

米国 SEC のディスクロージャー制度改革提案

大崎 貞和

要 約

1. 米国証券取引委員会（SEC）は、2004 年 11 月 3 日、公募証券の発行開示制度を大幅に見直す一連の規則改正提案を発表した。
2. 改正案では、参照方式を利用できる継続開示発行者を中心に、従来の法定目論見書の記載事項に縛られた勧誘規制が改められ、自由な情報提供が認められることになる。とりわけ、浮動株時価総額 7 億ドル以上等の要件を満たす「適格著名発行者」には緩やかな規制が適用される。
3. 今回の規則改正提案は、わが国で最近議論されてきたディスクロージャー制度上の問題点も多数取り上げており、今後のわが国における検討に対しても大いに示唆に富んでいる。

I. はじめに

米国証券取引委員会（SEC）は、2004 年 11 月 3 日、公募証券の発行開示制度を大幅に見直す一連の規則改正提案を発表した¹。

SEC は、6 年前の 1998 年 11 月にも、同じような趣旨の規則改正案を発表している²。この 98 年提案は、当時、市場関係者の注目を集めた「航空母艦（Aircraft Carrier）プロジェクト」の成果であり、目論見書の交付義務を最小限に止め、勧誘についての規制緩和を進めるために従来の開示様式を全面的に改めるという大胆な内容であった³。SEC は、1982 年の統合開示制度の導入以降、市場の効率性を前提としながら、継続開示制度をより重視する姿勢を示してきたが、「航空母艦プロジェクト」は、その集大成を図るものだった。

98 年提案は、大筋では市場関係者の支持を得た。しかし、細部をめぐることは、少なからぬ批判的コメントが寄せられたこともあり、SEC は提案をいったん棚上げせざるを得な

くなった。

SEC は、今回、改めて広範な規則改正提案を行った理由として、前回の提案以後のインターネットを始めとする情報通信技術の進歩に加えて、2000 年のレギュレーション FD 採択や 2002 年のサーベンス・オクスレー法制定などで継続開示制度の内容が一層充実してきていることなどをあげている。また、前回の提案が、既存の開示様式を抜本的に改めようとするものだったのに対し、今回は、現行の仕組みを手直しするという色合いを強めたとも述べている。

以下では、証券市場における情報開示制度のあり方を大きく変えようとする SEC の新提案の概要を紹介するとともに、わが国への示唆を探ることにして⁴。

II. 発行開示制度の現状と問題点

1. 統合開示制度とその背景

証券市場が効率的であれば、証券の発行者や発行証券に関する重要な情報は、速やかに市場価格に反映される。

従って、証券取引所上場企業など、継続的に情報開示を行い、既に全ての重要な情報が市場価格に反映されている発行者が、証券の公募（募集または売出し）に際して、改めて発行開示を行っても、開示手続きに要するコストに見合うだけの付加的な便益を市場にもたらすことは難しいものと考えられる。公募に応じる投資家からすれば、市場における時価情報こそが、最も重要な投資判断の材料となるからである。

既に継続開示を行っており、一定の要件を満たす発行者は、発行開示書類において、継続開示書類を参照させるだけで足りる（参照方式）とした統合開示制度は、この考え方に沿ったものである。また、統合開示制度が導入された翌年の 1983 年には、参照方式を利用できる発行者を対象として一括登録（shelf registration）が認められた。これも、充実した継続開示を行っている発行者には、個々の証券公募に際して詳細な発行開示を行わせる必要はないという統合開示の考え方を反映した制度である。

なお、わが国においても、米国の制度を参考にしながら、1988 年の証券取引法改正で、組込方式及び参照方式による有価証券届出書の容認、発行登録制度（米国の一括登録に相当）の導入が実現している（証券取引法 23 条の 2 以下）。

2. 現行発行開示制度とその問題点

1) 現行制度の概要

統合開示制度は、1933 年証券法に基づく発行開示と 1934 年証券取引所法に基づく継続開示とが、二つの異なる体系として並立するという米国証券規制の伝統的なあり方を大きく変化させた。しかしながら、証券の公募に際して、勧誘の対象となる投資家への目論見書の交付を義務づけ、目論見書と異なる内容の書面を用いた勧誘を禁じるという発行開

