

# 米国 SEC の IPO 銘柄割り当てに関する規則改正案

野村 亜紀子

## 要 約

1. 米国では 2004 年 12 月 9 日、証券取引委員会（SEC）が、新規公開（IPO）銘柄の割り当て等に関する規則改正案を発表した。証券発行時の引受業者等の活動は、レギュレーション M と呼ばれる一連の SEC 規則により規制されるが、同レギュレーションを改正するという提案だった。
2. レギュレーション M 改正案の背景には、90 年代後半に始まる IPO 銘柄割り当てをめぐる不正疑惑があった。2003 年 5 月には、全米証券業協会（NASD）とニューヨーク証券取引所が共同設立した諮問委員会より提言が出され、同年 10 月には NASD により新規則が制定されるなど、自主規制機関による対応が進められていた。
3. 問題とされたのは、有望な IPO 銘柄の割り当てと引き換えに人気のない IPO 銘柄の購入を顧客に約束させる、IPO 銘柄の流通市場での取引開始後に追加購入を約束させるといった行為だったが、レギュレーション M 改正案には、これらを明示的に禁止するための新規則などが盛り込まれた。
4. 2004 年の米国 IPO 市場は、2000 年以來の件数・金額を記録し、ネットバブル崩壊後の低迷をようやく脱したと評された。本格的な拡張期が再来した時に同様な問題の再発を防止するためにも、今回のレギュレーション M 改正案の内容が十分なのか、今後の議論が興味深い。

## I. はじめに

米国では 2004 年 12 月 9 日、証券取引委員会（SEC）が、新規公開（IPO）銘柄の割り当て等に関する規則改正案を公表した<sup>1</sup>。証券発行時の証券業者や発行者の取引は、レギュレーション M と呼ばれる一連の SEC 規則により規制されている。SEC の提案は、このレギュレーション M の一部を改正するものである。

レギュレーション M の目的は、証券発行時の相場操縦の排除にある。相場操縦の禁止は証券規制の中心に位置する考え方の一つであり、証券発行時に限らず証券取引全般に適

用される。ただ、証券発行は一般に、相場操縦の誘惑が関係者の間に生じやすいタイミングであると考えられており、関連規定がレギュレーション M の形で整理されているのである。その内容は図表 1 の通りだが、基本的には以下から成る。

- ① 発行証券の分売に参加する証券会社等が、分売参加者である一定期間中に、当該証券を取引することの原則禁止（レギュレーション M の規則 101）
- ② 発行企業に対する上記と同様の行為の原則禁止（同 102）
- ③ ナスダック市場のマーケット・メーカーによる取引に関する上記規定の適用除外（同 103）

- ④ 一定の条件下での安定操作取引（スタビライゼーション）の容認（同 104）
- ⑤ 公募価格決定期間中の空売りをカバーするための、引受業者等からの買付の禁止（同 105）

例えば、発行価格を高く設定するために、価格決定期間中に過大な取引を行う、価格決定から買付の申込締め切りまでの間、価格下支えのために過大な取引を行うといった行為はレギュレーション M 違反となる。また、人気の高い IPO 銘柄を割り当てる代わりに、流通市場での取引開始後の追加的な買付を顧客に約束させるような行為（取引開始直後の価格下支えの効果を持つ）も、レギュレーション M 違反とされている。

レギュレーション M は IPO 銘柄にも適用されるが、後述するように、例えば発行価格の評価の指標となる流通市場が存在しないなど、IPO 時の状況に必ずしも十分に対応しているとは言えなかった。加えて、次章で述べるような IPO 銘柄の割り当てをめぐる不正疑惑が続発し、SEC は今回、レギュレーション M の改正を提案したのだった。

