

ノー・アクション・レターの実態

大蔵省は、行政指導的な通達を全廃する方針を打ち出すとともに、法令の解釈及び適用を明確にするため、米国のノー・アクション・レターのような制度の導入を検討することが伝えられている。ノー・アクション・レターは、法的拘束力は持たないものの、SEC と金融業界の法解釈を円滑にする効果があり、広く利用されている。我が国において、ノー・アクション・レターのような制度を導入するには、行政民間双方の法務スタッフの充実のほか、当局の明確かつわかりやすい法解釈とその理由の公表が重要である。

1. ノー・アクション・レター

1) ノー・アクション・レターの特徴と目的

ノー・アクション・レター (no-action letter) とは、申請者が、これから行おうとする取引等について、SEC スタッフに対して、SEC に対する制裁発動を勧告しないという回答を求め、SEC スタッフは、特定の事実及び状況に基づき、独自に判断して回答する非公式な手続き (informal procedure) である。また、ノー・アクション・レターが申請されることによって、証券諸法および諸規則の適用の何が不明確なのかについて、SEC スタッフが確認する手がかりとなる。インタープリティブ・レター¹が公表される場合もある。

ノー・アクション・レターの目的は、SEC の制裁発動の可能性を合理的に排除し、低コストで法律の専門家である SEC のアドバイスを求められる機会を提供することである。また、最近の問題に関する弁護士の見解を SEC に知らせるという役割も担っている。

2) セーフ・ハーバー・ルールとの違い

米国の制度として、ノー・アクション・レターとともにセーフ・ハーバー・ルール (safe harbor rule) がよく知られている。セーフ・ハーバー・ルールとは、それ自体としては法的な拘束力を有しないものの、その条項に依拠して行動すれば法令違反に問われることがないという効果を有する法令の形式である。SEC は SEC 規則をしばしばセーフ・ハーバーの形で制定している²。

¹ 特定の取引案件に関して法令または諸規則の解釈を表明したものである。

² ①証券登録免除に関するもの (レギュレーションD、レギュレーションA)、②私募証券の転売に関するルール (規則 144、規則 144A)、③将来情報開示に関するルール (33年法規則 175、34年法規則 3b-6)、④海外発行等に関するルール (レギュレーションS (33年法規則 901~905) などがある。

ノー・アクション・レターが、個々の取引や措置についての適法性を個別に確認することで、法的確実性を担保する仕組みであるのに対し、セーフ・ハーバー・ルールは、適法な取引や措置を類型化して事前に示すことで、多数の取引や措置についての法的確実性を一括して担保する仕組みであると言える。また、ノー・アクション・レターは、原則として各スタッフの具体的案件に関する判断に過ぎず、法的拘束力を有しないとされているのに対し、セーフ・ハーバー・ルールは、正式の法令であることから、法的確実性を高める効果が高い。

2. 手続きのメカニズム

ノー・アクション・レターは非公式な手続きであるが、3つの委員会規則³と3つの委員会リリース⁴に基づいて行われる。

ノー・アクション・レターの申請から公表までは以下のようなプロセスになっている(図1)。

1) 申請から公表までの手続き

(1) ノー・アクション・レターを申請

申請者は、ノー・アクション・レターが必要となった根拠法令を担当する部局長へ直接申請する。申請に記述すべき内容は、①申請者およびすべての関係当事者に関する事項、②照会事項を解決するために必要な諸事実(対象となる取引・行為の内容、当該行為に関係する証券諸法令)、③その適用をしない法解釈であり、簡潔かつ的確な記述が求められる。申請は誰でも行うことができるが、これから行おうとする行為が適法に行われるものであるという申請者自身の解釈を記述する必要があるため、弁護士が代理人となって、行うケースがほとんどである。97年からは、書類提出のほかに電子メールによる申請も認められ、一段とノー・アクション・レターの申請がしやすくなっている⁵。

(2) 申請受理から回答まで

ノー・アクション・レターが受理されてから、回答までの期間は30日~60日位である。最新かつ重要な問題を提起するものや補足資料が必要となる場合にはさらに時間がかかるようである。

³ Informal and other procedures General-202.1条(1986)、Pre-filing assistance and interpretative advice-202.2条(1986)、Confidential treatment 200.81条(1986)

⁴ Procedures Available to Requests for No-Action : Securities Act Release No.6269 (Dec.5, 1980)、Securities Act Release No.6253、Procedures for No-Action Letters : Securities Act Release No.5127 (Jan.25, 1971)