示規制の仕組みそのものが否定されたわけではない。

現状では、証券法に基づく発行開示制度は、次のようなものとなっている。

証券の公募を行おうとする発行者は、原則として、SEC に対して登録届出書を提出しなければならない。届出書提出前に、公募証券に関して、書面もしくは口頭での売付の申し込み（offer）を行うことは、違法な「抜け駆け（gun jumping）」として禁じられる（1933 年証券法 5 条(c)項）。

登録届出書は、原則として、提出後 20 日目にその効力を生じる。登録届出書の提出から効力発生までの期間は、待機期間とされ、仮目論見書（preliminary prospectus）または要約目論見書（summary prospectus）以外の書面を用いて売付の申し込みを行うことが禁じられる（証券法 10 条(b)項）。

仮目論見書は、発行価格など未決定の項目を除けば正式目論見書と同じ内容の書面であり、要約目論見書は、正式目論見書の記載事項の一部を省略した書面である。なお、この間に、主として機関投資家などを対象として、口頭で行われる勧誘が、いわゆるロード・ショウである。

登録届出書の効力発生後は、書面による勧誘は、予めまたは同時に正式目論見書を交付して行わなければならない。また、口頭や電話による勧誘に際しては、遅くとも証券の交付時まで最終目論見書（正式目論見書の内容とその後の訂正があればそれを含む目論見書）を交付しなければならない。

2) 足かせともなる発行開示制度

このように、現行制度の下では、公募を行う発行者による情報発信は、基本的に目論見書に記載すべき内容のみに限定されている。しかし、目論見書の記載事項以外の情報発信を極力制限することで、投資家の投資判断を助けるという発行開示規制の考え方は、市場

の現実には必ずしも合致していない。そもそも、目論見書が最も有効かつ公正な情報伝達手段と考えられた 1930 年代とインターネットを通じて瞬時に世界中に同じ情報が提供される現在とでは、情報のあり方が大きく変化している。

とりわけ、知名度の高い上場企業など、日常的に様々な情報発信を行い、発信した情報が一般投資家や証券会社のアナリストを始めとする専門家によって分析・評価されている発行者の場合、画一的な発行開示を強制することには弊害も予想される。

例えば、現行の規制では、上場企業などが新たに証券の公募を実施する場合、日常的に行っている情報発信が、登録届出書提出前の「抜け駆け」による売付の申し込みとみなされる法的なリスクが存在する。このため、実際には、公募の届出を行った後、目論見書の記載事項以外の情報を発信できない、いわゆるクワイエット・ピリオドが生じることになる。クワイエット・ピリオドの存在は、上場企業と市場との対話を中断し、投資家の得られる情報の内容を必要以上に制約しているのではないかという懸念がある。

もちろん、株式新規公開（IPO）を行う発行者のように継続開示を行っていない場合や、既に継続開示を行ってはいるものの開示情報が幅広い投資家や専門家による分析・評価の対象となっていない発行者については、登録届出書や目論見書を通じて、投資判断に有用な一定の情報を強制的に開示させ、それ以外の投資判断を歪める可能性のある情報を排除することの意義は、現在でも失われてはいないだろう。

Ⅲ. 目論見書制度改革の提案

1. 発行者区分の見直し

前述のように、統合開示制度の前提となっているのは、継続開示の内容が充実していれば、同じ発行者による個々の証券発行に際して、改めて発行者の情報を詳細に開示させることの意義は小さいという考え方である。SEC は、今回の規則改正案において、上の考え方を背景としながら、証券の発行者を次の四つに区分し、異なるレベルの発行開示規制を課すことを提案している⁵。

- ① 継続開示を行っていない発行者
- ② 参照方式を利用できない非適格発行者
(unseasoned issuer)
- ③ 参照方式を利用できる適格発行者
(seasoned issuer)
- ④ 参照方式を利用できる適格著名発行者
(well-known seasoned issuer)

このうち、①に属する発行者が、最も厳しい発行開示規制の対象となり、②以下、順に規制が緩やかになる。

現状では、③の参照方式を利用できる適格発行者とされるための要件は、内国企業の場合、継続開示を一年以上適切に行っており、浮動株時価総額 7,500 万ドル以上、などとされている。SEC は、これらの要件は改めることなく、新たに、参照方式を利用できる適格発行者のうち一定の要件を満たす発行者を④に分類し、最も緩やかな開示規制を課すことを提案している。

