

一九九八年SEC「航空母艦」提案について(上)

―会社登録制度からの後退・公募と私募の狭間―

中村 俊夫

私募という奴は、特に公募に関連する場合、君の健康に危険かも知れない。(競技場ルールが分かれば別だが。)

スタンレー・ケラー

一、はしがき

アメリカの証券発行規制の全面的改革案をSECが何時発表するのか、業界の注目の的であったが、予定より大分遅れて一九九八年一〇月二五日に発表された。SEC自ら「航空母艦」提案⁽¹⁾

(“Aircraft Carrier” Proposals)と名付けたのであり、改正箇所が広汎に亙るので、各種多数の航空機を搭載した巨大艦の意味である。CCH社編集のレリーズ頁数で四〇〇頁近くの分量がある。一九九九年四月五日までをコメント勧誘期間とし、じっくりと腰を落ち着けて、年内の採用を目指すという。

この改革案について何か物を書こうとすれば、どうしても長い前置きが必要になる。SEC自身の説明によれば、三三年証券法の下における発行規制体系を、投資家保護を損うことなく、近代化

し、明確化しようとするものであって、次の五つの主題を包含している。

- ① 登録制度の改革
- ② 発行の際のコミュニケーション
- ③ 目論見書交付要件
- ④ 私募発行と公募発行の統合
- ⑤ 三四年法報告書

「近代化」とか、「明確化」とかはどうも抽象的であり、主題が五つもあるとなると少々面倒臭い。要は企業の証券発行時のSEC登録にまつわる多くの制約を大幅に撤去・緩和することで、直接・間接の発行コストの低減と利便性の向上を図り、公募登録発行をやり易くする。つまり、企業が私募や海外発行に逃げることなく、投資家に広く勧誘されて保護策も整っている登録制度の利用に回帰することを狙っている。また、この規制緩和策を講ずるに当たり、近年の情報伝達技術の進

歩、発行市場の慣行の変化に対応しようとするため、広汎な改正提案になったのである。

発行時登録制度といえば、一九二〇年代の悪質証券の売り込みを根絶するために制定された三三三証券法に基づく所謂強制ディスクロージャー(Mandatory corporate disclosure)制度であり、爾来六〇数年に亙り多くの非難を浴び乍らSECが堅持してきたものであるから、提案の発表に際して、レビットSEC委員長が「これは歴史的な瞬間である。」と語ったのは、正にそのようなのである。

ここで付言すべきことは、一九九六年一〇月成立した「資本市場効率法」(Capital Markets Efficiency Act of 1996)との関連である。この法律により新設された三三三証券法第二八条によって、SECは規制・レギュレーションの制定を通じて、広汎な免除権限(「証券」、「人」、「取

引」につき条項・規則の適用を免除することができ(る権限)を行使することが許された。したがって、議会の賛同を要する法改正を俟たず、可成りフリーハンドで(公益、投資家保護、効率・競争・資本形成への考慮という要件が整うならば)改革が進められるようになったのである。この第二八条がなければ、証券法の条項に抵触するような改正がこの提案には盛られている。

レビット委員長は、また同時に、この提案について「一部の者はSECの行き過ぎだと考えるだろうし、他の者は未だ十分でないと不平を云うだろう。」と述べたという。これは何のことかというところ、「会社登録制度」(Company registration system)の採用を見送ったことを指している訳である。会社登録制度といえは、アメリカの証券発行規制の歴史を少しでも研究した人は、あゝあれかと直ぐ分かる程のテーマ(米国法律協

会の一九七八年「連邦証券法典」であり、アメリカ証券界の長年の懸案である。今回の提案が下敷にしたSEC諮問委員会報告書(一九九六年七月)が、この会社登録制度を真正面から取り上げてSECに採用することを勧告した。しかし、これを採用しなかったし、「航空母艦」提案レリーズの中で何故採用しないかの理由の説明も、殆どないという妙なことになった。其処に、証券界にとって影響が極めて大きく、SECも対応に手間どるであろう会社登録制度の採用は見送るが、諮問委員会が指摘した現行規制体制の欠陥については最大限の修正を行うという、改正案の基本的な性格が浮き彫りになっていると思う。確かに大掛りな改正案ではあるが、その意味では微調整(fine tuning)の域を出ていないのであり、会社登録制度は、また今後数年間は少なくともお蔵入りである。