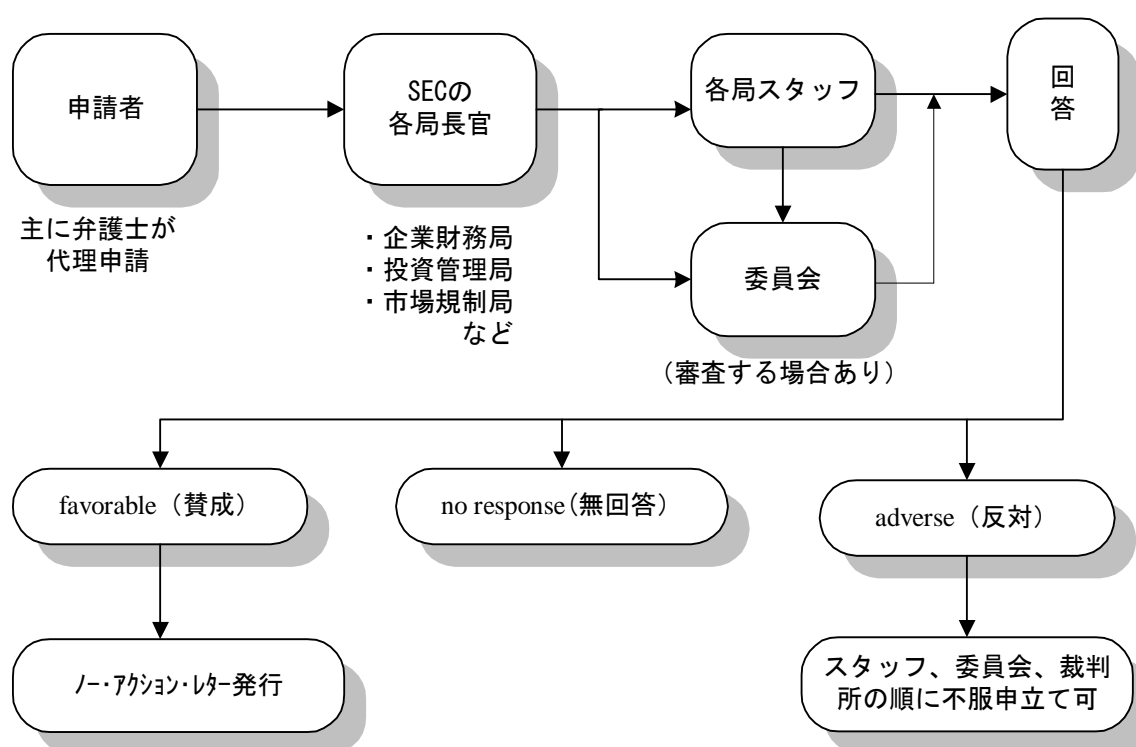
⁵ 電子メールでの申請先アドレスは、企業財務局に対してはcfletters@sec.gov、市場規制局に対してはmaketreg@sec.govとなっている。なお、各局とも電話による申請手続きの照会も行っている。

(3) リクエストに対する SEC スタッフの回答

完全回答形式（「full response」）と承認形式（「endorsement」）の 2 つの回答形式があるが、その効果は同じである。企業財務局と投資管理局は 80 年より、市場規制局は 87 年より承認形式を導入した（33 年法 releaseNo.6253）。

また、回答の形式としては、favorable（賛成）、no response（無回答）、adverse（反対）の 3 通りがある。

図 1 ノー・アクション・レターの申請から回答までのプロセス



(出所) 野村総合研究所

(4) ノー・アクション・レターの公表

すべてのノー・アクション・レターがワシントン DC にある SEC 本部のパブリック・レファレンス・ルームで閲覧・謄写できるようになっている。また、SEC 「Daily News Digest⁶」に掲載されるほか、CCH 発行の FSLR 誌、BNA 発行の SRLR 誌、WSB の発行誌や LEXIS-NEXIS などの民間業者からもタイムリーに入手することができる。

企業秘密に関係することなど、申請者と SEC との間でコンフィデンシャル（非公開）

⁶ SEC の web ページ (<http://www.sec.gov>) において、サマリーをみることができる。

期間が設定されたものは、その期間が経過した後に公開される⁷。

2) スタッフの3種類の回答

(1) 賛成 (「favorable」)