図表 1 レギュレーション M の概要

	概要
100 定義	(省略)
101 引受業者等の禁止行為	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 証券の分売に参加する引受業者等は原則として、対象証券（分売対象の証券等）を取引制限期間中（1日の平均売買代金及び時価総額に応じて決まる）に、直接・間接に買い付けるまたは他者の買付を誘ってはならない。</li> <li>・ リサーチの配布、端株取引、オプション等の行使、小規模取引（1日の平均売買代金の2%未満）、分売参加者間で分売に関連して行う取引、分売される証券の売付の申し出・買付の勧誘、規則 144A 証券（機関投資家向け）などには適用されない。</li> <li>・ 取引額の大きい証券（1日の平均売買代金が100万ドル以上かつ流通している普通株の時価総額1.5億ドル以上）、投資適格非転換証券及びアセットバック証券、証券取引所法適用除外証券（米国債、地方債等）などは適用除外。</li> </ul>
102 発行者等の禁止行為	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 分売される証券の発行者は原則として、対象証券を取引制限期間中に、直接・間接に買い付けるまたは他者の買付を誘ってはならない。</li> <li>・ 端株取引、商品プールやリミテッド・パートナーシップによる解約、オプション等の行使、分売される証券の売付の申し出・買付の勧誘、規則 144A 証券などには適用されない。</li> <li>・ 発行者の従業員及び発行者の子会社従業員等のために設立されたプラン、従業員等のためではないが発行者と独立の代理人により実行され発行者以外から証券を取得するプランは、適用除外。</li> <li>・ 取引額の大きい証券、投資適格非転換証券及びアセットバック証券、証券取引所法適用除外証券などは適用除外。</li> </ul>
103 ナスダック市場でのパッシブ・マーケットメーカー	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 証券業者がナスダック証券である対象証券のマーケットメーカー取引（パッシブ・マーケットメーカー）を行うことは、以下の条件下で容認される。</li> <li>・ ①パッシブ・マーケットメーカー（PMM）の出すビッドの価格は対象証券に対する独立のビッド（分売参加者、発行者等以外のビッド）の価格を上回ってはならない、②1日のネットの買付が1日の平均売買代金の30%または200株の大きい方を超えてはならない、③全ての独立のビッドが PMM のビッドよりも低くなった場合に、PMM もビッドを引き下げなければならない、④PMM が提示するビッドのサイズは、対象証券の最低呼値単位または②の小さい方を上回ってはならない、⑤PMM のビッドはその旨表示する、⑥NASD への事前通知と報告義務、⑦目論見書での開示義務。</li> </ul>
104 安定操作取引等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 安定操作取引、シンジケート・カバー取引、ペナルティ・ビッドは以下の規定を満たさない限り行ってはならない。</li> <li>・ 安定操作取引は証券価格の下落防止または遅延を目的とする。</li> <li>・ 安定操作取引を行う者は独立のビッドを優先する。</li> <li>・ 安定操作取引を行う分売業者またはシンジケート団は、同一市場で、同時に同価格で、2つ以上の安定操作取引を行ってはならない。</li> <li>・ 固定価格以外で発行される場合の、安定操作取引の禁止。</li> <li>・ 安定操作取引の価格は、発行価格または主要市場での安定操作取引価格の低い方を上回ってはならない。</li> <li>・ 安定操作取引を行う者は、当該取引を行う市場への事前通知と取引相手への開示を義務づけられる。シンジケート・カバー取引、ペナルティ・ビッドを行う者は当該取引等を行う主要市場の自主規制機関に対し事前通知が義務づけられる。</li> <li>・ 証券取引所法適用除外証券、規則 144A 証券などは適用除外。</li> </ul>
105 公募発行時の空売り	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 現物市場での公募発行に関連して、発行価格決定の5営業日前または登録届出から価格決定日までの間の短い方の間に行われた空売りをカバーするために、引受業者等から当該発行証券を取得することの禁止。</li> </ul>

(出所) 野村資本市場研究所

## II. IPO 銘柄の割り当てをめぐる問題<sup>2</sup>

今回、レギュレーション M 改正案が出された背景には、90 年代後半の株価上昇期に浮上した、IPO 銘柄の割り当てをめぐる問題がある。例えば、証券会社の投資銀行部門が、顧客企業の幹部に対して有望な IPO 銘柄を優先的に割り当て、見返りとして投資銀行ビジネスを受注するといった行為が問題視された。これはスピニングと呼ばれるが、その他にも図表 2 にあるように、ラダリング、キックバックといった行為がある。2002 年に、ソロモン・スミス・バーニーの投資銀行部門（現シティグループ・キャピタル・マーケット）によるワールドコム（現 MCI）幹部への IPO 銘柄割り当ての問題が発覚して以降、SEC による不正摘発が活発化した。

