

# アメリカの会社登録制度案の背景(下)

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

△以上第三八巻第五号▽

### 三 クリプキのこと

### 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

△以上第三八巻第七号▽

(3) 一括登録で治癒されていない部分

(4) 現行規制手続より生ずる間接コスト

ガンジャンピングの問題

合算原則と一般的勧誘原則

転売制限―法定引受人と関係者

### 五 目論見書交付要件の必要性

あとがき

(承前)

(3) 一括登録で治癒されていない部分

前回では、現行登録手続の下における株式発行の直接コストの問題が扱われた。当然のこととして、登録様式S-3による一括登録を行ってテークダウンする場合は最もコストが低い。表1によれば、様式S-1では九・二%であるのに対し、一括登録テークダウンではその半分に近い五%となる。(大型発行では六・二%に対し三・八%。一表1b)

それでは、一括登録の利用可能範囲を拡げれば良いのかというと、そうではなくて、一括登録制によっても未だ治癒されない基本的な欠陥があり、会社登録制でなければ解決しないと諮問委員会は主張するのである。

この主張を検討する前に、一九九二年一〇月に

アメリカの会社登録制度案の背景(下)

テークダウンに際してのみ、目論見補足で特定の証券とその発行額が明示されることになる。なぜ証券種別発行額の事前届出が問題かという点、株式発行の予告は、第一に市場におけるオーバハング(overhang)株式供給増の脅威の切迫)を齎らすこと、第二に市場の方で経営者が会社株価がピークを迎えたと判断していると見るために、株式売却上悪影響が出るのである。このため、企業はたとえ一括登録であっても株式登録発行を嫌がる傾向が出る。一九九一年中の様式S-3による一括登録届出は全部で二、〇〇〇億ドルに達したが、そのうち普通株は僅か三億ドルで、他は全て株式への転換権のない社債か優先株であった。そこで諮問委員会は、九二年改正後事態が改善されたかどうかを調査した。

表4の証券種別による一括登録利用度集計によると、九二―九五年の四年間の普通株総公募発行

行われた一括登録制度改正に触れておく必要がある。一括登録採用後一〇年経ち、SECは評判の良い一括登録の利用拡大に乗り出した。様式S-3登録利用可能な企業は、①継続開示期間の要件を三六ヶ月以上から一二ヶ月以上に短縮、②公衆保有議決権株式時価総額の要件を一億五千万ドル以上から七千五百万ドル以上(株式流通取引高の代替要件は廃止)に緩和し、③投資適格の非転換証券(アセット・バック証券を含む)の発行にも広く利用可能にした。このような変更により、従来の利用適格社数一、五〇〇社が三〇%増え、四五〇社が新たに利用可能になった。

しかし、本稿では、これと同時に採用されたもう一つの改正が重要なのである。それは、発行予定の証券種別発行額を届出書類で明示する要件を無くして、(債券および/または株式の)予定発行総額を記載すれば良いことにしたことである。

表4 証券種別・年次による一括登録利用度

証券種別	1992-95年公募発行 累積高(億ドル)		一括登録テークダウン比率			
	一括登録 テークダウン	種別合計	1992	1993	1994	1995
普通株	168	1,561	3%	9%	15%	15%
優先株	440	894	38	47	60	65
社債	6,611	16,487	48	45	39	33

(資料) Securities Data Corp., 取取引受(best efforts)発行、私募発行、IPO、アセットバック証券を除く。

額のうち一括登録テークダウンの比率は約一〇%であった。年毎の比率でみると九二年の三%から九四、九五年の一五%へと増えたから、九二年改正が多少成功したと評価できるが、優先株や社債の場合に比べて依然市場オーバーハングの虞れが解消されていないと諮問委員会は考える。

