

一九九八年SEC「航空母艦」提案について(中)

—会社登録制度からの後退・公募と私募の狭間—

中村俊夫

目次

- 一 はしがき
- 二 改正案にいたる経緯と学者意見
 - 〈以上第三九卷第三号〉
- 三 一九九八年改正提案の概要
 - (1) 登録制度の改革
 - i 様式Bの場合
 - ii 様式Aの場合
 - iii 小企業発行者
 - (2) 発行の際のコミュニケーション
 - i 登録発行時のコミュニケーション
 - 登録届出前期間
 - 待機期間と届出後期間
 - ii アナリスト・レポート

〈(下)につづく〉

三、一九九八年改正提案の概要

今回は、SECが「航空母艦」提案と名付ける発行規制改正案を紹介する順番であるが、何分にも提案が多岐に亘り全部をカバーすることは不可能であるから、その骨子だけである。また、提案には屢々代替案を併記しているが、基本案のみの説明に止め、現行システムと比較する記述も省略する。

様式Bの登録届出書の内容

- ◇表紙(登録料の計算含む)
- ◇目論見書の部分
 - 募集情報
 - 34年法報告書類(参照により編入)
 - 外国企業の場合、US GAAPとの調整(未調整の場合)
 - 証券ターム・シート
 - 参照により編入した情報を要請があれば無料提供する旨の誓約
- ◇署名
- ◇添付資料
 - 証券所有者の権利を定める文書(届出済の場合は参照により編入)
 - 監査人同意書
 - 適格受託者に関する説明書(必要な場合)
 - 法律家意見書
 - 発行者が指定した発効日を引受業者が了承した旨の表明

発行者は、投資家の要請があれば目論見書を速かに、無料で交付しなければならない。また、証券ターム・シートを交付しなければならない。

(1) 登録制度の改革

SECは周知のように、一九八二年の統合開示一括登録制度の採用に際し、通常の証券発行登録に用いる届出様式をS-1、S-2、S-3の三種にした。S-1が新規公開等に用いる基本様式であり、S-2が三年以上継続開示を行ってきた既公開会社用であって、年次報告書の目論見書との同時交付や「参照による編入」によって届出書と目論見書の記載を大幅に簡略化できる。S-3は、一年以上継続開示を行ってきた、公衆保有株式時価七、五〇〇万ドル以上の著名な既公開大会社用であって、「参照による編入」という簡略化のほか、二年以内の発行予定証券を一括登録(Delayed or continuous offering) すること(1)が認められ、その間随時タイミングの良い発行ができる。また外国企業用に、同様の登録者基準によるF-1、F-2、F-3、がある。

今回の改正案は、これを様式A、B、Cの三種にしよとする。国内企業と外国企業の別も設けない。様式Aが、小型企業と公開後の継続開示期間が短い大企業の発行用、様式Bが継続開示期間が長い大企業と適格機関投資家(qualified institutional buyers—QIB)向け等の発行用、様式Cが、吸収・新設合併といった事業結合(business combination)および証券交換発行(exchange offer)に係る届出様式であり、現行の様式S-4またはF-4に代わるものである。そこで当然、様式Bが改正案の一番の目玉商品ということになる。

i 様式Bの場合

様式Bの届出書は、次頁上段のように編成され、簡単なものになる。また後述するように、従来SECが行ってきた様々な登録発行に纏わる制

約が大きく取り除かれる。

この提案について、SECは次のようにいう。公開後年月を経た大企業の情報は常時市場で注目されており、発行者・関係者による発行情報の発信に対し速かに反応する。これまで、文書による勧誘は仮目論見書以外は一切認めない方針が採られてきた。この目論見書を唯一の投資判断資料として限定する「排他的」目論見書アプローチ(“exclusive” prospectus approach)を止めて、「非排他的」(“inclusive”)アプローチに方向転換する時が来た。発行期間中、発行者等が自由に提供する凡ゆる情報に投資家が接しられるようにするが、法的な民事責任規定が適用されるので、投資家保護が損われることはないのである。