会社登録制度では、現行発行規制が企業の証券発行毎の登録（取引ベースという）なのに対し、企業自体の登録（会社ベース）となる。この結果直接発行コストの削減のほか、現行の取引ベースの登録に付随する間接コスト（ガン・ジャンピン問題、合算原則、一般的勧誘原則、転売制限等）も無くなるか、大幅に削減されるが、それについては前に書いた。（注四）もしも、会社登録制度が実施されたとなると、アメリカ証券市場に何が起るかを考えてみよう。

諮問委員会案では、既公開会社が会社登録に移行するに際し、新様式の届出書の中に将来の発行計画と証券クラスのみ記載（随時授權された発行予定証券を追加）し、金額・数量を特定する必要はない。最適の時期を見計らって実際に発行する時に、金額と証券種類を明示する臨時報告書（未発表の会社重要事実があれば記載）を届け出

れば登録された事になり、即時発行・売却できる。そこでは、私募発行というものは無い。既発行の未登録証券（私募発行証券）があるときは、

会社登録に際して同時に記載することにより、転売可能な登録済みの証券になる。それが私募された制限付証券であれば、転売制限期限（規則一四四条）が終わるまで暫く転売できないだけである。全てが登録発行に移行してしまうのかというと、登録発行に付随する民事責任等を回避したいための私募（private placement）が未だ少しは残るかも知れないと予想された。また、登録発行では全会社情報の開示が前提であるから、未だ公表できない情報を持っている会社も、限定された購入希望者だけに私募（limited placement）することはあろう。将来臨時報告書で開示した後、購入者は売却可能になる。このようにして、公募と私募の区分は殆どなくなるのである。

会社登録制度に対し、ウォール街でどのように反応したかという点、モルガン・スタンレーの主任法務顧問（chief counsel）が、「この行き方では、発行手続過程から引受業者が追いつかされてしまう⁽⁶⁾」と、語ったという。恐らくは、取引ベースであれば SEC 登録期間の前後にわたる嚴重な SEC 規則をクリアする配慮のために必要であり、活躍の場もあった引受業者の専門知識・人員が必要になり、デュー・ディリジェンス（不実記載の有無の調査）の時間はますます短くなる。問題は、私募に頼る必要性が大幅に減ることであり、殆どが登録発行に移行すれば、引受業者が細心の注意を払うであろう発行企業への助言活動、すなわち発行を登録と非登録（私募と海外発行）のどれにするかという、発行者との協議も必要がない。確かに引受業者の存在意義が急激に薄れ、販売のみが問われることになりかねないのであ

る。また証券界としては、長年掛けて育ててきた私募市場、特に一九九〇年以来次第に大市場に成長した規則一四四 A 市場（後述）をどうするか、ということになる。

一括登録制（shell registration、一九八二年）の採用のときも、アメリカ証券市場は大揺れになり、引受業者は猛反対した。結果として、引受業者間の競争激化、発行企業と引受業者の伝統的関係の亀裂を招きつつ、次第に軌道に乗った。会社登録制度への移行では、証券界への衝撃はもっと大きいだろうし、SEC も膨大なエネルギーを要することが間違いない。一括登録制は、未だ従来の規制体系の延長線のものであったが、今度は未知の分野に入るのであり、実現のための手順が大変になる。諮問委員会は試験期間を置き、企業の自発的参加を想定したが、後述する SEC コンセプト・リリース⁽⁷⁾（一九九六年七月）の

中で、解決を要する多くの問題があることが指摘された。私募市場に関して、規則一四四A市場の育成のためにSECがNASDに要請し、現に稼働している適格機関投資家間の流通のための施設PORTALシステムの将来をどうするか、ということになる。

以上のように考えれば、会社登録への転換は余りに影響が大きく、問題山積みなため、レビットSEC委員長が棚上げの断を下して、SECスタッフの言葉を借りれば「水で薄めた」(water down)改正案になったのであると推察できよう。それでも尚かつ、広汎な改革を目指しており、今後アメリカ発行規制がその方向に進むであろうことに間違いのないから、日本も刺激を受けて、次第に論議が活発になるものと想像される。