諮問委員会委員のハップロス博士(電子会社社長、前ポストン連銀議長)が提出した資料によると、オーバーハングの影響は小型会社の方に強く表われる。五千万ドル以下の既公開会社普通株発行(ほとんど非一括登録、一九九四年八月までの五年間の一四〇一件対象)は、登録届出時から発行時までの間に、会社株価は平均六%低下していた。これは、前回は掲げた表3の分析とほぼ同じ結果であり、大型企業では左程の影響が出ない。アナリスト達は一般に小型企業に関心を払わず、経営者の見解は市場に知られていない。

り、現行の一括登録発行のような長期のオーバーハングが避けられるとする。九四年一二月末の状況で、普通株を含む非明示一括登録の最初のテークダウンの五八%が様式S-3登録後六〇日以内で行われており、三九%が四〇日以内で行われていた。

これ以外にも、一括登録でなお治癒されず、余計なコストになる部分として、①登録料の問題、②二四ヶ月以内に予期される売却証券(金額)の登録という制限、③「流通市場経由」発行(over-the-market offering)における諸制限、④「完全目論見書」の交付前の売却禁止、⑤企業買収の際の発行に利用できない、などがあるとするとする。

#### (4) 現行規制手続により生ずる間接コスト

以上までのところは、アメリカの現行公募登録手続が直接コストとして企業に対し余計な負担を

博士によれば、登録届出により増資を公けにすると、株価下落を見越した裁定者(arbitrators)の空売りを誘発し、彼らは発行時の低くなった株価で買い戻す。このような裁定活動の虞れのため、過去に何度もオフショア(国外)発行を行ってその株式を登録したという。また別な上場会社増資のサンプル調査<sup>1)</sup>によれば、届出から発行までの空売り残高は、届出前に比べて三倍になっていた。諮問委員会スタッフが聴取したところによっても、証券業者は発行者に対して、九二年改正後の証券種別明示のない発行予定金額だけの一括登録であっても、大型企業や既に大量増資の意向を表明している企業でなければ、普通株登録発行を勧めないという。

そこで諮問委員会は、会社登録制度が採用されれば、実際の証券発行と同時の様式8-K(臨時報告書)の届出によって市場に通知することなく課していること、それが一括登録採用でも解消されていないと諮問委員会が主張している部分である。次にはもっと視野を広く取り、私募・転売を含む発行手続規制の全体において、発行者(または転売者)が遭遇している各種の制約を検討し、それらが不要なコストであって、企業財務活動の柔軟性を損じているから間接コストであると断定し、会社登録制度であればこの種の制約が回避できると主張する部分になる。此処まで来ると、クリプキのいうSECが構築した行き止まりの多い巨大な迷路に少々分け入ることになる。

クリプキは神学といったが、一般にアメリカの法律学者は「形而上学」(metaphysics)と名付けるようである。古代ギリシャの哲人の言として伝わる断片から後世緻密壮大な哲学に到達したことに擬して、SECが、三三年証券法の僅かな条文(第二条から第五条の四ヶ条ノ)から完璧を追

い求め、矢鱈に複雑で束縛の多い規制体系を作り上げたことを揶揄しているであろう。いや憤慨しているのである。実際アメリカの「証券規制」と銘打つ書物を見ると、登録発効前の勧誘とか、公募と見做されず登録免除により発行・売却ができるか否かといった問題を論ずる箇所が異常に長い頁数を占める。しかし、大方の読者には退屈かも知れないので、本稿は深入りせず付属資料Aの簡潔な記述に沿って話を進める。

#### ガンジャンピング問題

最初に公募手続に関してであるが、登録届出前および発効するまでの待機期間中の勧誘行動を違法とする、ガンジャンピング (gun-jumping) は、これは beating the gun ともいいスピード競技におけるフライングに相当<sup>(5)</sup>の問題である。これが行われたとSECスタッフが見做すと、その

影響を緩和するため発効を遅らせることがある。

(証券購入者は買付を無効にできる。) 昔から訴訟を交えた論議的になり、法を厳密に解釈しようとするSECと業界との間の小競合いの場となつて、幾つかの規則が調整のために必要になった<sup>(6)</sup>。