すなわち、④の適格著名発行者とされるのは、参照方式を利用できる適格発行者であって、a) 浮動株時価総額 7 億ドル以上、または b) 負債性の証券のみを SEC に登録しており過去 3 年間で総額 10 億ドル以上の負債性証券を発行した、のいずれかに該当する発行者である（規則 405 改正案）。

SEC は、この数値基準について、経済分

析局（OEA）による1997年から2003年までのデータに基づく詳しい分析を紹介しながら、その妥当性を主張している。

2. 登録届出前の情報発信規制の見直し

1) 「抜け駆け」に関するセーフ・ハーバーの提案

SECは、違法な「抜け駆け」とはみなされない情報発信の内容を明らかにする証券法規則168と169の二つのセーフ・ハーバー・ルールを新たに設けることを提案し、公募を予定する発行者が、日常的な情報発信を積極的に継続できるような措置を講じようとしている。

規則168は、継続開示を既に行っている発行者に適用され、①定常的に発表される事業上の事実に関する情報（広告宣伝などを含む）、及び②定期的に発表される将来に関する予測情報、については、公募のタイミングにかかわらず、売付の申し込みとみなされることはなく、いつでも発表することができるとしている。

一方、規則169は、継続開示を行っていない発行者に適用され、顧客や仕入れ先など、投資家もしくは潜在的な投資家でない者に対して定常的に提供してきた事業上の事実に関する情報は、売付の申し込みとみなされず、公募を行うことになった場合でも、引き続き自由に発信することができるとする。

ここで特に注目されるのは、SECが、継続開示を行っている発行者に限ってとはいえ、公募のタイミングにかかわらず将来に関する予測情報の公表を容認しようとしている点である⁶。SECは、重要事実の選択的な開示を禁じる公平情報開示規則（レギュレーションFD）の施行後、業績予想を発表する上場企業が増えているという事実に言及し、そうした行動が発行開示規制によって妨げられてはならないと述べているのである。

なお、SECは、どのような形で発信される情報が、このセーフ・ハーバーの対象となる「定常的に発表される情報」や「定期的に発表される予測情報」に該当するかについてもリリースで詳しく論じている。例えば、それまで通常のパレス・リリースを通じて四半期ごとに業績予想を発表してきた会社が、公募の直前や公募期間中に、業績予想の内容を大々的に宣伝する、といったように、従来のやり方や発表する情報の質を大きく変えたような場合には、セーフ・ハーバーに依拠することはできないと指摘している。

2) 届出30日前までの情報発信の取扱い

SECは、新たに規則163Aの制定を提案し、全ての発行者に関して、登録届出書提出の30日前までに行われる情報の発信が、証券法5条(c)項にいう売付の申し込みに該当しないことを明らかにしようとしている。もちろん、当該情報発信において、公募の事実が言及されるといった場合には、規則163Aによる保護を受けることはできず、当該情報発信は、違法な「抜け駆け」と判断される可能性が高い。

3) 適格著名発行者に対する規制の免除

一方、参照方式を利用することができ、浮動株時価総額7億ドル以上など、前述の要件を満たす適格著名発行者については、新たに制定する規則163を適用することが提案されている。この規則は、適格著名発行者が、公募の可能性があることや、公募に応じる場合には法定目論見書を参照すべきことなど、所定の担保文言を付した書面で行う情報発信については、証券法5条(c)項の適用を全面的に排除するというものである。これにより、適格著名発行者は、「抜け駆け」とみなされる懸念なしに、様々な情報発信が可能となるものと考えられる。

3. 登録届出後の情報発信規制の見直し

1) 目論見書に関するセーフ・ハーバーの提案

1955年に制定されたSECの証券法規則134は、登録届出書の提出後に発行者等が行う情報発信が、違法な「目論見書」とみなされることを防ぐためのセーフ・ハーバー・ルールである。すなわち、同規則に掲げられた情報は、公募の売付申し込みに関連するものであっても、違法な「目論見書」とされることはない。具体的には、発行者の名称、証券の発行総額、等が列挙されている。

SECは、今回、この規則を改正し、発行者の連絡先や公募される証券の発行条件に関する情報、購入する場合の口座開設の方法、ロード・ショウの日時や場所に関する情報など、投資家にとって有用な幅広い情報の提供を可能にするよう提案している。