本稿は、今回の改正案の概要を紹介すると同時に、会社登録制度案と今回の「空母」提案の何れ

もが現状を改善すべき重要な課題にしている、私募(非登録発行)市場と公募(登録発行)市場の関係に特に焦点を当てて研究してみたい。しかし本論に入る前に、改正案に到達するまでの経緯とその間に出された証券法学者の意見にささか触れることで、もう少し、アメリカの発行規制の動向に対する理解を深めたいと思う。

二、改正案にいたる経緯と学者意見

アメリカ証券界に入って三〇年と経験豊富なアーサー・レビット氏が、SEC委員長に就任したのは一九九三年であった。九五年二月、連邦諮問委員会法に基づく「資本形成と規制手続に関するSEC諮問委員会」を設置し、理想家肌のウォルマンSEC委員を長に据えた。諮問委員会に

は、大証券関係者を除く各方面の発行業務精通者、法学者一三名が招かれた。SECに対し助言することだけを任務とし、会議はSECの建物内で開かれるが、議題が公表されて一般も傍聴でき、コメントも勧誘されるという委員会である。

次いで九五年八月、SEC内部に小委員会(タスク・フォース)を設け、複雑化し拡大になった発行規制・届出様式の簡素化と、今後の改善方法につき助言するように命じた。以上の二つの委員会が提出した報告書の検討内容と勧告が、今回の改正案の基本的な根拠である。

これらの委員会の設置は、SECにとってどのような時期であつたらうか。アメリカの国際的資本市場(ヤンキー・マーケット)への復権を期して、一九九〇年四月、SECは規則一四四A条を採用した。発行者が非登録で売却した証券の適格機関投資家への転売という、何ともややこしい私

募発行であるが、年を逐って増加し、九三年末までに六二五発行者により九一四億ドルが発行された。外国発行者が相当参加しており、株式発行での利用は期待に反したが、立派な成功であると評価された。一方、国内の登録発行市場は一括登録採用後一〇年以上経過しており、九二年一〇月、様式S-3利用可能企業の拡大と発行予定証券種類の明示義務の廃止("unallocated" shelf registrationという)を行うが、まだまだ問題が多い。そして、三四年法開示書類の発行届出書への編入に由来する民事責任、デュー・デiligenceの問題が昔から燻ったままである。

また、三三年証券法の制定から数えれば、もう六〇年経ったのであり時代が大きく変わってしまった。証券法は周知のように、目論見書交付要件が中心になっている。法制定当時において(基本的思想は今も変わらないが)、投資家が目論見書に

より会社と証券を十分知った上で投資するのが最上の投資家保護と考えられ、そのための登録制度であり、民事責任規定もそのために置かれている。しかし、いくら正確で重要な情報が載っているにしても、分厚く固い言葉の目論見書を読んで投資決定するというのは、今や絵空事になった。

通信技術の進歩、メディアの発達で、少なくとも既公開会社については情報が広く伝わっており、瞬時に入手できるのである。三三法は本来、新規公開発行（IPO）の取締りのためのものという見方が、既にコンセンサスになった。登録発効前のコミュニケーション規制、コンディショニング（市場調整）規制も、インターネット、E・メールが使われる時代では非常に難しい。そして、後述することを予定している私募と海外発行の問題がある。これらの市場が非常に大きくなったが、それが厳格な登録発行規制を回避するためのもの

か、別の理由からなのか判然としない上、公募、私募、海外発行の三つの境目がますます不分明になってきたのである。

このように見てくると、レビットSEC委員長が、三三法による発行規制を根底から見直す機が熟したと判断したのは尤もと考えられるし、証券界も当然としたようである。さて、SECとして、諮問委員会が会社登録制度を検討することになることを予期していたフシがある。SECは、第一回会合（九五年三月六日）に先立ち、委員に配布するバックグラウンド・ペーパー（No. 1）を作成したが、そこで中立的な表現で現行制度を概要説明し、SECが当面している多くの難問を列挙すると同時に、七項目の質問書を添付した。その質問の一つが、「会社登録制に優る方法はあるか」であった。これに答えて、委員になった著名な証券法学者コフィー氏（コロンビア