申請の過半数はこのタイプである。このタイプの回答には、「申し立ての取引が実行されてもスタッフは SEC に対して制裁措置の発動を勧告しない」という決まり文句が最後に添えられる。SEC の各部局において、重要なものとして特に一般の注意を喚起すべきと判断したものとされたノー・アクション・レターは、**significant letter** と呼ばれ、賛成の理由が説明される。

申請に述べられた弁護士の法解釈について同意することを明らかにせず、賛成の回答を出す場合もある。

(2) 無回答 (「no response」)

スタッフが法律的、政策的あるいは実用的に考慮して、回答することが適当でないと判断した場合の対応である。具体的には、事実に基づく情報が十分でないもの、根拠となる事実や状況を見落とされるとスタッフの回答が誤解されるおそれがあるもの、スタッフが判断できないあるいは判断すべきでない性格のもの、対象となっている法律が改正されつつあるもの、申請案件について委員会がノー・アクションとする解釈やリリースを条文化した場合、申請の問題や当事者が既に法執行のための調査や手続に入っている場合、委員会の公式な審理手続き (formal adjudicatory process) を通した方がいいものが対象となっている。

(3) 反対 (「adverse」)

おおむね申請者の法解釈に反対の説明がつけられるが、裁量的な要因で反対する場合は反対の説明がない。だが、反対の回答だからといって、提案された取引を行った場合に、必ずしも SEC の法執行の対象になるというわけではない。

反対の回答に対する申請者の対応としては、①当該取引の中止あるいは修正、②当該取引の断行 (法的にリスクー)、③不服を申し立てる、の3つがある。

不服を申し立てる場合には、「スタッフ→委員会→裁判所」の順に行うこととされている。委員会審査を経なければ司法審査の対象にならない。

⁷ SEC と申請者と間の非公開協定の詳細については、SEC の企業財務局発行の staff legal bulletin に “super no-action letter” としての記述がある (97年2月28日)。

3) ノー・アクション・レターの効果

ノー・アクション・レターの効果は、ノー・アクション・レターを申請した当事者と、ノー・アクション・レターに示された類似の行為を行う第三者とは異なっている。

(1) 申請者

SEC はノー・アクション・レターに法的に拘束されるものではない。したがって、ノー・アクション・レターの禁反言(estoppel)⁸の効果は司法上決定的でない⁹とされている。すなわち、ノー・アクション・レターによって示された判断をむやみに覆してはいけないという原則は裁判では当然に認められるものではない。

SEC がノー・アクション・レターの受理者に対してアクションを起こした、つまり制裁措置を発動したケースでは、申請書の内容に、虚偽あるいは誤解を生じさせる記述があった (*In re Capital Counselors, Inc.*, Exchange Act Release No.10,455(1973))。

裁判所は SEC スタッフの立場や判断に拘束されないが、ノー・アクション・レターをまったく無視することは実際にはないようである。ゆえに、実務的には、申請当事者にとって「賛成の回答」はそこに示された行為について法的に問題とされないことを保証されているようなものである。

なお、ノー・アクション・レターは、私人間の権利関係に影響を与えるものでないとされている (Exchange Act Release No.13,017, note 114)。

(2) 第三者

ノー・アクション・レターを抛り所とできるのは申請者のみである。第三者にとって、ノー・アクション・レターは類似行為を行う場合の前例でしかない。確実なのは、ノー・アクション・レターを自ら申請することである。

(3) ノー・アクション・レターの取消例

実際例として、第三者(準当事者)がノー・アクション・レターを不服として、訴訟を提起し、最終的には SEC がそのノー・アクション・レターを取り消した事例がある。

92 年に、Cracker Barrel 社は株主が提案した雇用に関する議案 (employment-related proposals) を 34 年法規則 14a-8(7)にいう「会社の日常業務執行(ordinary business operations)」に含まれるとして、株主総会の招集通知の参考書類に当たる委任状説明書(proxy statement)に載せなくても良いとすることについてノー・アクション・レターを求め、SEC スタッフもそれに賛成した。当時は、一般的に雇用問題は会社の日常業務であ

⁸ 商事法務研究会「英米商事法辞典(新版)」(33頁)によると、禁反言とは、「当事者の一方が真偽を問わずある事実の存在を主張または否定することを禁止するという英米法の重要な原則」である。

