

# 一九九八年SEC「航空母艦」提案について(下)

— 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Aの場合
    - ii 様式B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
    - ii 登録届出前期間
    - iii アナリスト・レポート
- 〈以上第三九卷第四号〉
- (3) 目論見書交付要件
  - (最終目論見書の事前交付要件免除の条件)
  - 様式Bの場合
- iv 署名
- iii 署名
- iv 様式六—Kによる開示
- (4) 私募発行と公募発行の統合
  - i 私募発行完了の時期
  - ii 発行方法の途中変更
- (5) 三四年法報告書
  - i 年次・四半期報告書
  - ii 外国企業の年次報告書提出期限
  - iii 四半期情報「届出」とすること
  - iv 臨時報告書
- ii 要約財務データ報告の追加
- iii その他の新項目の追加
- iv 提出期限の早期化

(承前)  
前回では、未だSEC発行規制改正案の紹介が終わっていないので、今回はその残りの部分である。

### (3) 目論見書交付要件

目論見書の交付といえば証券発行規制の根幹であるが、新規公開発行(IPO)の場合はいざ知らず、既公開企業の目論見書となると殆んど読まないことは若はや常識になってしまった。そこで、今回の提案でも当然メスを入れることになる。しかし、大蛇を振るうまで行かないのが今回の提案らしいところである。

始めに一寸、簡素英語運動について書いて置く。アメリカ人が屢々自嘲的に云うように米国は「訴訟社会」(litigatory society)なのであって、訴えが起きないように法律的正確を期して、

普段は使わない難しい英語であり、その上受動態による長たらしい文章の目論見書が出来あがる。これを何とか止めさせようと、レビットSEC委員長が音頭を取り、「簡素英語運動」(Plain English Initiative)を開始して一九九八年一月二八日に規則改正を行った<sup>(1)</sup>。しかし、これは目論見書の表紙ページ、概要、リスク・ファクターという一番注目され、読まれ易い部分にだけ簡素な英語の使用を強制し、その他は単に簡素な英語を勧奨するだけなので、その程度で目論見書が読まれるようになるとは、誰も思わないであろう。

SEC諮問委員会(一九九六年)は、会社登録制度が採用された場合の通例の発行(公衆保有株式の二〇%未満の発行)では、正式の目論見書を配布することなく、代わりに投資家にとって最も必要不可欠な発行条件情報、直近の重要会社情報および三四年法届出書類を参照によって編入した

販売文書 (selling materials) でも良いことになったかどうか。そして、その販売文書を法定目論見書として取扱うことにしたらどうかと勧告した。

今回のSEC提案は、そこまで踏み込まない。三三年証券法が規定する証券売付前の最終目論見書 (final prospectus) の物理的配布要件 (第五条b項②) について免除を与えようとする。しかし、証券の分売に参加する証券業者 (引受・販売) は、最終目論見書が欲しいという書面の要望があれば、それが誰からであっても応じなければならぬという規則は残す。それは、登録発効後の四〇日間 (場合によっては九〇日) に及ぶ。したがって、相当部数の最終目論見書の印刷は矢張り必要である。

何を狙っているかという点、投資家が正確にして十分な情報を得てから投資できるようにするには確認書が送られる。この打診日は、発行価格決定のほんの数日前であり、最終目論見書は全く投資判断材料になっていないのである。その上、T-3 決済の導入により、売付確認書の送付とは同時の最終目論見書の交付というのは、証券業者の実務上の困難性を増しているということもある。

#### 最終目論見書の事前交付要件免除の条件

SECは、最終目論見書の証券売却前の交付要件を免除する条件として、二つのことを上げた。第一は、最終目論見書に掲載することを義務付けている情報を、投資家が売付確認書を受け取る前に、無料で入手できる場所を投資家に教えることである。ここで、目論見書に掲載することを義務付けている情報 (以下目論見書情報という) という言葉を使っているのは、SECが、また屢々発行者もインターネット・ウェブ・サイトを

