

証券発行市場規制の研究

2003年1月14日

学籍番号：3991517-0 博士後期課程4年

若林 泰伸

一．証券発行市場と相場操縦規制

～米国証券取引委員会のレギュレーションMについて～

二．証券取引法における公正な公募について

～米国における証券の不正な配分行為をめぐって～

三．株式公開前の第三者割当増資について

証券発行市場規制の研究

学籍番号：3991517-0 博士後期課程4年

若林 泰伸

証券取引法発行市場規制論は、従来、有価証券届出制度を中心とした一連の開示規制を考察の中心としてきた。これは、証券発行市場において投資家が証券を取得する際の投資判断資料を提供し、もって投資家を保護することを目的とするものであった。

しかし、こうした従来の通念は変容を迫られつつある。従来の通説的見解である投資家保護論は、株式会社法上の金融商品、とりわけ株式を対象として証券取引法を考察してきた。もとより株式が今日においてもわが国の証券市場において重要な地位を占めることは確かであり、こうした金融商品に対する規制改革が不可欠なことは言うまでもないが、従来の証券発行市場規制論の立場が今日においても妥当するのかが問われなければならない。こうした点に加えて、今日証券市場の裾野は大幅に広がり、従来型の金融商品だけでなく、新たな金融商品を視野に取り込むことを可能とする証券取引法理論が求められている。

こうした観点から証券発行市場規制論を考察すれば、従来型の金融商品については、適時開示を中心とした流通開示規制の充実を背景に、有価証券届出制度を中心とした一連の開示規制はその機能領域を減少させてきており、その分発行市場における実体的規制、すなわち発行市場における投資家の平等取扱いおよび不公正取引の規制の充実が要請されてきている。従来の証券取引法発行市場規制論は、こうした発行市場の実体的規制についてほとんど無関心であり、そうした立場が証券市場に与えてきた負のインパクトはきわめて大きいと言わざるを得ない。他方で新たな金融商品については、有価証券届出制度にのらない証券発行についての開示規制が重要なものとなってきており、こうした開示規制の構築が必要となっている。

本論文は、こうした問題意識の下、証券発行市場規制のうち、特に実体的規制を中心に考察するものである。証券発行市場規制の目的は、投資家に投資判断のための情報を提供し、発行市場における投資家の平等取扱いを徹底し、また発行市場における不公正取引を防止することにある。証券発行市場規制論は、こうした目的に沿って証券発行市場規制を構築していくための理論的基盤を提供し、もって証券発行市場の公正性、ひいては証券市場の公正性を確保することを目標とする。本論文は、こうした観点から従来の証券発行市場規制論を批判し、新たな証券発行市場規制論を展開しようとするものである。

一．証券発行市場と相場操縦規制

～米国証券取引委員会のレギュレーションMについて～

証券発行に関する不公正取引としてわが国においても顕著であったのが、相場操縦である。証券発行に関する相場操縦は、流通市場における価格形成を歪曲するだけでなく、発行市場の操作、すなわち発行市場における価格決定を歪曲し、発行市場における投資家の投資判断をも歪めるきわめて悪質な違法行為類型である。

わが国においてこうした相場操縦に対する規制は、従来主として証券取引法159条2項1号の現実取引による相場操縦規定を用いることにより対処されてきた。そして、わが国の相場操縦規制論は、主として証券取引所における比較的大規模な相場操縦を念頭に置いて、証券取引法159条2項1号の解釈論を展開してきたのである。

しかしながら、相場操縦は公正な価格形成の確保という証券取引法の目的に真っ向から対立する本質的な違法行為類型であるにもかかわらず、従来よりその摘発はきわめて困難であり、現に数多くの相場操縦が表に現れることなく行われてきた。こうしたわが国証券市場の実態に鑑みれば、従来の相場操縦規制論が果たしてきた役割は、きわめて消極的なものであったと言わざるを得ない。なぜこうした状況が放置されてきたのか、なぜ相場操縦規制論は積極的な対処を可能とするような理論を提供してこなかったのかが真剣に問われるべきである。