2) 自由書面目論見書導入の提案

(1) 自由書面目論見書とは

様式を定めない自由書面目論見書 (free writing prospectus) の導入は、今回のSECによる改革提案の最も重要な柱の一つである。前回1998年の規則提案でも、一定以上の規模の発行者については目論見書作成義務を免除し、「自由書面 (free writing)」資料による勧誘を認めるという内容が盛り込まれていたが、今回は、同じような仕組みを目論見書規制の枠組みの中で導入することが提案されることになった。

自由書面目論見書とは、証券の公募に関する登録届出書が提出された後に、当該証券の売付の申し込みもしくは買付の申し込みの勧誘のために使用される、法定目論見書以外の書面による表示 (written communication) を指す (規則405改正案)。ここでいう書面による表示には、書かれたもの、印刷されたもの、放送されたもの、または図像による表示

(graphic communication) が含まれる。

但し、適格著名発行者の場合、登録届出書提出前であっても、前述の規則163に基づき、登録届出書が提出されていれば自由書面目論見書に相当する書面を使用することが可能である。

(2) 届出の必要な自由書面目論見書

自由書面目論見書は、①発行者自身によって、または発行者のために第三者によって作成される場合と、②発行者の関係者や証券会社など売付への参加者を始めとする発行者以外の者によって独自に作成される場合がある。

前者の場合、発行者は、自由書面目論見書をSECに届出なければならない。これに対して、後者の発行者以外の者が作成する場合には、次のような手続きが求められる (規則433提案(d))。

- ① 発行者に関する重要事実であって、登録届出書もしくは既に届出済みの自由書面目論見書に記載されていない、発行者によって提供された情報 (発行者提供情報) が記載されている場合には、発行者が届出を行う。
- ② 不特定多数の者に配布されることが予定される場合には、作成者が届出を行う。
- ③ 公募される証券の発行条件が記載されている場合には、発行者が、最終的な発行条件の記載された自由書面目論見書を届出する。

なお、証券会社が販売用資料を作成する場合には、当該会社の顧客のみに交付される資料であれば、交付される人数が多数であっても、②でいう不特定多数の者に配布される場合には該当しないものとされる。また、①のルールから、幹事証券会社が作成した販売用資料であっても、発行者提供情報が記載内容に含まれていない場合には、届出の義務は生じないことになる⁷。

(3) 自由書面目論見書の使用条件

SECは、全ての発行者が自由書面目論見

書を利用できるようにすることを提案している。この点は、一定の要件を満たす発行者にのみ、目論見書作成義務を免除し、それに代えて自由書面資料の届出を義務づけようとした前回の改革提案とは大きく異なる。

今回の SEC の提案では、自由書面目論見書の使用に際して満たされるべき要件は、次のように、発行者の性格によって異なる。

- ① 継続開示を行っていない発行者（IPO の場合を含む）または参照方式を利用できない非適格発行者の場合、予めまたは同時に法定目論見書が交付されること⁸。
- ② 参照方式を利用できる適格発行者（適格著名発行者を含む）の場合、法定目論見書が登録届出書の一部として提出されていること。

いずれの場合においても、自由書面目論見書に含まれる情報は、法定目論見書の内容と矛盾するものであってはならず、また、法定目論見書の存在や入手方法を明示するものでなければならない。

なお、自由書面目論見書には、前述のように、「放送されたもの」や発行者と関係のない第三者が作成したものも含まれるため、新聞、テレビ等における報道が、発行者や発行証券に言及する場合の取扱いが問題となる。

この点について、SEC は、発行者や公募の引受証券会社など関係者が報道機関に対して情報を提供した場合であって、報道の内容が自由書面目論見書の定義に該当する場合には、発行者は、報道が行われた翌営業日までに、当該報道の内容を自由書面目論見書として SEC に届出なければならないとする。この場合、発行者が、継続開示を行っていない場合や参照方式を利用できない非適格発行者の場合（上の①に該当する場合）であっても、新聞の読者や放送の視聴者に対して法定目論見書を交付することを求められるわけではない。

但し、当該報道の制作費等を発行者等が負

担している場合には、当該報道は、通常の自由書面目論見書として取り扱われる。つまり、上の①及び②に示した通り、継続開示を行っていない発行者や参照方式を利用できない非適格発行者であれば、新聞の読者や放送の視聴者に対して予めまたは同時に法定目論見書を交付することが求められ、参照方式を利用できる適格発行者であれば、当該報道において、法定目論見書の入手方法を明らかにしておくことが求められるのである。