いう発行規制の基本精神は変えないが、それを最終目論見書 (final prospectus) の配布ではなく、登録発効前の仮目論見書 (preliminary prospectus) や販売文書の配布の方に重点を置くことなのである。仮目論見書の配布は、新規公開発行の場合以外は義務付けられておらず、それも、投資顧客に売却確認書を発送するより四八時間以上前の配布しか要求していない。しかし、現代のブック・ビルディング方式の公募引受発行では、その期間が短かすぎるのが誰の目にも明らかになった。要するに、投資家が投資決定する前に目論見書情報に目を通す時間がないのである。

発行者側が発行価格、数量を決定するのに際し、投資需要を打診して回る (circle)。投資家が口頭で回答し、ブックが出来る。発行価格が決まるとSECに目論見書補足 (prospectus supplement) を届出し、買付意志を示した投資家

備えているので、電子的に目論見書を取り出せるからなのである。

第二に、一定の期日までに仮目論見書または証券タム・シートを交付することを義務付ける。この目論見書情報の配付について、発行の性格に基づく差を設けるが、投資決定に時間的な余裕を与えようとする点では同じである。

#### 様式Bの場合

発行者、売出人、証券業者は、それが様式Bによる登録である場合には、次の情報を記載するタム・シート (term-sheet prospectus) を、投資家が投資決定する日より前に到着することが合理的に予想される仕方で送付しなければならぬ。情報は、①要約形式による証券の主要条件の細目、②発行者以外の証券売付の勘定主である者の名称と発行者との関係 (過去三期間)、③質問に依る者の名前と場所、④証券の条件を明示

する書類を要求すれば速かに送付する者の名前と場所、である。様式Bによる登録届出は、証券売却の前であれば良いのであり、即時発効ということも有り得るが、その売却までに一定の日数が当然必要になる訳である。

#### 様式A等の場合

様式Aや小企業用の様式SB-1、SB-2等による登録の場合は、三三三法所定の内容の仮目論見書の交付が必要になる。総額買取引受による新規公開発行（または公開後一年未満の発行）であれば、発行価格決定よりも七日前以上前に投資家に届く仕方で送付しなければならない。ただし、公開後一年以上経った発行者であれば、それが三日間以上前が良い。総額買取引受によらない発行（ベスト・エフォート等）の場合も同様に、投資家が証券買付を確約する前の七日間以上前か、三日間以上前の交付が要求される。

#### 外国政府発行の場合

外国政府が発行者である場合も同じ考え方であり、一年以上前に登録して新規公開発行を行っている場合または発行額が二億五千万ドル以上の大口発行ならば、目論見書情報の配布は様式B登録と同様のタイム・シートが良い。それが新規公開発行または公開後一年未満の発行ならば、仮目論見書を発行価格決定日または買付確約日（非買取引受）の七日前までに配布する。公開後一年以上経過したが二億五千万ドル以下であるかまたは非買取引受発行であれば、仮目論見書をその三日前までに交付しなければならない。

登録発効後の目論見書交付要件および引受人デュー・ディリジェンスに関するガイダンス提案を省略。

#### (4) 私募発行と公募発行の統合

SECの形而上学として悪名の高い「合算原則」(Integration doctrine)<sup>(5)</sup>についても、適用する範囲の明確化と緩和の方向に向けて、SECが重い腰を上げることになった。

合算原則というのは、制定法に何等規定が無いが、複数の発行が同時または短期間のうちに行われる場合、それぞれ登録を要しない発行でも合算すれば登録が必要であると見做される場合に適用される。登録制度の抜け道を封じようという訳であるから、それ自体はSECとして大変尤もな立場の表明である。しかし、長い歴史の中で様々なケースに出合い、SECは常に厳格に解釈する方に舵を切ってきたので、証券発行が非常に窮屈になってしまった。