本稿は、こうしたわが国の相場操縦規制論を批判し、相場操縦を積極的に防止するための制度論を展開しようとするものである。本稿が検討の対象とするのは、米国証券取引委員会（SEC）が1996年に制定したレギュレーションMと題する証券発行に関する相場操縦規制である。レギュレーションMは、証券発行に関する包括的かつ具体的な相場操縦規制を定めるものであり、本稿の問題意識にまさに合致するものである。

1996年にレギュレーションMが制定される以前は、証券発行市場に関する相場操縦は、1955年に制定されたRule 10b-6、Rule 10b-7、Rule 10b-8、1993年に制定されたRule 10b-6A、および1994年に制定されたRule 10b-21の各ルールにより規制されてきたが、証券市場の変容に伴って、これらのルールを再構成してレギュレーションMとして包括的に規制することとなった。レギュレーションMは、Rule 10b-6をはじめとするこれらのルールの運用で培った数多くの経験を基礎にして、こうしたルールを現代化するものである。

レギュレーションMは、Rule 100からRule 105までの6つのルールからなる。

Rule 100は、定義規定である。

Rule 101は、引受人等の分売参加者およびその利害関係者に対する証券発行に関する相場操縦規制である。Rule 101によれば、原則として、引受人、予定引受人等の分売参加者およびその利害関係者は、分売に関連して、制限期間中、適用証券について、買付申込・買付または買付申込の誘引・買付の誘引をしてはならない。Rule 101は、引受人等の分売

参加者およびその利害関係者が、分売の直前またはその期間中に、発行価格を上昇させ、あるいは分売を成功させるために、流通市場において価格を上昇させ、あるいは証券について広範な需要が生じているとの虚偽の印象を与える種類の相場操縦を行うことを禁止しようとするものである。Rule 101の目的は、こうした相場操縦を禁止することにより流通市場および発行市場の公正性を確保することにある。

Rule 101は、まず第一に、証券の「分売」に関連した分売参加者およびその利害関係者の相場操縦に対して適用される。ここで、証券の「分売」とは、「1933年証券法に基づく登録に服するか否かに関わらず、売付申込の数量ならびに特別の売却努力および売却手法の存在により通常の売買取引とは区別される証券の売付申込」のことをいう。具体的には、公募のみならず、私募をも含み、相場操縦規制目的から非常に柔軟な概念となっている。第二に、Rule 101の適用対象となるのは、引受人等の分売参加者およびその利害関係者である。ここで、「分売参加者」とは、「引受人、予定引受人、または分売に参加することを合意し、あるいは分売に参加しているブローカー・ディーラーもしくはその他の者」をいい、これらの者の「利害関係者」もRule 101の適用対象となる。「利害関係者」に対する規制は、ともするときわめて広範になりがちであるが、ここでは相場操縦規制の目的から、協力者、管理者等の一定の者に限定されている。第三に、こうしたRule 101の適用対象者に対して課される禁止行為は、「買付申込・買付または買付申込の誘引・買付の誘引」である。現実の買付行為はもとより、勧誘行為等まで含む広範な規定となっている。Rule 101は、「買い」を禁止することにより、発行者等に手取金をより多く取得させ、あるいは分売を容易にして引受リスクを免れる行為などを禁止しようとするものである。第四に、Rule 101の適用対象となる証券は、「分売の対象となる証券および関連証券」である。ここで、「関連証券」とは、「対象証券の転換、交換もしくは権利行使によって生ずる証券または対象証券の条件に従って対象証券のすべてもしくはその大部分の価格を決定することができる証券」のことをいう。関連証券に対するRule 101の適用で問題となるのは、対象証券の分売の際にその派生証券の買付申込・買付等を禁止するのかという点である。この点に関して、Rule 101は基本的には禁止しないというアプローチをとっているが、相場操縦のリスクのない証券だけに絞り込んでいるか疑問がある。他方、Rule 101の適用除外とされる証券は、「活発に取り引きされる証券」等の4つの証券である。「活発に取り引きされる証券」は一定以上の流動性の高い証券を適用除外とするものであるが、この適用除外は、その流動性ゆえに相場操縦を行うことが困難なこと、また市場参加者による監視が厳しいことを理由として認められたものであるが、こうした証券の相場操縦が不可能なわけではなく、それを認めるための条件にも注意を払うべきである。第五に、Rule 101が適用されるのは、「制限期間」中だけである。制限期間は、適用証券の流動性の多寡によって、価格決定の前1営業日から始まる場合とその5営業日から始まる場合とに分かれる。ここでは、流動性の多寡により、制限期間を分けている点が注目される。第六に、Rule 101は多くの適用除外取引を規定しているが、こうした適用除外取引は一般的な詐欺