届出書(目論見書部分)の会社情報の開示は、直近年次報告書とその後届け出た三四年法報告書の参照による編入である。取引情報(発行態様

様式Bに記載が求められる募集情報

1. 発行証券数量
2. 編入した34年法報告書に未だ記載のない重要な会社の変化
3. 手取金の使途
4. 引受業者のディスカウントと手数料
5. 発行にかかるリスク要因
6. 売却する証券保有者の情報（売出しの場合）
7. 発行証券の条件に関する重要な情報
8. 取引にかかる全情報
 - 稀釋化に関する情報（株式の場合）
 - 発行価格の決定に関する情報（株式等の場合）
 - 分売プラン
 - 固定費/収益率（債券、優先株の場合）
9. 募集期間中に発行者が、または発行者のために開示した口頭による以外の募集情報
10. 口頭による募集情報（発行者の任意記載）

のこと）の開示は、届出様式案中に「募集情報」(offering information)とされている箇所であり、具体的な中味は上の表のような10項目である。SECは、現行S-3よりも市場にとって重要な情報に限定し、記載方法も自由化されているとする。

様式Bの場合、届出前、待機期間、効力発効後という従来の発行情報規制の三段階区分はなくなり、募集期間(offering period)の1つだけになる。

募集期間は、募集開始の一五日前から募集完了までの期間である。その間に発行者・関係者が開示した文書情報は、「募集情報」と「フリー・ライティング」("free writing" materials)の何れかになる。フリー・ライティングとは要するに、これまで認められなかった販売促進文書(予測情報含む)のことであり、民事責任規定が当然適用

される。「募集情報」と「フリー・ライティング」の両方を含む文書は、もし「募集情報」が届出書に記載されていればフリー・ライティングであり、「募集情報」の記載がなければフリー・ライティング部分を含む文書が「募集情報」とされて、届出書の一部として届け出ることになる。フリー・ライティング文書(電子媒体含む)は、届出前に使用すれば届出の際(別表のNO・九)に、また、届出後の最初の募集で使用するときも届出されるだろうとする。こうして、陳腐な決まり文句だけの所謂ポイラー・プレート・ディスクロージャーの束縛から解放される。

様式Bの届出は、証券の最初の売却の前であれば何時でも良い。登録の効力発生は、①届出と同時に、②発行者が指定する日時、③後日の届出修正により指定する日時、の三つの中の一つを発行者が選択するのであり、届出書の表紙に記載するこ

とになる。

様式Bの登録ができるのは、次の発行である。

- 1 大型既公開会社の発行——公衆保有株時価七、五〇〇万ドル以上であって一日平均株式売買高一〇〇万ドル以上、または公衆保有株時価二億五、〇〇〇万ドル以上。一年以上継続開示を行い、一度は年次報告書を配布。
- 2 適格機関投資家(QIB) だけへの発行——機関投資家の適格性は、規則一四四A条と同一基準(証券保有額一億ドル以上等)。
- 3 発行者継続開示要件は1と同じ。

証券保有者への発行——一定条件の配当・利子再投資プラン、普通株主への発行(株主割当、転換証券や譲渡性ワラントの権利行使に関連する発行)、既発行譲渡性オプションの行使による証券保有者への発行。小型既公開会社も登録可能とし、継続開示要件は1と

同じ。

4 非転換投資適格証券の発行——既公開会社であれば適格基準は特には無い。継続開示用件は1と同じ。

5 関係ブローカー・ディーラーのマーケットメイク取引——当該証券発行者が三四年法登録しており、1の継続開示を行っていること。

ii 様式Aの場合

様式Aは基本様式であり、様式Bを使用できない場合である。届出書の記載内容は略々S-1、S-2、F-1、F-2と同じであるが、次の基準に合致する発行者とその他の発行者とは扱いが違ってくる。①一年以上継続開示を行い、公衆保有株時価七、五〇〇万ドル以上であって、かつ②一年以上継続開示を行い、少くも二回は年次報告

告書を届け出たこと。この基準に合致する発行者は、参照による編入が認められ、直近の年次報告書（一〇一K）と四半期報告書（一〇一Q）を、省略された目論見書と一緒に配布することになる。