今日のアメリカ発行市場では、発行企業は公募発行と私募発行を比べて時期、コスト、迅速性等

の条件が少しでも良い方を選ぶという傾向があり、同時に二種類の発行計画を樹てようとする。

そうなる私募免除が認められるか、私募から公募への路線変更は出来るか、その逆の変更はどうかといった問題になり、また「ガン・ジャンピング」の禁止、「一般的勧誘原則」と絡むことになって、実務家も証券法学者にとっても頭痛の種類になる。本稿の冒頭のエピソードとして引用した、スタンレー・ケラー<sup>(6)</sup>の言葉はその意味である。合算原則の実体はといえば、僅かな（安全地帯）規則と解釈リリース、ノーアクション・レター<sup>(7)</sup>の累積でしかないのである。

SEC諮問委員会は、このような原則はSECが「登録制度の『神聖』を温存する必要性によってだけしか正当化できない」と批判した。SIA（米国証券業者協会）は、例えば会社登録制度が採用されない場合でも、現行規則改正の必要があると

コメントした。SECタスク・フォースのディスクロージャー簡素化に関する報告書でも、矢張り規則改正が勧告されていた。したがって、SECとしては会社登録制度を採用しない以上、どうしても方針の転換が必要だったのである。

さて、合算原則についても複数の私募発行に登録義務が課されるか否かではなくて、私募と公募の結び付きに伴う諸問題を解決しようというものであり、わが国の事情とは可成りかけ離れた問題であるから、以下は提案内容の簡単な紹介に止めよう。

#### i 私募発行完了の時期

複数の発行が合算原則に抵触するか否かを判定する上で、それが同時期の発行であれば該当する恐れが多分にある。従来のSEC規則は六ヶ月間の間隔があることを要求していたが、それでは何

私募発行が完了したと見做されて合算されない。

ただし、発行者から直接に証券を買った関係者やディーラーによる転売は駄目である。

#### ii 発行方法の途中変更

次に、公募から公募へ、また公募から私募へという路線変更における、SEC運用方針との衝突を解決しようとする。このような路線変更は、私募の申込を始めると意外に関心が高いので発行規模を大にして登録発行に変更するか、登録届出後に投資家の関心が低いことが判明したり、届出発効まで時間が掛かって迅速な資金調達が迫られる、或いは単に市況が変わったといった理由から、私募に転換したいといったような場合である。

#### 私募から公募へ

証券法が登録届出前の募集を禁じているので、

時をもって先の発行が完了したと見做すが明瞭でなく、論議が絶えなかった。今回の提案は、六ヶ月という期間制限を止め、先の私募発行が次の発行のための登録届出前に一定の基準から見えて完了したと見做せるならば、その私募発行は合算されないことにした。その基準は、全購入者が募集価格の全額の支払を確実にしたことである。

転換社債やワラント債の私募では、権利行使に伴う証券発行が長期に亘るので合算の懸念が生ずるが、転換社債やワラント債の募集申込の完了をもって発行完了とし、次の登録発行と合算されない。

新規公開発行の前の私募発行は、資金調達を目的としない資本構成是正の目的のためでないと、合算原則がその儘適用されることになる。

いったん私募発行された証券を転売 (resale) のために登録する場合、前記の基準を満たせば、

私募を開始した後、それを登録発行に切り換えることは通常出来ないことになる。提案中の様式B登録では、この問題が生じない。売却前であれば届出は何時でも良いので、届出前の私募の勧誘があっても、そのような規制に該当しない。

様式A登録では、継続開示ディスクロージャーが無いか又は不十分なので、次の条件を満たしている場合にのみ、路線変更を認める提案<sup>(1)</sup>を行った。その条件は、①私募の勧誘を受けた者全員に発行中止を通知すること、②私募証券の売却が一切無いこと、③一般的勧誘・広告行為が行われなかったこと、④私募勧誘を受けた者への通知後三〇日間登録届出をしないこと、⑤私募に用いた販売文書を届出書の一部として届け出るか、又は私募勧誘を受けた者全員に届出目論見書によって先に配布した販売文書が置き換えられ、取得意向は取り消すことを知らせること、である。こうする