このような中、2003 年 5 月には、全米証券業協会（NASD）とニューヨーク証券取引所（NYSE）が共同で設置した諮問委員会より、IPO 手続きに関する報告書が出された。同報告書は、IPO 銘柄の割り当て問題にとどまらず、ブックビルディング方式による価格

決定を含めた IPO プロセス全体を対象とし、課題の洗い出しと多岐にわたる提言を行った。

さらに、2003 年 10 月には、NASD 規則 2790 が新設された<sup>3</sup>。図表 2 にあるように、従来、スピニング、ラダリング、キックバックといった行為の規制は、NASD 規則 2110 の解釈資料（Interpretive Material）2110-1 に依拠するところが大きかった。解釈資料 2110-1 は、需要の大きいと見られる IPO 銘柄を扱う際に証券業者が取るべき行為を規定していたが、NASD 規則 2790 は、同解釈資料を代替・強化し、

- ① NASD 会員が IPO に係る取引を、発行価格を用いて誠実に行うこと、
  - ② 会員が自らの利益のために、あるいは将来のビジネス発注権限を有する人物への対価とする目的で、IPO 証券の分売を差し控えないこと、
  - ③ 会員及びその従業員を含む証券業界のインサイダーがその立場を利用して IPO 証券を購入し、一般顧客を犠牲にする形で自らを利することのないようにすること、
- を目的とするものだった。解釈資料 2110-1 との主要な相違点には、同解釈資料が流通市

図表 2 IPO をめぐる問題行為

	行為	抵触しうる法規
スピニング	引受証券会社が IPO 銘柄を企業幹部に割り当て、見返りとして投資銀行ビジネスを受注する。	・ NASD 規則 2110 の解釈資料 2110-1（需要が大きいと見られる IPO 銘柄について善意の割り当てを求める）
ラダリング	引受証券会社が、IPO 銘柄の割り当ての条件として、流通市場での取引開始後、追加的な購入を顧客に約束させる。	・ レギュレーション M の規則 101 及び 102 ・ NASD 規則 2110 の解釈資料 2110-1（同上）
キックバック	引受証券会社が、IPO 銘柄の割り当てと引き換えに法外な手数料を得たり、当該銘柄の売却益の一部を顧客と共有したりする。	・ NASD 規則 2710（企業金融関連規則。不公正・非合理的な引受手数料の禁止を含む。） ・ NASD 規則 2330（顧客資産関連規則。顧客との利益共有の禁止を含む。） ・ NASD 規則 2110 の解釈資料 2110-1（同上）

（出所）野村資本市場研究所

場での値上がりが見込まれる「ホットな」IPO のみを対象としたのに対し、規則 2790 は全ての IPO を対象とする点などがあった。

### III. レギュレーション M 改正案の内容

レギュレーション M 改正案の概略は図表 3 の通りである。IPO 銘柄割り当てに関する規則改正案が中心だが、それ以外にもシンジケート・カバー取引関連の提案などが盛り込まれている。

以下では、改正案の主な内容を紹介する。

#### 1. 証券発行に係る不当な対価の明示的禁止

レギュレーション M 改正案には、発行証券の割り当てに関する規則 106 の新設が盛り込まれた。規則 106 は、引受業者、発行者等が直接・間接に、目論見書等に記載された発行価格に上乗せする形で、顧客に対価を要求したり、顧客から対価を受け取ったりすることを禁止する。目的は、証券発行に際して引受業者等が不当な利益を得ることの排除にある。同規則は公募・私募のいずれにも適用される。

SEC は規則 106 を提案した背景として、引受業者が顧客に対し過度な手数料の支払いを

要求した、需要の大きい IPO 銘柄の割り当てと引き換えに人気のない IPO の購入を約束させたといった最近の摘発事例を挙げ、これらの行為が現行のレギュレーション M や証券諸法の詐欺防止条項等により対処可能だとしても、新規則により、明示的な禁止を行う意義があるとした。

SEC が例として挙げた行為は、図表 2 のキックバックに該当し、SEC が規則 106 の制定により、そのような行為の明示的禁止を意図しているのは明らかと思われる。