禁止・相場操縦禁止規制の適用を受けることにより、証券発行に関する相場操縦を防止することが可能となる。第七に、Rule 101の主観的要件に関して、SECは何らの説明もしていないが、Rule 101は証券発行に関して相場操縦のインセンティブのある行為を抽出して規定しており、こうした違法行為を行った場合には、その事実自体が相場操縦の主観的要素を推認する重要な証拠になると思われる。大切なのは、相場操縦における主観的要件の認定を当該市場構造によって分析的に判断することであり、主観的要件の立証の程度を一律に割り切ることは妥当ではない。

Rule 101は引受人等の分売参加者およびその利害関係者による証券発行に関する相場操縦を規制するものであるが、Rule 102は、発行者・売出人またはその利害関係者による証券発行に関する相場操縦を規制するルールである。レギュレーションM以前のRule 10b-6では、Rule 101とRule 102は同じルールの下で規制されていたが、このように規制が区分されたのは、これらの者は同じ相場操縦のインセンティブを有しているわけではなく、また発行者・売出人等は、引受人等の分売参加者等に比較して、より相場操縦のインセンティブが大きいためである。

Rule 102は、原則として、発行者・売出人およびその利害関係者が、分売に関連して、制限期間中、適用証券について、買付申込・買付または買付申込の誘引・買付の誘引をすることを禁止するものである。Rule 102はRule 101と同様のルールであるため、Rule 101と異なる点を要約すると、まず第一に、Rule 102の適用対象者は発行者・売出人およびその利害関係者であり、これには発行者の役員・取締役も含まれる。第二に、Rule 102の適用除外証券には、Rule 101の「活発に取り引きされる証券」は含まれず、その代わりに、「活発に取り引きされる関連証券」が含まれ、Rule 102の適用対象者の属性を反映してRule 101よりも限定的な適用除外となっている。第二に、Rule 102の適用除外取引も、Rule 101と比較して限定的な内容となっている。第三に、Rule 102は、株式等購入プランに関する規定を設け、発行者がこうしたプランを隠れ蓑として証券発行に関する相場操縦を行うことを防止しようとしている。第四に、自社株買付に関する相場操縦についてセーフハーバーを定めるRule 10b-18とRule 102の関係が問題となるが、Rule 102の適用期間中、Rule 10b-18のセーフハーバーを利用することはできないものとして、Rule 102の優先適用を明確にし、証券発行に関する相場操縦を防止しようとしている。

以上のRule 101およびRule 102は、いかなる取引システムを有する市場の証券に対しても適用されるものであるが、次に述べるRule 103は、Nasdaq証券に限定して適用されるルールであり、マーケット・メーカー制の下における証券発行に関する相場操縦規制と位置づけられる。

Rule 103は、Nasdaqの受動的マーケット・メーカーについて定める。Rule 103は、原則として、Nasdaq証券の分売に利害関係を有する受動的マーケット・メーカーが、制限期間中に、分売に利害関係のない者が出す最高価格の買呼値を超えて買呼値を提示し、あるいは買付を実行することを禁止するルールである。Rule 101によれば、引受人等の分

売参加者およびその利害関係者は、制限期間中に買付申込・買付等を行ってはならないとされているが、Rule 101に従えば、Nasdaqのマーケット・メーカーはマーケット・メーカーを中止しなければならず、Nasdaq証券の流動性が低下し、あるいはなくなってしまうことになる。Rule 103は、こうした流動性の低下ないし欠如を補完することを認めるものである。他方、マーケット・メーカー制の市場においては、マーケット・メーカーが価格形成の中心的役割を担うため、マーケット・メーカーの提示する買呼値によって市場価格を操作することが可能となる。Rule 103は、こうしたマーケット・メーカーによる相場操縦を防止するために、分売に利害関係のない者が出す最高価格の買呼値を超えてマーケット・メーカーが買呼値を提示し、買付を実行することを原則として禁止することにより、マーケット・メーカーによる証券発行に関する相場操縦を防止しようとしている。

