の場合には五%と低下する。参照・組込方式

表2 1994~95年普通株引受公募発行登録届出の典型的経験

	登録様式	件数	平均登録額 (100万ドル)	発効までの平均所要日数			SECの 審査比率	平均修正 要求回数
				SEC の日数	発行者 の日数	合計		
国内発行者 による IPO	S B-1, S B-2	122	\$ 20.3	42.6	61.1	103.7	100%	3.3
	S-1	641	66.4	38.9	39.3	78.1	100	3.2
	S-11	42	198.8	45.5	60.0	105.5	100	4.0
国内既公開 発行者によ る増資	S B-2	64	24.2	23.8	44.5	68.2	54.7	2.4
	S-1	310	70.3	16.7	35.4	52.2	33.5	1.8
	S-2, S-11	79	67.7	15.6	36.5	52.2	24.1	1.9
	S-3, 非一括登録	416	111.1	9.3	22.8	32.1	13.9	1.2
	S-3, 一括登録*	486	284.1	17.5	36.3	53.7	16.0	1.1
外国発行者	F-1, F-2, F-3	117	205.4	17.0	45.3	62.4	78.6	2.4

(出所) SEC 企業金融局 (地方事務所への届出を除く。)

*——一括登録届出書では、SEC スタッフ審査は最初に届け出られた届出書に限定される。

では当然諸料金が安くなるし、特に一括登録の
テークダウンではディスカウントがゼロ(○・
○)になるからである。

しかし、発行コストは発行規模によっても影響
がある筈であるから、これを考察するのが表1b
である。ここでも、S-1一括登録のコストが最
低であることは変わらない。例えば、五千万ドル
以下の小型発行でS-1届出は平均二・三%の
ディスカウントが行われるが、S-3一括登録は
ゼロである。

結局、会社登録制度の下では、S-3登録資格
に限定されない多くの企業が、一括登録の場合と
同様に一番適したタイミング ("just-in-time")
で、好む額の発行を行うことができ、従来より低
コストの資金調達が可能になるとするのである。

(2) SEC 審査による遅延と不確定性
前に触れたように、会社登録制度の下ではSEC
C 審査を全廃しようとする。これは、どのような
根拠をもって主張したのであるか。

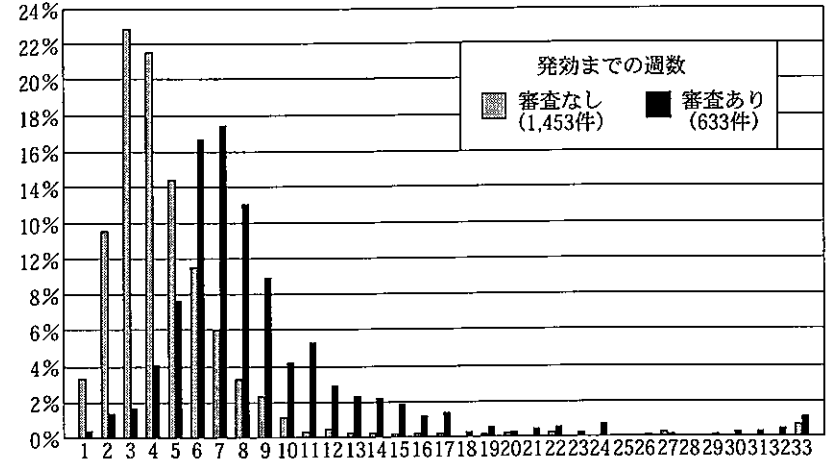
登録届出の後、SEC が発効を宣言するまで期
間があることは、発行者にとってコストである。
この待機期間中に市場が変化して、発行の機会を
逸するかも知れない。(一括登録のテークダウン
では補足目論見書の審査はない。) 審査によって
届出書類の修正を命じられると、その期間は長く
なる。このため、発行会社はしばしば、SEC 審
査に掛かる場合と掛からない場合の二通りの日程
表を組むという。発行機会を逸すれば発行中止に
追い込まれるかも知れず、そのような不確定の存
在それ自体のために、登録発行を断念するかも知
れない。

表2が、一九九四―一九五年の二年間の審査が行

われる頻度と待機期間の平均日数を、届出様式別
に表わしている。SEC 審査比率はS-1届出書
の場合六件に一件の割合、全届出様式平均で約三
分の一という頻度になる。待機期間は既公開会社
の場合約二ヶ月以下であるが、図にみるように、
抽出審査に掛かった場合、三ヶ月以上に及ぶ場合
がかなりあることが分かる。待機期間が長くなる
のは、SEC 審査手続の理由だけではない。最初の
の届出書類に大きな欠陥があったり、届出後に発
行方法の決定を遅らせたり、変更する場合、三四
年法報告書が未審査であったりする場合等であ
る。

企業が大中なりストラを行うような場合は、I
POの場合と同様に、新会社が出来たようなもの
で審査して十分な開示を要する。しかし、S-1
届出適格会社のようにアナリストが株価と企業情
報を常時注目している場合には、流通市場開示の

図 1990-94年既公開会社普通株発行の審査別待機期間分布



(注) NYSE, Amex, Nasdaq 上場企業。

表3 1993~94年時価資本額別・審査別の届出より発効までの典型的株価変化 (NYSE, Amex, Nasdaq 上場発行者の引受公募990件を対象)

発行前時価 資本額	発行者株価の対市場全体価格変動比 (%)				
	中位数		平均		
	無審査	審査	無審査	審査	差
1億ドル以下	-7.0%	-8.9%	-6.9%	-7.4%	-0.5%
1億ドル以上	-1.8%	-1.2%	-1.3%	0.5%	+1.8%
差			-5.6%	-7.9%	

(注) 価格変動比率 (%) は、届出前日から発効日までの期間により算出。

アメリカの会社登録制度案の背景 (中)

様式一〇一K報告書その他の報告書がスタッフ審査を受け、三三年法第一一條(虚偽の登録届出書による民事責任)が十分な開示を保証している。虚偽のまたは誤解を招く記述のため修正を命じられてコストを要したか、SEC審査または法的責任の真れのため正確な開示を事前に行ったためにコストを回避できたかを、数字的に確かめるのは難しい。

そこで委員会は、審査により投資家が恩恵を受けているか否かを、審査期間中の株価動向によって調べようとするのが表3である。「審査なし」と「審査あり」に分けて、審査中に投資家のため不利な情報の公表が強制されたとすれば、株価は低落する訳である。これで見ると、「審査あり」と「審査なし」とで統計的に有意な差は無かった。継続開示が行われる以上、審査されてもその期間に重要な会社情報を出さねばならないこ

とは無いのだと、委員会は考えるのである。したがって、発行案件の開示 (transactional disclosure) と定期的報告書の審査が従来通り行われる条件の下では、大型既公開会社は大抵の場合、登録届出書審査を廃止して、審査によるコストと不確定性を除去できるとしたのである。

(続く)

- (注)
- Homer Kripke "The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in search of a Purpose", Law and Business Inc., 1979.
 - この種の研究論文については、当研究所刊「機関投資家と証券市場」第二章「株主割当発行の特異性」パッドブックと「パズル」(平成九年一月)を参照されたい。
 - Lee, I., Lockhead, S., Ritter, J. & Zhao, Q. "The Cost of Raising Capital", The Journal of Financial Research, Spring 1996.

(なかむら としお・当研究所主任研究員)