他方、スピニングについては明確なスタンスが固まっていないようである。SEC は、例えば、証券業者が別個のビジネスの受注を理由に、その相手に対して IPO 銘柄を割り当てるのは、その別個のビジネスが過度の報酬を伴うものでなければ、禁ずるつもりはないとしている。また、レギュレーション M 改正案について一般からのコメントを求める項目の中で、「IPO 銘柄割り当ての対象者のステータスに基づき割り当ての禁止を考慮すべきか、例えば、企業の CEO であることを理由に IPO 銘柄割り当てを受けることを禁ずるといった規制が必要か」と問うているが、これはスピニングのことに他ならない。スピニングについては、SEC は、規則 106 の対象

図表 3 レギュレーション M 改正案の概略

テーマ	概要
IPO 関連	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行証券の割り当てに関する規則 106 の新設。需要の大きい IPO 銘柄の割り当ての代わりに、人気のない IPO の購入を顧客に要求するといった行為の排除を目的とする。</li> <li>IPO 銘柄の取引制限期間として「発行者と引受業者が合意に達した日から引受業者の分売への参加が終了する日まで」を新設する。</li> </ul>
シンジケート・カバー取引関連	<ul style="list-style-type: none"> <li>シンジケート・カバー取引の情報開示強化。安定操作取引と同様に、シンジケート・カバー取引実施時の市場への開示義務を導入。</li> <li>ペナルティ・ビッドの禁止。</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>取引制限の適用の有無及び同期間の長さの決定等の基準に用いる、「1 日の平均売買代金」及び「流通株式の時価総額」の引き上げ。</li> <li>小規模取引（1 日の平均売買代金の 2% 未満）に関するレコードキーピングの義務づけ。</li> </ul>

(出所) 野村資本市場研究所

に含めるかどうかを、一般からのコメントを得た上で判断しようとしているとも受け取れる。

なお、NASD は、規則 2790 とは別に、2002年7月、IPO 銘柄の割り当てをめぐるキックバック、ラダリング、スピニング等を明示的に禁止する規則 2712 を提案していた。同規則案は SEC の承認待ちの状態が2年以上続いていたが、今回レギュレーション M 改正案が出されたことにより、この問題が SEC 規則改正のレベルでの対応になったことが伺われる。

## 2. 「取引制限期間」の定義の見直し

レギュレーション M の規則 101 及び 102 は、引受業者等と発行者等に対して、「取引制限期間」に、対象証券（分売対象の証券）の買付等を行うことを原則として禁じている。図表2のラダリング、すなわち、発行価格の決定期間中に、流通市場での取引開始後の買付を顧客に約束させることも、同規定の禁ずる行為に当たる。

今回の改正案には、この取引制限期間の定義を見直し、IPO の際の取引制限期間を新たに規定することが盛り込まれた。

現行の取引制限期間は、対象証券の売買代金と時価総額に応じて、以下のように定められている<sup>4</sup>。

- ・ 1日の平均売買代金が100万ドル以上かつ流通株式（関係会社等以外の保有する普通株）の時価総額が1.5億ドル以上の場合、取引制限の適用が除外されるので、取引制限期間はなし。
- ・ 1日の平均売買代金が10万ドル以上かつ流通株式の時価総額が2500万ドル以上の場合、発行価格決定の1営業日前または引受業者等が分売の参加者となった日のどちらか遅い方に始まり、分売への参加の終了（引き受けた証券、売り出し対象の証券の完売）をもって終わる。

- ・ 上記を満たせない場合、発行価格決定の5営業日前または引受業者等が分売の参加者となった日のどちらか遅い方に始まり、分売への参加の終了をもって終わる。

SECによると、制限期間の長さに関して、対象証券の時価総額と流動性が基準とされているのは、一般に、規模と取引量の大きい銘柄ほど、相場操縦が難しいと考えられるからである。ある程度以上の取引量があれば、仮に発行価格に影響を及ぼそうとしても、短期間でその効果は消滅するから、取引制限期間も短期間でよいといった発想と言える。

現在は IPO についても上記が適用されている。IPO の場合は流通市場での取引が存在しないので売買代金の基準を満たすことができず、したがって、取引制限期間は5営業日前からの方の規定が適用される。しかし、対象証券の流動性に応じて制限期間の長さを規定する考え方の背景には、流通市場による客観的な価格発見機能への信頼があり、SECによると、流通市場での取引が存在しない IPO 銘柄には、そもそもこの前提が当てはまらない。すなわち、IPO の場合は、流通市場での取引開始後の買付という約束が発行価格に与える影響は、5営業日以上にわたりうると考えられる。