ことで、私募勧誘を受けた者と新たに登録される証券を購入しようとする者とは、同じ扱いを受けられることになるとする。

公募から私募へ

SECは、ある証券発行の登録届出書の提出それ自体が、一般的勧誘に当たるとしている。そうすると、登録公募発行開始後の私募発行への変換、発行断念直後の私募発行は私募免除が受けられない。私募証券の購入資格のない者へ登録発行証券の勧誘を既に行った場合もあろう。このような場合、合算原則に抵触しないためには、私募開始まで六カ月待たなければならぬ。

こういった不便を緩和するため、次の条件を満たすならば、路線変更しても私募免除が受けられるとする提案<sup>(12)</sup>を行った。条件は、①登録届出書提出済みの場合、SECの同意を得て取り下げること、②様式B登録の場合では、公募発行の申込を

受けた者全員に発行断念を通知すること、③公募

発行において証券が売却されていないこと、④公募発行の断念または取下げ後三〇日以上経った私募発行の最初の勧誘に際して、全購入者に対し、

発行が登録されておらず、証券が制限証券であり、証券法一一一条の保護が無い旨を通知すること、⑤それが三〇日以内の私募発行であるときは、発行者と引受人は、使用する募集文書における重要な虚偽記載につき証券法の民事責任を負うことに同意すること、である。⑤の条件は、緊急の資金需要に迫られる発行者を救済する一方、登録届出を一般的勧誘や広告として使おうとする悪用を排除するために設けるといふ。

#### (5) 三四年法報告書

今回の「空母」提案は、従来の証券発行過程におけるSEC規制の在り方を見直し、投資家保護

を損なわずに近代化することで、国内資形成に

貢献しようとしている。したがって、三三年証券法規則の改正が中心であり、三四年証券取引所法のディスクロージャー規則の改正がこれに挿入されるのは、少々異質な感じを与えるであろう。実は、元々はSEC諮問委員会が勧告したものが殆どであり、会社登録制度は全面的に三四年法開示に依拠するものであるから、今やその充実と開示の迅速化を要求すべき機会であるとした。今回の提案では、SECは、流通市場の投資家にとって重要である許りでなく、既公開会社の登録届出書が参照による編入によって継続開示に依存している<sup>(13)</sup>ので、その改善を計り度いとしている。

このようなディスクロージャー充実の動きは、わが国の米国取引所上場会社、NASDAQ登録会社にとって特に関心があろう。

#### i 年次・四半期報告書

リスク・ファクターの開示

SECは、既公開企業の三四年法開示書類にも三三年法で要求しているリスク・ファクターの記載を要求した<sup>(13)</sup>。

年次報告書には、会社の①事業、②営業活動、

③属する業種、④資金ポジションにつき、将来の財務業績に対し不利益を与える恐れのある要素を列挙しなければならない。外国政府や企業発行者は、その上、カントリー・リスクを記載する。四半期報告書では、直近の登録届出書又は三四年法報告書に記載しなかったか、又は記載後に変化の生じたリスク・ファクターの記載を要求する。外国企業発行者は四半期報告が要求されない<sup>(14)</sup>ので、年次ベースにより、リスク・ファクターの記載を更新する。

## 外国企業の年次報告書提出期限

公開外国企業は、年次報告書（様式二〇一F）の年度末後六カ月以内の提出が要求されている。しかし、国内企業もそうであるが年間業績をその期限より前にプレス・リリースしているのであり、そのギャップを少しでも埋めたい。後述するように国内企業には臨時報告書（ハーク）で業績報告させる提案を行っており、外国企業に対しては、提出期限を一カ月短縮して五カ月以内の提出にすることを提案している。