発効の延期は、発行のタイミングを狂わせるため余計なコストである。問題は、違法な勧誘活動と正常な会社情報の公表との間に明確な区別が付け難いため、証券発行計画中および登録過程の企業がディスクロージャーを遅らせたり制限せざるを得ないことである。流通市場に届くべき必須の会社情報が滞る事態は避けなければならない。会社登録制度ではほぼガンジャンピング問題の心配はないが、なおかつ、諮問委員会は三四年証券取引所法届出に基づく開示が阻害されないことを要求した。

#### 合算原則と一般的勧誘原則

SECは、三三年法登録が要求される公募と登録が免除される私募 (private placement) の境界を設けるに当たり、いろいろの技巧や概念を展させてきた。何分にも、私募について制定法には「公募を含まない発行者による取引」(第四条(2)(c)) という文言しかなく、公募の定義もない。したがって、意図的に登録義務を逃れる発行者を捕捉するために考え出された技巧、概念であり、それに基づいて幾つかのSEC規則の制定を伴いながら、巨額の私募発行が現に行われている。しかし、実際は極めて法的に不確定であつて資本形成を阻害しており、余計なコストを課しているというのが諮問委員会の見方である。そのような境界は、登録手続により提供するものと同等の情報を常に市場に提供している既公開会社の場合、果して必要なのかと疑問を呈する。

SECが案出した技巧ないし概念の一つが、「合算原則」(integration doctrine) といわれるものである。複数の別な発行がそれぞれ登録を要しない発行であっても、合算して単一の発行と見ると登録届出すべきものかも知れない。SECは一九六二年、合算のうえ単一の発行と見做される要素として次の五つをあげた。<sup>(6)</sup> ①同一の資金計画、②同一クラスの証券発行、③同時期の発行、④同種の対価、⑤同一の目的、であること。③の発行時期の問題は、後に六ヶ月以内のものとしてされている。

この合算原則はセーフハーバー(安全港)・ルールであり、同時または前発行から六ヶ月以内の私募発行を行う場合には細心の注意が必要になる。登録発行との合算もあり得るし、頻繁に資本調達を行う会社は特にそうである。小規模の買収を証券対価で行う会社も同様である。

次には、登録手続を経ない証券を広汎に勧誘してはならない(広告、セミナー開催など含む)という「一般的勧誘原則」(general solicitation doctrine)の問題がある。このため、私募発行を予告する情報でも厳に慎まなければならないことになる。しかし、既公開会社の多額の分売、嵌め込みは特に普通株の場合、株主や市場にとって重要な情報である。一九九四年になってSECはやっと、発行者名、証券、額など最小限の情報発表を勧誘とは見做さないことにした。<sup>(8)</sup>しかし、実際は私募のニュースは第三者、格付機関などから市場や潜在的買付者に対して常時伝わっているのが現状である。(ニュース源が発行者であってはならない。)

SECスタッフは、登録届出書の提出(一括登録を除く)それ自体でも一般的勧誘と見做すから、登録発行のための届出中またはその後の同種

証券の私募発行は一般的勧誘原則に抵触するかも知れない。届出後に公募発行を取り止めた時でも、それは生じうるのである。またSECスタッフは、私募免除に基づいて適切な買付者勧誘を行った時でも、その売却を後から登録のため届け出るならば、単一の取引とされてガンジャンピングの禁止に抵触すると見る。この種の問題は、発行前の関心度合を知るための勧誘(test the water)や買付確約を得た後の登録届出でもすべて起こる。SECスタッフから見ると、発行・売却はすべて公募か私募の何れかであり、私的勧誘による売却の登録は、「買付投資家から登録による保護を奪っている」のである。

諮問委員会は、経済的実質が違わないのに、登録免除の有効性が取引構成の僅かな相違により左右されるのは変な話だという。合算原則にしても明確な基準がないのであり、企業の方は、形式的