（４）ネット上でのロード・ショウの取扱い

前述のように、現在、公募証券に関して、登録届出後の待機期間中に、ロード・ショウと呼ばれる口頭での勧誘がしばしば行われている。更に、最近では、インターネットを利用して、ロード・ショウの様子を幅広い投資家へ「中継」するといった試みもみられる。従来、このネット上でのロード・ショウが、目論見書規制を受けない口頭での勧誘と言えるかどうか問題となり、SEC は、個別にノー・アクション・レターを発給することで対応してきた⁹。

これに対して、今回の規則改正案では、ネット上での画像の配信は、「書面による表示」とみなされる「図像による表示」に該当するという解釈が明らかにされた。従って、ネット上でのロード・ショウは、自由書面目論見書に該当することになり、前述の規則 433 に規定された手続きに則って、SEC への届出やロード・ショウを行う発行者の属性によって、法定目論見書の交付、目論見書入手方法の表示など適切な対応を講じなければならないことになる¹⁰。

（５）自由書面目論見書の使用に伴う責任

1933 年証券法は、目論見書の記載内容や勧誘時の口頭での説明が、重要な点において、虚偽または誤解を生ぜしめるものであった場合、もしくは誤解を生ぜしめないために必要な情報を欠くものであった場合には、登録証券の購入者は、発行者等に対して、購入によ

って生じた損害の賠償を請求することができるとしている（12条(a)項(2)）。また、証券の売付申し込みの際に、重要な点において、虚偽または誤解を生ぜしめる表示もしくは誤解を生ぜしめないために必要な情報を欠く表示によって金銭その他の財産を取得した場合の賠償義務を定める、より一般的な詐欺防止規定も設けられている（17条(a)項(2)）。

SEC は、規則改正案において、証券法の規定にいう目論見書には導入が提案されている自由書面目論見書が含まれると指摘するとともに、これらの規定にいう虚偽等の有無を判断する際には、投資家が購入の判断を固めた時点までに与えられた情報だけを考慮に入れるべきだとしている（新設の規則 159 提案）。

つまり、自由書面目論見書の記載内容が虚偽等であった場合には、発行者等は民事上の損害賠償責任を負う一方、自由書面目論見書の記載内容に問題がなく、正式目論見書の記

載が虚偽等であった場合には、自由書面目論見書による勧誘だけで証券の購入に踏み切った投資家に対しては、賠償義務を負わないという帰結になる。

また、SEC は、規則 408 を改正し、自由書面目論見書の記載内容に正式目論見書の記載内容の一部が含まれている場合、そのことが、目論見書に記載されるべき重要な事項の欠陥とみなされることはないことを明確にすべきであるとも提案している。

4. 目論見書の登録による交付の容認

前述のように、現状では、登録届出書発効後に売付の申し込みを書面で行う際には、正式目論見書を予めまたは同時に交付することが求められ、口頭で行う場合でも、遅くとも、証券の交付時には正式目論見書を交付しなければならないものとされている。

今回の SEC による制度改革提案が実現すれば、参照方式を利用できる適格発行者の証

表 目論見書制度改革提案の内容のまとめ

	現行制度	SEC の改革提案		
		著名発行者	その他の参照方式利用発行者	参照方式非適格発行者
登録届出書提出の30日前まで	情報発信が売付の申し込みに該当しなければ可能	情報発信は原則として売付の申し込みに該当しない	情報発信は原則として売付の申し込みに該当しない	情報発信は原則として売付の申し込みに該当しない
登録届出書提出前30日間	情報発信が売付の申し込みに該当しなければ可能	所定の担保文言を付した書面で行う情報発信は売付の申し込みではなく、自由書面目論見書の使用も可能	①定常的に発表される事業上の事実に関する情報、②定期的に発表される将来に関する予測情報は発信可能	左と同じだが、継続開示を行っていない発行者には、②は適用されない
登録届出書提出から発効まで（待機期間）	書面を用いた売付の申し込みは仮目論見書または要約目論見書でのみ可能、口頭ではロード・ショウ	仮目論見書、要約目論見書のほか、自由書面目論見書での売付の申し込みが可能	仮目論見書、要約目論見書のほか、自由書面目論見書での売付の申し込みが可能	自由書面目論見書での売付の申し込みも可能だが、その場合、予めまたは同時に仮目論見書の交付が必要
登録届出書発効後	書面を用いた売付の申し込みは正式目論見書でのみ可能	正式目論見書または正式目論見書の入手方法を示した自由書面目論見書での売付の申し込みが可能	正式目論見書または正式目論見書の入手方法を示した自由書面目論見書での売付の申し込みが可能	自由書面目論見書での売付の申し込みも可能だが、その場合、予めまたは同時に正式目論見書の交付が必要