## 四半期情報を「届出」とすること

四半期報告書（様式一〇一Q）の開示は二部編成であり、第一部の項目は、①財務報告、②経営者による検討と分析（MD&A）、③市場リスク、の三項目である。この第一部の項目記載内容については、三四年法の民事責任規定（第一八条）につき「届出」とは見做さないことにしてき

たが、①、②につき今回「届出」とすることが提

案された。これは、採用当時において中間利益数字が合理的な見積り又は推測に過ぎないとされたからである。しかし、採用以来①について四〇年、②について一七年経過し、提案中の登録制度が益々流通市場開示に依存しているので、この状況を続けるのは許されないとした。しかし、③については、その性格が複雑なので、届出としない扱いを継続する。

## ii 臨時報告書

## 要約財務データ報告の追加

SECは、年次・四半期の要約財務データ（Selected financial data）報告を、臨時報告書（様式ハーク）により届け出ることを要求する提案を行った。

一般に公開会社は年次報告書（期末後九〇日以内提出）、四半期報告書（四五日以内提出）により届け出るよりもずっと前に、プレス・リリースで期中財務業績を発表しているが、会社（および監査人）の作成作業が効率化したのである。問題は、プレス・リリースされた情報が全投資家に対して均一に届く訳でなく、発表形式も会社によってばらばらである。この状況を改善し、正確で早期の情報提供を実現しようとする。

現在、臨時報告書で届出が要求されるのは八項目であるが、前記の財務データ情報の他に、新たに次の五項目を追加することを提案した。①証券保有者の権利の重要な修正、②主要な執行役員の変更、③上位証券の主な不履行、④独立監査人の前監査不信任の通告、⑤会社名称の変更、の五項目である。

## その他の新項目の追加

①の証券保有者の権利の変更は、年次・四半期報告事項になっているが、それでは余りに開示が遅れるので、臨時報告書届出事項にして迅速化を

ここで要約財務データとは、純収入、利益（損失）、一株当たり利益、総資産、長期負債、配当金等であり、前年同期と比較する見易い形式のものでなければならぬ。この新項目の届出期限は、各期収益のプレス発表の日か、四半期末より三〇日以内、年次期末からは六〇日以内の何れか早い方である。

しかし、SECはその代替案として、臨時報告書を利用するのではなく、四半期報告と年次報告

図る。②の執行役員の退任は、今回上位五名の辞職・解職を早期に届出させる。③の上位証券の不履行は、現在四半期ベースの届出を要求しているが、一挙に迅速化しようとしており、事態発生の際日の届出を要求した。④の独立監査人の前監査不信任の通告は現在要求していないが、届出項目である独立監査人の辞任・解任を補完するものとして重要であるから、矢張り通告受領後の翌日の届出を要求している。⑤の会社名称の変更は、会社の現況を投資家を知る上で、また会社調査を続ける上でも必要であるとした。

#### 提出期限の早期化

現在の臨時報告書の提出期限は、一般に事態発生後の一五日以内であり、二項目（会計監査人の変更と取締役の辞任）のみ五日以内である。これを基本的に五日以内にすることを提案した。前記した四半期・年次の財務データ項目は別であり、

また事態発生の際日の届出を要求されるのが、上位証券の不履行と監査人の前監査不信任の通告の項目となる。また、現臨時報告書の届出事項である取締役の辞任の項目も、翌日の届出に改正することを提案した。

#### iii 署名

三四年法開示書類届出書には署名の部がそれぞれあるが、今回、署名者が「届出書（または報告書）」を読んで、自分の知る限り何等の重要な誤った記載または省略がなかったことを証言する」という文言の下に署名することを提案した。また、署名が要求される者の範囲を拡げて、登録者、主要執行役員、主要財務役員、コントローラー（または主要会計役員）、取締役会の過半数とすることを提案した。外国会社の場合は、米国における授權代表者の署名も必要である。臨時報告書（様