大学教授）が寄せた回答書が興味深いので、次に要約してみよう。

コフィー氏の意見

コフィー氏によれば、一九八〇年代の統合開示制度の採用以来長くその方向が推進されて、登録に要するコストはずっと削減された。したがって、その方向をさらに進めても（会社登録のこと（筆者）、享受できる利益はもう小さい¹⁰。したがって、会社登録制に決して反対する訳ではないが、もっと利益になる別の手段を探したい。

国内資本形成上、機関投資家がさらに大きな役割を演ずるべきである。証券法規制定当時には機関投資家の力が小さかったのであり、今程の大勢力であったら法律も違った作り方をした筈である。今日、発行者は登録せずに機関投資家（および自衛力認定投資家）に直接交渉して資本を調達

できる。機関投資家は一定期間の非流動性（転売制限）を甘受する代わりに、デイスカウントを要求し、受けている。七〇年代以降、私募免除規制の緩和に伴って非流動性期間は短縮し、デイスカウント幅も減った。このため、公募市場と私募市場の界壁が低くなり、政策的トレード・オフが起きている。機関投資家が非流動性期間なしに私募証券を買えば、発行者の資本調達コストは大きく減少し、私募市場は公募市場と同規模位になるだろう。SECは、一四四A市場を創出すること

で既にその方向に進んでいる。規則一四四A条は旨く機能しており、機関投資家は非流動性問題に煩わされず、証券取得に際して、公募発行における場合と同等の企業財務情報を手入している。

しかし、規則一四四A条は、証券取引所上場またはNASDAQ登録している証券と同一種類の証券には適用しないという、大きな制約を課して

いる。このため、古い大企業の私募証券が非流動的で、若い不安定な企業の証券でも一四四A市場で流動性がある。SECは、私募市場と公募市場の並立を防止するためとするが、例えば、GM株がNYSEで五〇ドル、私募市場で四九ドルという状況になるのを恐れているのである。しかし、価格差といえは、もっと大きな価格差が同一銘柄の公開市場と(通常の)私募市場の間で存在しており、それは登録発行に伴うコストの節約分を発行者と機関投資家の間で分配しているのである。他の多くの市場で、大口買手は数量割引を受けており、小口の買手が差別であると不平をいわない。SECとして、価格差の生ずるような改正が政策上難しければ、機関投資家の転売制限期間の短縮により、「非公開」取引価格と「公開」取引価格の差をずっと縮めることができる。

大要以上のように論じて、規則一四四A条の利

用を拡大するための三つの方法を提示した。①規則一四四A条(通常の私募市場―筆者)における取得後の二年間保有期間を短くする、②規則一四四A条の公開市場銘柄禁止条項の削除(または緩和)、③適格機関投資家の定義の緩和(例えば保有証券額五千万ドル以上に引き下げる)。

SECは、この提案に対しバックグラウンド・ペーパー(N.O.2)を用意し、②の公開流通市場銘柄不適用(non-fungible test)は、規則一四四A条の採用に際し、私募銘柄取引の公開市場への流出が投資家を混乱させる恐れがあるというコメントに配慮したものであり、小口投資家が利用している公開流通市場に悪影響がないことが、立証される必要があるとした。①の二年間保有期間の短縮という提案は、その後九七年二月採用の改正が、これを一年間に短縮したことにより実現している。

このバックグラウンド・ペーパーN.O.2は、コフィー氏から遅れて回答書を出した諮問委員会委員グリーン氏(元SEC企業金融局長)とソンシニ氏の問題提起にも触れた。一九九〇年採用のレギュレーションにより、国内発行者の登録免除の海外発行が容易になったが、両氏は、これを悪用する登録免除の海外発行が行われ、堂々と国内に還流していることを指摘した。しかし、SECペーパーは、従来の規則制定の経緯を説明しただけで、今後の検討だけを約束した。結局この問題は、その後SECが九八年二月、レギュレーションSを改正し、海外発行届出後四〇日の転売制限を、通常の国内私募発行と同様の一年間に延長する等の方策を採用して、登録制度の抜け穴を塞ぐことになる。しかし、この海外発行の問題は、本稿のもっと先の方で再度取り上げよう。