(出所) 野村資本市場研究所

券公募に際しては、従来の仮目論見書、要約目論見書に加えて、自由書面目論見書が投資勧誘のための資料として広く利用されるようになる。しかも、参照方式を利用できる適格発行者は、登録届出書の効力発生後であっても、正式目論見書を伴わずに自由書面目論見書を使用することができる。従って、現行の目論見書交付の仕組みをそのまま維持すれば、そのようなケースでは、投資家は、証券の交付時に初めて正式目論見書を受領するということになる。

しかし、証券の交付時に目論見書を受領したとしても、投資家の投資判断には全く役に立たない¹¹。SEC の提案に基づく改革が実施された後は、とりわけ、参照方式を利用できる適格発行者が証券の公募を行う場合、投資判断に必要な情報は、継続開示書類、将来に関する予測を含めた定常的、定期的に発表されている情報、自由書面目論見書、アナリストのリサーチ・レポートなど幅広く提供されることになるだけに、証券交付時に、改めて正式目論見書を交付することには、ほとんど意味がないだろう（表参照）。

そこで、SEC は、証券の交付にあたって予めまたは同時に正式目論見書を交付しなければならないという証券法 5 条(b)項(2)に定める義務を果たすための要件を、各投資家への物理的な交付でなく、SEC への法定目論見書の登録のみで足りるとすることを提案している（新設の規則 172 提案）。また、正式目論見書の交付が義務づけられている取引を行ったということを投資家が認識すること自体も重要であるとして、引受業者やブローカー等が、証券の売付完了から二日以内に正式目論見書を投資家宛てに送付しても良いこと、また、投資家が法定目論見書の送付を請求できることを明確にしようとしている（新設の規則 173 提案）。

一方、前述のように、参照方式を利用できない非適格発行者による公募（IPO を含む）

については、自由書面目論見書の使用に際して、仮目論見書または正式目論見書を予めまたは同時に交付することが必要とされる。このため、売付の申し込みに何らかの書面が用いられる限り、投資家は、証券の交付までに法定目論見書（仮目論見書を含む）を必ず受領するはずである。

現状では、仮目論見書の交付だけを受けた投資家に対しては、遅くとも証券の交付時には改めて正式目論見書を交付することが求められているわけだが、上述の規則 172 及び 173 によって、それは不要とされることになる。最終的な発行価格等を除けば内容が全く異なる二つの目論見書を重ねて交付することが投資家保護に資するとは思えず、SEC の提案内容は妥当であろう。

IV. その他の制度改革の提案

1. リサーチ・レポート規制の見直し

多くの証券会社において、証券アナリストが上場企業の業績や経営動向を調査し、各種のレポートを執筆、配布している。以前から SEC は、そうしたレポートが、違法な目論見書とみなされることのないよう、セーフ・ハーバー・ルールを整備してきた（証券法規則 137、138、139）。これらのルールによって、証券の公募が行われる際、当該公募証券の引受や分売に直接関わっていない証券会社のアナリストが、通常の調査業務の一環として当該証券の発行者に関するレポートを執筆して顧客に配布することは、目論見書を用いた売付の申し込みにあたらぬとの解釈が確立している。

SEC は、今回の制度改革にあたって、これらの規則を部分的に改正し、「リサーチ・レポート」の定義を明確にすることやセーフ・ハーバーの適用範囲を拡大することなどを提案している。

2. 一括登録制度の見直し

SEC は、今回の規則改正で、証券法規則 415 に基づく一括登録制度をめぐるいくつかの見直しを行おうとしている。その主要内容は次の通りである。

第一に、著名発行者が利用できる「自動一括登録 (automatic shelf registration)」制度を導入する。これは、著名発行者に対して、参照方式の発行開示様式であるフォーム S-3 (海外発行者の場合はフォーム F-3) を用いて、公募する証券の種類だけを明示しておけば、予め金額を定めず、一括登録を行うことを認めるというものである。