#### iv 様式六―Kによる開示

式八―K、六―K）については、過半数の取締役の署名を要求しないが、署名者が各取締役に当該報告書を配布していることを証言しなければならぬ。

外国公開企業に要求している臨時報告書（様式六―K）での開示要件は従来から軽微であるが、今回も強い要求になっていない。

この提案は、取締役会の開示書類の作成への参加を推進しようとしており、証言の下に署名することでも嫌でも目を通すことになり、また臨時報告書の届出に際し配布を受けることで、会社の重要事実の発生に速かに気付くことになる。SEC諮問委員会は、三四年法報告書の質が三三年法届出書類と比較して劣っていると、上級役員達に内容を十分検討させる必要があるとしていたのである。

同時にまた、三三年法届出書の署名の部でも、前記と同じ文言の証言の下で署名することを提案した。

本国法の要件により開示した情報、上場取引所の要件に従う開示情報、証券保有者に配布した情報だけが届出を強制され、それ以外の重要事実の発生は、例示列挙された一三項目につき自発的な開示を求めているが、その例示列挙項目に次の四項目を追加する提案を行った。何れも、今回国内企業用の様式八―Kで新たに要求された項目であり、①会社名称の変更、②証券保有者の権利の重要な修正、③負債の重要な不履行、遅配など、④主要執行役員の退任、である。期限を設けない速やかな届出を行うこと、民事責任規定の対象となる「届出」として扱われないことも従来通りである。

SECスタッフ審査方針の改正提案については省略。

以上で、昨年一月詳細案が発表されたSEC発行規制改革提案の紹介を終わる。五つの主題だけに絞ったが、卑見を交える解説を少々加えてみると、相当省略しても矢張り長くなった。

アメリカ発行市場に関心のある人は、これで登録発行への回帰が近い将来起きるかどうかに注目しよう。発行業務に直接携わっておられる人は、わが国の規制の在り方と比較して、刺激を受ける点が多々あるかと思う。実は、アメリカ発行市場には私募市場の中に一四四A市場が出来、国外非登録市場もありと分裂し、国内公募市場との境界線がボヤけてしまっている状況についても本稿で取り上げる予定であったが、紙面の都合で取り止める。

今秋には、SECが、寄せられたコメントを参考に修正提案を行うと思うので、引き続き注目してゆきたい。

(注)

- (1) SEC三三年法リリース三三―七四九七 "Plain English Disclosures" 一九九八年一月二八日採用 (一九九八年一月一日実施)。
- (2) 三四年法規則一五〇二―八(d)。
- (3) 新規提案中の三三年法規則一七三(c)。
- (4) 新規提案中の三三年法規則一七二(a)(2)。
- (5) 拙稿「アメリカの会社登録制度案の背景(下)」、本誌一九九八年九月号、三九―四一頁参照。
- (6) 法律事務所 Palmer & Dodge のパートナーであり、著名な証券法学者。SECの証券法運用の姿勢を批判した論文として次のものがある。Stanley Keller, "Basic Securities Act Concept Revisited", INSIGHTS, May 1995.
- (7) 三三年法規則一五二条、レギュレーションD、第五〇二条(a)。
- (8) SIA コメント・レター、諮問委員会第六回会合資料(一九九五年一月二日)に所収。
- (9) 当研究所「欧米における証券取引制度の改革」(平成一

○年九月)、第一章(吉原)「ディスクロージャーの簡素化・効率化」第一〇―二頁参照。

- (10) 改正提案中の三三年法規則一五二(a)。
- (11) " " 一五二(b)。
- (12) " " 一五二(c)。
- (13) この提案で影響を受けるのは、三四年法様式二〇一F、一〇一Q、一〇一QSB、一〇一K、一〇一KSB、一八一Kである。
- (14) レギュレーションS-K項目三〇一により作成する。
- (15) この提案で影響を受けるのは、三四年法様式八A、一〇一Q、一〇一SB、二〇一F、四〇一F、一〇一Q、一〇一QSBである。

(なかむら としお・当研究所主任研究員)