解釋を満たすため取引構成に腐心するなど、多額の弁護士料負担や発行遅延を余儀なくされている。結局、合算原則も一般的勧誘原則も不必要に資金調達活動を複雑にしている。既公開会社であれば、登録手続が市場に新しい情報を提供するとはなく、このような原則は登録手続の「神聖」(sanctity)を温存する必要を正当化しているだけである、と厳しく批判した。そこで、最初は会社登録パイロット適格会社につき、公募でも私募でもこのような原則を適用することを止め、将来は小型会社に対しても(或いは追加的保護措置が必要かも知れないが)そのように扱うべきだとした。

#### 転売制限——法定引受人と関係者

アメリカの証券法は、「引受人」の定義(第二条一一号)が投資銀行以外の者を包含するので複雑な問題を惹起している。「発行者、引受人、

ディーラー以外の者の行う取引」(第四条(1))は登録規制の適用除外であるが、私募で取得した証券(restricted securities—制限付証券)を投資家が売却するときでも、登録が必要かも知れない。発行者を支配する者、支配される者、共通の支配関係にある者(以上「関係者」——affiliates)がその(公募・私募)証券を売却するときも、登録の必要性に配慮しなければならない。こういった制約は、証券交換で買収した会社の関係者にまで及ぶ。つまり、関係者または私募参加者を通じて発行者が一般投資家に広汎に分売する虞れのため、引受人の定義を広く解釋して登録制度を保護しようとしている訳である。

諮問委員会は、SECが規則第一四四四条(引受人とされない条件)および第一四四A条(機関投資家への私募)の制定を通して従来余りに窮屈であった転売規制を限定したことを評価するが、

転売規制を遵守するための負担が大きく、また依然として不明確であるとする。発行者が転売の登録を行ったところで、市場にとって新しい情報が提供されることはない。現行規制では、支配する者にとって第一四四A条遵守のコストが掛かり、関係者とされる会社役員、大株主が甘受している流動性の低下を償うものではない。また、証券交換で買収した会社の関係者に転売制限を課すことは、証券交換買収の魅力を損じ、買収側と被買収側の双方にコストが掛かる。

発行者、関係者ばかりでなく、機関投資家もポートフォリオの制限付証券の量を監視し、制限しなければならぬ。売却するに際しては、当然第一四四A条と第一四四A条の遵守が要求される。同種の登録発行証券と一緒に組み入れられていると、いっそう面倒である。

会社登録制度は、このような制約の必要を排除

開示書類の交付の値打ちについて多くの人が疑問を感じているとする。その書類たるや、投資家が望んでる種類のものではなく、読むのも理解するにも困難であり、訴訟を念頭に作成したお役所風のものである許りか、投資決定がされた後に交付されるのである。これと対蹠的なのが、第一四四A条に基づく私募で用いられる勧誘文書であり、詳細な開示要件がなくても有用な情報が投資決定の前に投資家に提供されている。この経験からみて、明確な交付要件を定めなくても、有益な情報提供は可能なのである。

現行規則手続の下では、登録届出書の提出とそれが発効するまでの待機期間に、引受業者は投資家の意向を探ることができる。その際、予備目論見書以外は書面のもので一切使えない。登録が発効して始めて完全目論見書が投資家に交付され、その時に販売文書も配布されて売却確認書も送ら

しようとする。パイロット期間中、登録免除の制限付証券を発行する意味が無くなるので、転売制限が適用される可能性も減る。したがって、登録制度監督のためのこれらの法的概念を遵守するコスト、抵触するリスクが回避されることになる。

## 五、目論見書交付要件の必要性

報告書は、登録発行における目論見書交付要件を資本調達上のコストとして扱っている。コストであることは間違いないが、登録発効後に法定の目論見書を交付しなければ証券を売却できないとする第五条こそ、三三年証券法全二六条の中心的规定なのであるから、本稿では独立の節にしよう。