⁹ 宇賀克也「行政手続法の理論」東京大学出版会(240~242頁)が参考になる。

ると考えられていたうえ、SECは株主提案を狭く解釈する傾向があった。

同株主提案を会社に求めた株主（ニューヨーク市従業員退職年金基金、NYCERS）は、このノー・アクション・レターを不服として93年に訴訟を提起した。第一審（94年1月）ではNYCERSが、控訴審（95年1月）ではSECが勝訴した。その後、NYCERSが再審理を請求した。この間、この問題に関するSECの判断は差し控えられていた。

最終的には、SECは株主提案に関する規則の改正¹⁰を行い、このような社会問題・環境問題に関する株主提案を認めるとともに、このノー・アクション・レターを撤回した（98年5月21日発効）。また、この問題に関する撤回は、現在ペンディングになっているノー・アクション・レター申請や今後の申請についても適用するとしている。

3. 最近の状況

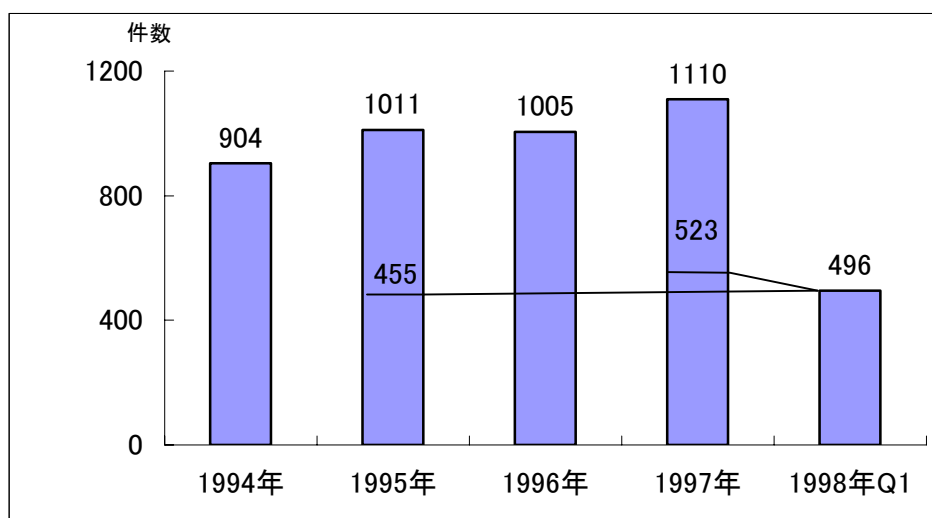
1) 公表件数は1000件程度

最近のノー・アクション・レターの公表件数は、ほぼ横ばいで推移している（図2）。98年については、第1四半期（1～3月）を終わったところで496件であり、97年第1四半期の523件に比べ、5%減少している。第1四半期で年間件数のほぼ半数に当たるノー・アクション・レターが公表されているのは、例年この時期に、34年法SEC規則14-8に関して、株主総会において付議する株主提案を委任状説明書に記載するかどうかについての照会が多いためである。

なお、ノー・アクション・レターを申請した場合に、実際にほとんどがノー・アクション・レターを出されるため、申請件数と公表件数はおおむね一致する。

¹⁰ SECは、97年9月に、株主提案に関する同規則の改正を提案した。各方面の意見を採り入れ調整し、98年5月に新規則(34年法規則14a-8、14a-4、14a-5)を発効させた。

図2 ノー・アクション・レターの公表件数



(注1) 1995年の455件、1997年の523件は第1四半期の公表件数を表す。

(出所) CCH “SEC No-Action Letter Year in Review 1997” 等より野村総合研究所作成。

2) 関心が高いのはディスクロージャー・電子証券取引

関心の高い照会事項は、インターネットの利用、プレーン・イングリッシュ・ディスクロージャー（わかりやすいディスクロージャー）、電子証券取引システム、ワールドワイド・オファリング（国境を越えた証券の募集）など SEC が直近の重要課題として掲げている分野である。

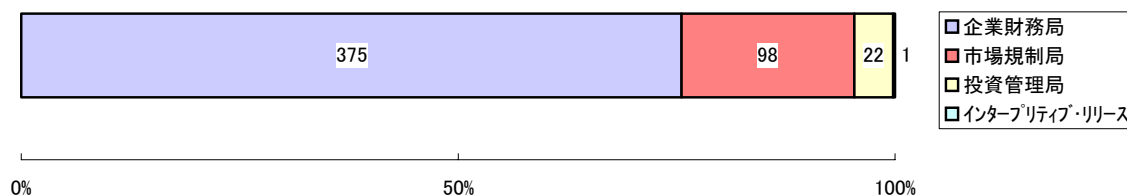
96年において、ノー・アクション・レターの申請先で最も多かったのは企業財務局（622件）であり、次いで市場規制局（278件）となっている。また、ノー・アクション・レターの中で、SEC が重要なものと認めた significant letter については、申請全体の13%であった。そのうち、投資管理局の回答（目論見書のプロフィール、配当原資に関する情報、業績データ）は1/3を占めたが、企業財務局（34年証券取引所法16条に関する改正（96年5月）規則の適用）は3件であった。