そこで SEC は今回、IPO を「発行者の米国における最初の公募で、流通株式のない発行者が株式発行する場合は米国における最初の株式公募」と定義した上で、以下のような IPO 銘柄の取引制限期間の新設を提案した。

- ・ 発行者が証券業者との間で、当該証券業者が引受業者となることについての合意を交わした時、または引受業者等が分売の参加者となった時に始まり、分売への参加の終了をもって終わる。
- ・ 引受業者のいない場合、登録届出書の SEC への提出時またはオフリング・ドキュメントの提供時または引受業者等が分売の参加者となった時に始まり、分売

への参加の終了をもって終わる。

この定義に従えば、通常、IPO 時の取引制限期間は、現行よりも長くなるということで、SEC はこの規則改正案を「IPO 時の取引制限期間の長期化」と表現している。

### 3. シンジケート・カバー取引の開示強化とペナルティ・ビッドの禁止

レギュレーション M の規則 104 は、安定操作取引等に関する規定である。同規則に則らない形での安定操作取引、シンジケート・カバー取引、ペナルティ・ビッドは原則として禁止されている。今回の提案には、規則 104 の改正によるシンジケート・カバー取引の開示強化と、ペナルティ・ビッドの禁止が盛り込まれた。

シンジケート・カバー取引は、証券発行時に引受数量を超える売付（オーバーアロットメント）が行われる場合に発生する。引受主幹事にこのようなオーバーアロットメントの権限を与えるのが一般的で、オーバーアロットメントにより生じたショート・ポジション解消のために市場で行う買付が、シンジケート・カバー取引である<sup>5</sup>。

安定操作取引とは、証券発行時に証券価格の低下を防止または遅延させることを目的に、引受業者（実態としては主幹事）により行われる買付である。相場操縦は証券諸法が最も厳しく禁ずる行為の一つだが、円滑な証券発行のための例外として安定操作取引等が認められている。したがって、安定操作取引には、発行価格または直近の安定操作取引価格の低い方を超えてはならないなどの価格制限、安定操作取引を行う主幹事は当該取引を実施する際に取引相手にその旨通知することといった様々な制約が設けられている<sup>6</sup>。

このように、シンジケート・カバー取引と安定操作取引は、主幹事による発行証券の買付を伴い、株価下支えの効果を持つという点で同じである。それにも関わらず、現行のレ

ギュレーション M では、シンジケート・カバー取引に対しては、安定操作取引のような価格規制や、市場で実際にシンジケート・カバー取引が行われていることを取引相手に通知する義務が課せられておらず、自主規制機関に対する事前通知のみでよいことになっている。これは、SEC によると、レギュレーション M 制定の時点で、シンジケート・カバー取引に関する情報が不十分だったためとのことである。

他方、現在、実態としては安定操作取引よりもシンジケート・カバー取引の方が、使用頻度が高いとも言われている。そこで SEC は今回、シンジケート・カバー取引を目的とするビッドを出す業者に対し、当該ビッドがシンジケート・カバー取引であることを特定するよう義務付ける提案を盛り込んだ。なお、安定操作取引のような価格規制については、今回は提案しないとしつつ、シンジケート・カバー取引に対する追加的な規制が必要かどうか、今後も注視し続けるとしている。

今回、禁止が提案されたペナルティ・ビッドとは、引受シンジケート団に属する証券業者の販売した株式が、シンジケート・カバー取引で取得された場合に、主幹事が当該証券業者の販売手数料取り分の返却を求めることを許す取り決めである。シ団証券業者の顧客が発行証券を購入直後に売却した場合（フリッピングと呼ばれる）などが想定されており、実態としては、人気のない IPO 銘柄を取得した顧客がフリッピングを行い、更なる値崩れを起こすのを防ぐといった使われ方がされている。現在、規則 104 によりペナルティ・ビッドにもシンジケート・カバー取引と同様、自主規制機関への事前通知が義務付けられている。