SEC は、この改正が、株主割り当て増資を行う海外の発行者に大きな便益をもたらすと指摘している。すなわち、米国外の企業が株主割り当て増資を行う場合、米国の投資家に対する株式の公募に該当する可能性があるが、現状では、米国法上の登録手続きをとらないケースが少なくない¹²。SEC は、新制度によって、いったん一括登録をしておけば、いつでも公募が可能となるので、機動性を求められる株主割り当て増資に対応できると考えたのである。

第二に、一括登録届出書の効力発生から二年以内に売付の申し込みを行う見込みの金額を記載することとしているのを改め、一括登録届出書の有効期間を三年間に限ることとする。なお、この三年の有効期間は、上の自動一括登録の届出書にも適用される。

第三に、一括登録制度の下で株式を時価で公募する場合に課されている、①発行済み株式時価総額の 10%を超えてはならない、②引受業者を介して実施し、当該引受業者の名称を目論見書で明らかにしなければならない、という二つの制約を撤廃する。

第四に、一括登録枠の設定後に作成される目論見書補完書類 (prospectus supplement) の内容が登録届出書の一部を成すことを明確にし、届出書記載事項に虚偽等があった場合

に生じる民事上の責任が及ぶことを明らかにする (新設の規則 430B、430C 提案)。

V. 改革提案の意義とわが国への示唆

SEC による今回の規則改正提案は、目論見書とその記載内容に縛られてきた証券発行時の情報開示や勧誘規制のあり方を大きく変える画期的な意義を有する。しかも、前回 98 年の提案に対する市場関係者のコメントを真摯に受け止め、実現可能性の高い内容となっている点が高く評価できる。

ここ数年、米国でのディスクロージャー制度改革といえば、サーベンス・オクスレー法に象徴される「規制強化」ばかりが関心を集めがちであっただけに、今回の提案は、米国の制度改革が、「規制強化」か「規制緩和」かといった単純なものではなく、資本市場の機能を最高度に発揮させるために必要な制度の構築を図るという発想で一貫していることを改めて認識させるものだと言える。

今回の提案は、わが国におけるディスクロージャー規制のあり方を考える上でも大いに示唆に富んでいる。米国の情報開示制度を基本的に継受したわが国は、SEC が指摘した問題の多くを共有しているからである。実際、SEC が取り上げた論点のうちのいくつかは、わが国でも実務者を中心に問題視されてきたものであり、2004 年の証券取引法改正 (2005 年 4 月施行予定) やその後の金融審議会ワーキング・グループにおける議論で一定の解決策が提示された部分もある。

例えば、目論見書の記載内容によって販売勧誘時に用いられる資料の内容が大きな制約を受けるという問題については、有価証券の募集または売出しのために、目論見書に記載すべき内容と異なる内容を記載した目論見書を使用したり、異なる内容の表示をしてはならないという証券取引法の規定 (旧 13 条 5 項) が削除され、「目論見書以外の文書、

図画、音声その他の資料…を使用する場合には、虚偽の表示又は誤解を生じさせる表示をしてはならない」という規定（改正後の13条5項）が新たに設けられることで、解決が図られた¹³。

また、仮目論見書を交付した後に、発行価格だけが加えられた正式目論見書を重ねて同じ投資家に交付しなければならないという問題については、予め最終的な価格の公表の方法を仮目論見書に記載した上で日刊紙への公告等を行えば、改めて価格を記載した目論見書を交付しなくてもよいとする制度が導入されることになった（13条2項但し書き、15条5項）。

他方、SECが一括登録制度の改正によって解決を図ろうとしている海外企業による株主割り当ての問題は、わが国では、金融審議会の部会報告書によって、外国の発行者に英文開示を認めることで解決できるとの考え方が提示されている¹⁴。

もっとも、これらのいわば「解決済み」の論点についても、今回のSEC提案の示唆することは少なくない。

例えば、証券取引法の改正で販売用資料をめぐる制約が緩められたことそのものは評価できるものの、改正後の条文からは、販売用資料に記載される内容の目論見書記載内容との関係や販売用資料の記載に問題があった場合の作成者や使用者の責任をめぐる点が多い¹⁵。これに対して、SECは、わが国の販売用資料に相当する書面を自由書面目論見書として位置づけることで、SECへの届出を義務づけたり目論見書使用に伴う民事責任規定の適用を図ったりするなど、柔軟でありながらも堅固な制度を構築することを目指している。