Rule 103と同様に、証券発行に際して例外的に買付申込・買付等を認めるのが、Rule 104の安定操作である。Rule 104が規制する安定操作は、証券の売付申込に関連して、証券の市場価格の下落を防止し、あるいは遅らせる目的で行う安定操作であり、Rule 104は、売付申込価格または主たる市場における安定操作の買呼値のいずれか低い方を上限として、安定操作の買呼値を規制するとともに、安定操作についての通知・開示・記録保持義務を定める。過去においては、安定操作は米国の投資銀行の資本不足を理由に臨時に認められているものと解されていた節がある。しかし、現在のSECの見解によれば、安定操作は、売付申込のなされる証券を他人が購入するよう誘引することを目的としており、それ自体一種の相場操縦であるが、それが適切に規制される場合には、証券の秩序ある分売を促進するための効果的なメカニズムとなり、ひいては株主、引受人および発行者の利益になるものとされる。

安定操作の規制において最も重要なのは、価格規制である。米国の安定操作規制においては、安定操作の上限価格として、売付申込価格か主たる市場における安定操作の買呼値のいずれか低い方が上限となっており、また安定操作を開始する際にも、「独立した」価格を超える価格で安定操作を開始することはできないというように、きわめて制限的である。安定操作は、売付申込を容易にするのに必要な範囲でしか認めるべきではないという考え方に基づくものである。

Rule 104は、こうした安定操作の規制のほか、発行直後の市場におけるシンジケートないしそのメンバーの行為について通知・開示・記録保持義務を課している。発行直後の市場におけるシンジケートないしそのメンバーの行為とは、シンジケートのショート・ポジションをカバーするための買付およびペナルティ・ビッドを指す。前者は、次のような行為を指す。すなわち、引受人が売付申込のキャンセルを埋め合わせるため、および売付申込の直後に予想される売りに対して発行直後の市場で買い向かうためにオーバーセリングを行う。このオーバーセリングにより生じたショート・ポジションを発行後の流通市場で買い付けることにより解消する行為が、シンジケートのショート・ポジションをカバーするための買付である。後者のペナルティ・ビッドとは、幹事引受人が、引受人または販売

グループのメンバーに売却したIPOの株式を発行直後の市場でシンジケート勘定で買い付けた場合に、ペナルティとして当該株式を販売した引受人または販売グループのメンバーの販売手数料を没収することを要求する旨の引受人間協約における取り決めのことを指す。ペナルティ・ビッドは、投資家がIPO株を取得後直ちに売却して利益を得ることを防止し、証券の保有を目的とする投資家に対してIPO株を売却するようにシンジケート参加者に促すことを目的とする。こうした発行直後の市場におけるシンジケートないしそのメンバーの行為は、発行後の市場を安定させる効果を有するために、Rule 104の規制対象となった。しかしながら、ペナルティ・ビッドについて言えば、こうした取り決めにより、IPO株の差別的販売や売り注文の拒絶といったきわめて悪質な行為を生じさせる原因となっており、こうした取り決めを開示等の規制だけに委ねるのは疑問がある。

以上のRule 101からRule 104の適用対象者は引受人等や発行者・売出人およびその利害関係者といった証券発行を行う者の方であり、またその禁止対象行為は「買い」であるのに対し、Rule 105の適用対象者は基本的には「投資家」であり、また規制対象とする行為は「売り」である。すなわち、Rule 105は、いかなる者も、一定の売付申込に関して、プライシングの直前からその終了までに空売りを行った場合に、引受人または売付申込に参加するブローカーもしくはディーラーから売付申込のなされる証券を購入し、当該証券により空売りを買い戻すことを違法とするものである。こうした相場操縦的な空売りは、流通市場の価格を下落させ、その結果として、発行価格の下落および発行者や売出人が取得する発行手取金を減少させる事態を引き起こす。Rule 105は、こうした人為的な価格下落を伴う相場操縦的な空売りとその買戻しを禁止するものである。