またさらに、既公開会社が次の基準に合致するならば、SECスタッフによる審査を受けるために登録発効日が確定しないという不便（間接コスト）を免れることができる。①公衆保有株時価七、五〇〇万ドル以上、または②様式Aに編入された三四年法年次報告書が最近SECスタッフの審査を受けて、スタッフ・コメントに基づく修正済みであること。この基準に合致すれば、様式Bの場合と同様、届出と同時に、指定する日時、届出修正の際指定する日時、の三つの中の一つを選ぶことができる。

様式Aと様式Bにより登録した発行への民事責

任の適用の項と、様式Cに関する説明は省略する。

iii 小企業発行者

小企業はアメリカ経済の柱石（corner stone）である、という文言は、SECが小企業の証券発行登録費用を低減させる規制緩和提案を行う際に、屢々使う表現である。小企業の資金調達をもっと容易にせよという米議会の要請と、投資家保護の三三年法の要請の間において、SECが昔から匙加減に苦心するところである。一九九二年、九三年に様式SB-1、SB-2を採用して緩和を行ったが、今回も一層の緩和に乗り出した。

従来の小企業の定義は一般に、収入二、五〇〇万ドル以下であり、かつ公衆保有株時価二、五〇〇万ドル以下であったが、この基準を収入五、〇

〇万ドル以下として公衆保有株時価の基準は廃止する。これで、既公開会社である五〇〇社以上が小企業に該当するようになり、収入二、五〇〇万ドル以上、五、〇〇〇万ドル以下の新規公開を計画する会社、既公開証券クラスの登録を計画する会社が低コストの発行を出来るようになる。

また様式SB-2を改正して、様式Aの場合と同様に一定の基準（公衆保有株時価基準を除く）の継続開示要件（一年以上の適正継続開示）を満たす既公開小企業にも、参照による編入を認める。投資家への目論見書交付に際し、直近の三四年法年次報告書と四半期報告書（一〇一SB）を交付する義務がある。小企業発行者について、余り市場でフォローしていないからである。

小企業の事業結合と交換発行用として、様式C提案に相当する様式SB-3を提案しているが省略。

(2) 発行の際のコミュニケーション

アメリカにおける証券発行の登録時における、一般公衆への投資勧誘・売却に係るコミュニケーション規制は大変なものである。直接投資が奨励され、毎年多数の新規公開が行われ、引受業者も全国に散らばっているという国情であるから、正確な情報が流布されて、投資家が損害を受ける危険は大きいのである。数少ない三三三法条文の文言を頼りに多くの規則採用、解釋リリースの発表が必要になり、判例が積み上げられてきた。SEC発行規制は、最初待機期間中の一切の勧誘(口頭と文書の両方)の禁止で出発し、その後口頭の勧誘、待機期間中の仮目論見書の使用(一九五四年)が容認されるようになった位である。

わが国は、昔は額面割当増資、社債発行は銀行融資を補完する程度の量であり、適債基準もあった。新規公開も少なく、店頭株市場は嚴重に抑圧

企業でなくとも、既存株主への発行、QIBへの発行等みな同様であり、問題は投資市場がコミュニケーションの在り方で影響を受けるか否かなのである。

外国政府の発行も、米国で新規公募を行ってから一年以上経過し、発行額二億五、〇〇〇万ドル以上の買取引受発行であれば、勧誘を自由化しても問題がない。

それ以外の登録については、登録届出前の一定期間だけの安全地帯(bright-line communication safe harbor)を設ける。様式B登録者・関係者については、募集期間(最初の発行募集の前の一五日間)の前を自由とし、その他の発行(様式C、SB-3登録等は別扱い)の場合は、登録届出の前の三〇日間の前を自由化する。そこで、様式A登録予定者が登録届出の四〇日前にプレス・リリースを出し、雑誌が二九日前に掲載し