一方、SECが取り上げた論点の中には、わが国で実務上問題となりながらも、制度的な観点からの議論がまだ深められていないものもある。例えば、公募を行う発行者をめぐ

る報道の位置づけやアナリスト・レポートの取扱いといった問題がそうである。

更には、SECによる改革提案を支えている、充実した継続開示や市場関係者による分析・評価を通じて多様な情報が大量に生み出されている発行者に対しては重ねて厳しい発行開示規制を課すべきではないという基本哲学自体は、わが国における制度改革の検討の過程では、十分に意識されてこなかったようにも感じられる。

今回のSECによる改革提案が、わが国における更なるディスクロージャー制度改革の一つの端緒となり、実のある成果を生み出すことを期待したい。

¹ SEC, Release No. 33-8501, Securities Offering Reform, November 3, 2004.

² SEC, Release No. 33-7606A, The Regulation of Securities Offerings, November 13, 1998.

³ 1998年提案の内容とその意義は、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、1999年）41～44頁に詳しく論じられている。

⁴ 奇しくも、本稿で紹介する提案が委員会によって採択され、その概要が発表された3日後の10月30日に、統合開示制度の理論的基礎となった論文である“Truth in Securities” Revisited, 79 HARV. L. REV. 1340 (1966)の著者Milton Cohenが死去した。SECは、同氏の死を悼み、その証券市場規制への貢献を称える異例の声明を発表した。

⁵ 今回の規則改正案は、基本的には企業による資金調達を前提とした内容であり、投資会社（会社型投資信託）への適用は想定されていない。また、資産担保証券（ABS）の発行者については、フォームS-3を利用できる場合でも、「著名発行者」とはみなさないなど、部分的に異なる取扱いが予定されている。

⁶ SECは1980年代以降、将来指向表示（forward looking statement）を奨励する方針をとっているが、他方で、1971年に出したリリースにおいて、公募を予定する発行者が証券の価値に関する予想や意見を開示することを禁じており、このリリースは、現在まで有効とされてきた。黒沼、前掲書、31頁参照。

⁷ 1998年の改革提案では、あらゆる自由書面資料について届出が義務づけられることになっていた。このため、引受証券会社からは、独自のノウハウの含まれる販売用資料が届出の対象（すなわち公衆縦覧の対象）となれば、競争上不利になるという批判的なコメントが寄せられていた。SECは、今回の提案では、そうした不都合は生じないとの見解を示している。

⁸ 一度、法定目論見書を交付した後に、同じ投資家に対して自由書面目論見書を交付する場合は、法定目論見書に重要な変更が加えられていない限り、改めて法定目論見書を交付することは求められない。

⁹ Private Financial Network (March 12, 1997), Net Roadshow, Inc. (July 30, 1997) など。

¹⁰ ネット上のロード・ショウが自由書面目論見書に該当するとしても、自由書面目論見書の内容そのものが法定目論見書の内容と異なってはいけないという規制は設けられていないため、現在行われているようなロード・ショウを引き続き実施することの障害とはならない。

¹¹ SEC は、「そのような目論見書は、投資家に証券を購入すべきかどうかを分からせるのではなく、自分が証券と訴訟のどちらを手に入れたのかを分からせる機能しか果たさない」という故レイ・ロス教授の言葉を引用して問題点を指摘している。

¹² この場合、米国の投資家は、株主割り当てに応じることができないという不利益を蒙る結果となる。

¹³ 2004 年の証券取引法改正の内容については、拙稿「市場の基盤整備を図る改正証取法の成立」『資本市場クォーターリー』2004 年夏号及び田原泰雅ほか「証券取引法等の一部改正の概要」『旬刊商事法務』1703 号（2004 年 7 月 15 日）参照。また、改正のうち、ディスクロージャー制度に係わる部分について詳しくは、川口恭弘「証券取引法における有価証券の範囲・目論見書制度の見直し」『旬刊商事法務』1709 号（2004 年 9 月 25 日）及び拙稿「ディスクロージャーの合理化」『ジュリスト』1280 号（2004 年 12 月 1 日）を参照。

¹⁴ 金融審議会金融分科会第一部会報告「外国会社等の我が国における開示書類に係る制度上の整備・改善について」（平成 16 年 6 月 23 日）5 頁。

¹⁵ 大崎・前掲注 13 参照。