このように、レギュレーションMは、証券発行に関する相場操縦を包括的に規制しようとするものであり、証券発行という局面に着目して、そこでの当事者の相場操縦のインセンティブに応じた規制を構築し、証券市場の変容に柔軟に対応できる概念や制度を用意することで、証券発行に関する相場操縦を防止しようとしている。そして、レギュレーションMは、証券発行という局面において、行為者の相場操縦のインセンティブの違い、取引システムの違い、流動性の多寡、および相場操縦手段の多様性を反映した規制を施すことにより、相場操縦のインセンティブのある行為ないし相場操縦の蓋然性の高い行為を抽出して予防的に規制しているのであり、こうした積極的な相場操縦防止策を具体的に展開する必要性を示していると言えるのである。

さらに、米国の相場操縦規制の全体像に着目すれば、レギュレーションMは様々な相場操縦規制の一翼を担うものとして位置づけられる。すなわち、米国における相場操縦規制は、取引所上場証券の流通市場における相場操縦の禁止を定める1934年証券取引所法（34年法）9条（a）項、「雑品入れ」としての性格を有し、一般的な相場操縦規制である34年法10条（b）項およびそれに基づくRule 10b-5、公開買付市場に関して相場操縦規制を置く34年法14条（e）項および別途買付の禁止に関するRule 14e-5および公開買付前の詐欺的・相場操縦的な表示の禁止に関するRule 14e-8、発行者による自社株の買付に伴う

相場操縦を禁止している34年法13条(e)項およびRule 10b-18、ブローカー・ディーラーに関する相場操縦規制を定める34年法15条(c)項およびRule 15c1-2、さらには本稿が対象としたレギュレーションM等、多角的かつ広範なものなのであって、34年法全体ではこれだけの豊富な内容を有しているのである。こうした広範な相場操縦への規制対応は、相場操縦がきわめて多種多様なものであり、またそこで規制される行為は、各局面の特性を反映した相場操縦となっていることを明白に示している。まずは、こうした米国法における相場操縦規制の多面的構造を認識し、そこから謙虚に学ぶ姿勢こそが優先されるべきである。

さらに、こうした多様な相場操縦規制は、様々な法制度の充実によって初めて機能しうるものであることを認識しなければならない。米国証券規制を真に実効あらしめているのは、SECという様々な権限を有する独立した市場規制機関の存在、全米市場システムという市場情報の流通システムの存在、市場開設主体による市場監視システムの充実、資本市場のグローバル化に対応した法制度の整備、金融機関のコンプライアンス・内部監査の充実・強化、適用免除・ノーアクションレター・解釈通牒・ルールの制定を通じた法運用手段の多様性と機動的な法運用、刑事罰・民事責任・行政処分における法執行手段の充実、いわゆる自主規制機関ないし市場開設主体のルールの充実などといったものであり、きわめて充実した多彩な法制度を有している。こうした法制度の充実・強化が米国の資本市場を支えているのであって、こうした法制度の充実・強化が米国の資本市場を支えているのであって、こうした法制度の充実・強化なくしては、個別のルールは真に機能するものとはなり得ない。米国の資本市場の制度を評価する際には、こうした制度全体の評価が必要とすべきである。

ところで、わが国の相場操縦規制論は、比較的大規模な証券取引所上場証券の相場操縦を前提に、証券取引法159条2項1号の現実取引による相場操縦規定の解釈論を中心に展開されてきた。しかし、こうした硬直的な相場操縦概念は、市場の諸相を反映したものとは言えない。まずは米国法に倣って、発行市場・流通市場・公開買付市場といった市場の構造、行為者の相場操縦のインセンティブの違い、オークションシステム・マーケットメーカー制・単なるディーラー市場といった取引システムの違い、流動性の多寡、ならびに相場操縦手段の多様性に応じた相場操縦概念の確立が急務である。従来相場操縦規制論は、こうした多様かつ広範な相場操縦概念を十分に認識してこなかったのはもとより、市場構造の違いを意識した米国法の比較法的研究も、わが国証券取引法159条2項1号の解釈に引きつけて従来考察されてきており、多面的で包括的な相場操縦規制を構築しようとする姿勢に欠けていたと言わざるを得ない。わが国相場操縦規制論が目指すべきは、柔軟で多面的・包括的な相場操縦規制の構築である。