諮問委員会の討議は、次第に会社登録制度の方

向に傾いて行き、九五年六月一五日の第三回会合において、ウォルマン議長がSEC作成の会社登録モデルを議題に乗せ、また各方面の利害関係者に直接これを提示してコメントを勧誘した。そして、諮問委員会報告書(注四)は九六年七月レビット委員長に提出される。(ただし、この報告書はコフィー、グリーン、ソンシニの三氏が共同で執筆した、会社登録への移行には未だ懸念すべき問題ありとする、別意見付きのものになった。)

前に述べたSEC内のタスク・フォースによるディスクロージャー簡素化に関する報告書は、九六年三月にもう提出されていた。これらの二つの報告書を受け取ったところで、SECは、其処に盛られた勧告を元に、改めて一般のコメントを勧誘するための長文のコンセプト・リリース(注七)を発表した。これは、諮問委員会報告書が公表されるのとほぼ同時である。SECが証券発行

登録規制を運用する上で当面している、凡ゆる問題を網羅しているといつて良く、大変面白い。そこに、解決の一つの方法としての会社登録制度が取り上げられたが、移行するのについて、合わせて二五程になる多くの疑問を問い掛けた。

これに寄せられたコメントを参考にして、近年多くの規則改正が行われてきたが、現行登録制度の根幹部分の改正には手を着けてこなかったのであり、それが今回の「航空母艦」提案ということになる。

(注)

- (1) SEC証券法リリース三三二七六〇六A、証券取引所法リリース三四一四〇六三二A、一九九八年一月二三日
- (2) Wall Street Journal, "SEC plans revamp of share issue rules", October 16, 1998
- (3) Pub. L.No.104-290, 104th Cong., 2d. Sess.(1996)
- (4) この諮問委員会報告書は「(中)」は「抽稿」アメリカの会社登録制度案の背景「(下)」(本誌)「証券レビュー」一九九八年五月号、七月号、九月号(を参照されたい)。

たい。他に、山下友信「会社登録制度」(当研究所刊『欧米における証券取引制度の改革』(平成一〇年九月)の第三章)と、青木浩子「米國証券開示規制の改正案の概要」(一)(二)(三)(旬刊「商事法務」平成一〇年二月一五号、二月二五号、三月五号)があるので参照されたい。

- (5) Gregg Wirth, Lisa Tibbits, "As rule 144A offerings multiply, SEC considers fine-tuning system", Investment Dealers' Digest, October 6, 1997
- (6) Ida Picker, "Mending the rules", Institutional Investor, September 1998
- (7) SEC, "Effect of 1933 Act concepts on capital formation", 証券法リリース三三二七三二四「証券取引所法リリース三四一三七四八〇、一九九六年七月二五日
- (8) 抽稿「アメリカの会社登録制度の背景」(下)「本誌一九九八年九月号 三四一三七頁」。
- (9) John C.Coffee, Jr. "Note towards an expanded agenda", March 1, 1995, 諮問委員会第一回会合資料(九五年三月六日)に所収。
- (10) コフィー氏は別な論稿で、かつ七五%は会社登録に近付いたと書いている。"Company Registration: Has its time come?", New York Law Journal, May 25, 1995, 諮問委員会第三回会合資料(九五年六月一五日)に所収。

- (11) SEC証券法リリース三三二七三九〇、一九九七年二月二〇日
- (12) Edward F.Green & Larry W.Sonsini, "Memorandum for members of the advisory committee", April 25, 1995, 諮問委員会第二回会合資料(一九九五年五月八日)に所収。
- (13) SEC証券法リリース三三二七五〇五、一九九八年二月一七日。
- (14) SEC, "Report on Disclosure Simplification", March 5, 1996. (これを第一回とし、第二回が一九九七年七月一八日に出されるが、これらについては、吉原和志「ディスクロージャーの簡素化・効率化」(当研究所刊『欧米における証券取引制度の改革』(平成一〇年九月)第一章)を参照されたい)。

(なかもむら としお・当研究所主任研究員)