されて規模が小さかった。しかし、何よりも引受証券会社の数が限られているので、免許制の下規制監督が容易に行き届いた訳であろう。

SECは、通信技術・メディアの発達、複雑・ハイブリッド証券の出現、グローバルゼーションの進行が市場環境を変化させ、従来の規制との衝突が明らかになったことが、今回の緩和提案の理由であるとする。

i 登録発行時のコミュニケーション

登録届出前期間

三三三法は、登録届出書の提出前の勧誘(offer)を全て禁止している。それを様式Bの登録資格発行者については、全く自由化することを提案した。著名な大企業等は、市場で十分に知られているので、発行計画をどのように発表・説明しよう、特別な衝撃、刺激を与えることはない。大

たらどうなるかということになるが、それは違法ではない。しかし、インターネットWeb・Siteで発行情報を流した場合、三〇日の禁止期間中はそれを停止する必要がある。

さらに、従来の厳しいコミュニケーション規制のために通常の会社情報でも発表が跡絶える傾向があり、若干の緩和提案を行っている。

待機期間と届出後期間

待機期間中の勧誘において、SECは口頭である場合を許し、文書であれば第一〇条(目論見書の記載情報)所定の要件に準ずる以外を禁止してきた。このような区別は、投資家保護にも資本形成の促進にも役立つまいとして廃止し、発行者の責任において潜在投資家との対話を活発に、また提供する情報も増やそうとする。

様式B適格発行者、既公開大型外国政府発行者については、届出の前も後もコミュニケーション

規制を無しにする。しかし、届出後の場合、登録届出書を最初の証券売却までに提出すれば良いため、届出を早くする発行者もあるかも知れないので、少しだけ規制を残す。届出後のフリーライティングは、①(提案中の)仮目論見書交付要件を守ること、②(提案中の)フリーライティング文書届出要件を守ること、③最初の売却前に法定最終目論見書を届け出ること、が遵守されなければならない。

小企業も、待機期間中と同じ条件で届出後のフリーライティングを可能にする。大企業も小企業も、フリーライティング文書、タイムシートは全て、投資家が投資を決定する前に、SECに届け出られた他の情報書類を読むよう助言する文言が、目立つように記載されなければならない。その文書は同時に、SECのWeb・Siteから無料で情報を取り出せること、発行者からも無料

で書類を入手できる旨を記載することになる。

以上のような新しいコミュニケーション規制は、近年のインターネットその他電子メディアの利点を大いに活用しようとするもので、届出後は電子説明会、Eメール等が可能になるとする。

ii アナリスト・レポート

SECが発行者に強制するディスクロージャー以外からも投資家は情報を得ており、その一つがアナリスト(ブローカー/ディーラー含む)の調査レポートである。投資情報を豊富にすることで重要な機能を果たすが、一方では意見・推奨が含まれて、証券発行の景気付けに悪用される危険を孕む。このため、SECは一九六九年に一連の安全地帯ルール(規則一三七―一三九)を制定して、歯止めを掛けてきた。今回、その安全地帯を拡げる提案を行っている。

登録発行において、証券の分売に参加しないブローカー/ディーラーが通常行ってきた営業活動の一貫として調査レポートを出す場合、既公開会社の発行情報に関するものに限定して認めたが、外国政府発行者、新規公開会社を扱うものも認める。

証券分売に参加するブローカー/ディーラー(引受人とされる)の場合、通常の営業活動の一貫でしかなくても発行証券が株式ならその発行者の債券、またはその逆を対象にするならば良いという具合に極度に制約されたが、今回の登録制度改正案で届出前期間も大きく変わるので、大型内外企業の発行証券とは別種の証券に限定せず、そのような調査レポートは三四年法報告を行ってやる殆ど全ての企業の別の証券をカバーできるようにする。

また、証券分売に参加するブローカー/ディー

ラーによる発行者および当該証券に関する調査レポートは、通常の営業活動として「定期的に」配布する出版物の中で、特に目立たせることなく記載され、かつ発行者が様式S-3・F-3登録資格のある既公開内外大企業である場合にのみ認めるといふ、厳しい規制が敷かれてきた。今回の提案は、これを様式Bによる発行と外国政府の大型発行では全く自由にする。その他の発行は、登録届出前の三〇日間より前について既に自由化が提案されており、その三〇日間について規制が残ることになる。

発行者の属する業界、発行者と発行証券に焦点を合わせた調査レポート(focused report)も、一年以上継続開示した発行者に関するものは自由にする。