97年において顕著だったのは、特に第1四半期において、企業財務局への株主提案に関する申請¹¹が前年同期に比べ15%増え、全体の2/3であった。会社が株主提案として委任状説明書に載せないことを主張した主な事項は、役員報酬、寄付行為、配当、環境問題であった。また、この時期の significant letter は、14件ともすべて企業財務局から出されたものであった。

¹¹ 会社が申請したノー・アクション・レターのほとんどは社内弁護士が担当・作成している（CCH: Corporate Secretary's Guide May 20, 1997）。

ノー・アクション・レター・ウィークリー（98年4月13日号）によると、98年の第1四半期では、企業財務局への申請が依然として最も多く、前年同期を下回っているものの375件であった。そのうち、株主提案に関するノー・アクション・レターは294件と8割を占めている。significant letterについては、企業財務局では4件、市場規制局では19件、投資管理局では6件となっており、公表件数が多いからといって significant letter が多くとは限らないようだ。また、97年に比べ顕著なのは、significant letter とされているものうち、市場参加者によるインターネット利用に関するレターが多くなっていることである。これに関し、SECは3月に、インタープリティブ・リリース（解釈通達）を発出している¹²。

図3 98年第1四半期のノー・アクション・レターの内訳（単位 件数）



(出所)CCH “SEC No-Action Letter Weekly” (April 13, 1998) より野村総合研究所作成。

4. 我が国における導入への検討

米国以外の国においても、ノー・アクション・レターに類似した制度がある。英国における「適用除外制度 (waiver)」やフランスにおける「rescrit (回答書) 手続き」がそうだが、いずれもほとんど利用されていない¹³。

我が国では、現状において、金融業界の新規ビジネスなどの認可・承認を受ける場合には、個別に照会をし、認可を受けている。大蔵省は、6月8日、金融関連通達を原則的に廃止し、必要不可欠な項目のみ省令・告示などの形で存続させる見直しを行った。今回の動きは、批判の強い「裁量行政」と決別し、民間の自主判断を尊重する透明な行政への転換を公に示すものと評価できる。

これまでみてきたように、米国におけるノー・アクション・レターの制度は、証券取引

¹² 大崎貞和「インターネットの利用に関する米国 SEC の解釈通達」『資本市場クォーターリー』1998年春号 100頁以下参照。

¹³ 英国については金融サービス法 63B条、フランスについては証券取引委員会(COB)規則 90-07で規定されている。

における法解釈を明らかにするとともに、法の円滑な適用に大いに貢献している。非公式な制度とはいえ、SEC スタッフによって迅速な回答がなされ、詳細かつ広範な情報提供が行われている。

7月22日には、金融監督庁が正式に発足し、総勢約400人で事後監視型の金融行政に乗り出した。我が国にノー・アクション・レターのような制度を導入するには、行政側および民間側双方に弁護士あるいはかなり法律に精通したスタッフを充実する必要がある。また、当局は、その法解釈や法令適用に関する見解について、その理由も含めて明解に回答すべきであり、さらに、そのような回答が広く公表される体制も整えなければならない¹⁴。このような回答は当局の公式な見解とされる以上、かえって民間の行動を拘束することにもなりかねないので、特に、その解釈だけが一人歩きすることのないよう、当局は、なぜこのような法解釈に至ったかの理由付け及び説明を十分かつ明確に行うべきである。

ただ、我が国は匿名性を重視する傾向が強く、ノー・アクション・レターのような制度を設けたとしても、英・仏のようにあまり利用されない可能性も否めない。

(橋本 基美)

¹⁴ 行政手続法9条では、行政庁の処分や行政指導について、申請者の求めに応じ、所要の情報を提供しよう努めなければならないことになっている。また、同法12条では、申請者に不利益となる処分については、その処分基準を定めて、公表しよう努めなければならないことになっている。いずれも義務ではなく、訓示規定である。