諮問委員会は、発行者に関する全ての情報が三四年法届出により提供されている現在、強制的な。この経過の中で口頭での販売行動は許されるから、現行システムは口頭勧誘を奨励しているようなものであり、投資家に有益な発行条件を記載するターム・シートなどが行き渡らない。つまり、予備目論見書が使われないケースでは、完全目論見書の交付は売買確認と同じ頃になる。

このように見てくると、発行者が投資家のニーズに合った文書の提供が不可能であり、投資家が目論見書を受け取るのが投資決定の後という変則的事態なので、目論見書交付義務の本末の目的が失われたと、諮問委員会は結論する。

さらに又、目論見書補足（発行価格情報など）のSECに対する届出は、投資家へ交付した後の二日後でも良い。一括登録テークダウンでは、口頭ですでに業者から投資家に知らされても、市場には伝わっていない。そこで、流通市場の投資家は重要情報を知らずにその時期に投資しているこ

とになる。それは効率的市場が成立していないことになり、なぜそうなるかという点、発行発行規制が証券応募者への情報に焦点を合わせており、市場の方に目を向けていないからなのである。

諮問委員会の会社登録提案では、目論見書交付要件を発行規模の発行済株数に対する割合で區別を付け、二〇%以下の通例的発行では法定目論見書に代えて販売資料でも良いとする。また、二〇%以上であっても、自衛力認定投資家 (accredited investor) には目論見書交付に伴う不必要な負担を軽減し、投資家がより有益な情報をタイムリーに受け取れることになるとする。

### あとがき

本稿は、会社登録制度提案の背景となっている現行規制上の欠陥の指摘と、会社登録に転換する

ことで如何に欠陥が是正されるかを記述する付属資料Aを、一通り紹介する予定で書き始めた。しかし、以上までで可成り長文のものになった。

付属資料Aは三部建てで、第一部が短い「序文」、第二部が「現行登録手続に起因するコスト」、第三部が「市場と発行過程に生じた変化および投資家への影響」、である。本稿は第二部の紹介で終わっているが、一応独立した読み物になっていると思うので、第三部の紹介は別な機会にしたい。

第三部が、アメリカ発行市場で生じた多くの変化について、発行規制の在り方に関係するものやそうでないものを含めて取り上げている。中でも発行市場が、公募、私募、オフ・ショアに分かれ乍ら相互に関連することの指摘が興味があるが、さてそれでは会社登録制度が導入されるとそこで何が起るかを想定するのは大変難しい。SEC

### アメリカの会社登録制度案の背景 (下)

の正式提案が今だに行われぬが、その正式提案に業界がどう反応するのか見たいものである。

#### (注)

- (1) 報告書付属資料Aの注一三参照。一九八八年採用のSEC規則一〇b-iiが、届出日から売却日までの期間の株式空売りを禁止したが、それは公募株取得による買戻しに限定して適用される。九六年二月レギュレーションM第一〇五条が採用され、その空売り禁止期間は、現在では発行価格決定前の五日間になっている。
- (2) 一括登録届出において、一たん納付した登録料は返還されない。会社登録制度であれば、発行の都度その額相当分のみを納めることになる。
- (3) 固定価格による発行でなく、取引所施設またはマーケット・メーカーを通ずる売却である。一括登録でも認められるが、引受人を通じ、議決権株式では浮動株の一〇%以内でなければならぬ。
- (4) 三三年法SEC規則第一三七条、第一三九条。
- (5) 一九八〇年に第四条(6)が挿入され、五〇〇万ドル以下の自衛力認定投資家への申込・売却が適用除外取引とされた。

- (6) SFC's "Non-public Offering Exemption", (No.33-4552), November 6, 1962. レギュレーションD, 第五〇二条(a)。

(7) レギュレーションD、第五〇二条(c)。

(8) 三三年法規則第一三五C条 (No.33-7053), April 19, 1964

(なかむら としお・当研究所主任研究員)