ペナルティ・ビッドをめぐることは、証券業者が顧客の「売却する権利」に干渉しうること、一部の業者が顧客の属性に応じて異なる対応をしておき顧客間の不公平が生じていた

ことなどが以前から問題視されていたが、今回のレギュレーション M 改正案で、SEC はペナルティ・ビッドの禁止を打ち出した。

SEC によると、ペナルティ・ビッドのディスクロージャー強化というアプローチも検討されたが、ペナルティ・ビッドにより証券業者と顧客の間に生ずる利益相反はディスクロージャーでは十分に対応できないこと、実際にペナルティ・ビッドが発動されるのはきわめて稀で、禁止しても影響は軽微であることを禁止の理由として挙げている<sup>7</sup>。

#### IV. おわりに

レギュレーション M 改正案は、IPO 銘柄の割り当てをめぐる不正疑惑に端を発し、IPO 手続き全般の課題を洗い出す諮問委員会報告書や、NASD による規制強化の動きを経て、出されたものである。改正案への一般からのコメント受付は 2005 年 2 月 15 日までとされている。

米国の IPO 市場は 2004 年、年間のディール数 251 件、調達額 483 億ドルの高水準を記録した。2001 年以降 3 年間にわたる低迷からの脱却だった<sup>8</sup>。また、2004 年 8 月には、インターネット検索サービスのグーグルが、オンラインのオークション方式による IPO を実施して注目を集めるなど、興味深い動きも出ている<sup>9</sup>。

IPO 銘柄割り当てをめぐる問題は SEC にとって数年越しの課題と言えるが、再び米国 IPO 市場が本格的な拡張期を迎えた時に、過去と同じ問題を繰り返さないためにも、今回のレギュレーション M 改正案で十分な対応が可能なのか、今後の議論が注目される。

<sup>2</sup> IPO 銘柄割り当ての問題をめぐる経緯については、野村重紀子「米国の IPO 手続きをめぐる諮問委員会報告書について」『資本市場クォーターリー』2003 年夏号及び淵田康之・大崎貞和編「検証アメリカの資本市場改革」（日本経済新聞社、2002 年 10 月）第 5 章を参照のこと。

<sup>3</sup> “SEC Order Approving Proposed Rule Change and Amendments Nos. 1 Through 4 Thereto and Notice of Filing and Order Granting Accelerated Approval of Amendment No. 5 Thereto by the NASD Relating to Restrictions on the Purchase and Sale of Initial Public Offerings of Equity Securities,” 68 Fed. Reg. 62126 (Oct. 31, 2003).

<sup>4</sup> なお、SEC は今回、これらの数値基準の見直しも提案している。レギュレーション M が制定された 1996 年から 2004 年の間の消費者物価指数の上昇を反映して、取引制限適用除外の基準を売買代金 120 万ドル以上かつ時価総額 1.8 億ドル以上に、取引制限期間開始日をめぐる基準を売買代金 12 万ドル以上かつ時価総額 3000 万ドル以上に引き上げるとしている。

<sup>5</sup> ショート・ポジション解消のもう一つの方法が「グリーンシュー・オプション」で、引受契約において主幹事が、発行者等から当該証券を追加的に取得する権利をあらかじめ得ておくというものである。わが国でも 2002 年に導入された。

<sup>6</sup> 安定操作取引は、わが国でも証券取引法 159 条 3 項、証券取引法施行令 20~26 条、安定操作取引の届出等に関する内閣府例により規定されている。

<sup>7</sup> なお、前述の NASD 規則 2712 提案や NASD・NYSE 諮問委員会報告書でもペナルティ・ビッドの問題は取り上げられているが、禁止までは提案しておらず、SEC の提案が最も厳しいと言える。

<sup>8</sup> トムソン社データベースより。2000 年は 384 件・606 億ドルだったが、2001 年は 99 件・375 億ドル、2002 年は 94 件・281 億ドル、2003 年は 86 件・161 億ドルと低迷していた。

<sup>9</sup> なお、2005 年 1 月 7 日には、投信評価会社大手のモーニングスターが、当初の予定を変更して同社の IPO をオークション方式で行うことを発表し、グーグル以来のオークション方式での主要ディールとなりうるとして注目を集めている。

<sup>1</sup> SEC, Release No. 33-8511 (Dec. 9, 2004).