次に、従来わが国における証券発行に関する相場操縦規制は、政令、省令ないし府令および自主規制機関規則によりバラバラに規定されているが、こうしたルールは、証券発行の過程を価格決定の前後で分けてそれぞれ別のルールで規制しており、また主として安

定操作取引に引きつけて規制されており、さらにルールの細目を見ても改善の余地が大きい。加えて、相場操縦という証券取引法上重大な違法行為にも関わらず、それに対応するルールがいわゆる自主規制機関の規則では抑止効果があまり期待できないといった問題点もある。こうした点に鑑みれば、まずはこうした分断された状態の諸規制をレギュレーションMのように統一して整合的な形で規定することが必要である。そして、証券発行に関する相場操縦について包括的な禁止規定を証券取引法上に設けて、その細目を内閣府令に委ねるといった規制方法が検討されるべきであり、併せて刑事罰の規定を用意することも必要である。

わが国の具体的な証券発行に関する相場操縦規制について検討すると、まず第一に、元引受証券会社等の証券会社に対する発行価格決定前の相場操縦規制は現在廃止されているが、発行市場においてはプライシングが資金の適正な配分を決定づけるものであり、また相場操縦を行う者もプライシングに影響を与えることを目的の一つとするものであるから、こうしたルールの意義が過小評価されてはならない。レギュレーションMのRule 101を参考に、再度構築すべきである。また、発行価格決定後のルールについても、従来安定操作規制に引きつけて構築されてきており、問題がある。まずは証券発行に関する相場操縦を禁止するルールを定め、その上で例外的に適用除外を認めるという規制構造がとられるべきである。第二に、発行者・売出人等に対する証券発行に関する相場操縦規制については、従来これらの者を直接名宛人とした規制がなされておらず、証券会社を媒介としてこれらの者を規制している点が問題である。これらの者を直接名宛人として規制を施すべきである。第三に、適用除外取引については、一般的な相場操縦規制との関係が不明確であるが、レギュレーションMに倣って適用除外取引についても一般的な相場操縦規制の適用が及びうることを確認されるべきである。第四に、Rule 101に類する規定を設ける場合には、マーケット・メーカー制の市場における流動性確保のため、Rule 103の受動的マーケット・メーカーに相当する規制を構築すべきである。第五に、安定操作規制については、Rule 104の価格規制が参考にされるべきである。とりわけ、上限価格の規制と独立した買呼値を上限とする規制が重要である。第六に、Rule 105の相場操縦的な空売り禁止に関するルールの構築が検討されるべきである。第七に、こうした一連のルールは、発行市場に関する届出制度や差止制度と連動して運用されるべきである。第八に、こうした一連の規制が、わが国の証券市場の現状を十分踏まえた内容でなければならないことは言うまでもない。とりわけ、持ち合いなどの市場構造、市場監視体制、法執行体制および法運用体制には、米国法と比較して格段の差がある点に十分注意すべきである。わが国では、包括的な権限を有する独立した単一の市場規制機関は存在せず、法執行手段は米国法と比較して限定されており、証券業者をはじめとする金融機関および株式会社のコンプライアンス・内部監査の充実は近時漸く認識されてきたところであり、また法運用についてもノーアクション・レター制度が最近導入されたばかりという状況にある。こうした点を考慮すれば、証券発行に関する相場操縦規制の意義は強調されこそすれ、軽視されてはならない。

最後に、レギュレーションMの考察を通じて得られた今後の検討課題について触れておく。第一に、全米市場システムのような流通市場の情報システムの構築が法的に検討される必要がある。第二に、投資信託・投資顧問の不公正取引規制の構築が急務である。第三に、Rule 10b-5を違法行為類型ごとに考察する必要がある。第四に、発行市場については、開示規制と実体的規制の両面からの考察が必要である。

二．証券取引法における公正な公募について

～米国における証券の不正な配分行為をめぐって～

従来のわが国における証券発行市場規制論は、開示規制を中心に検討してきた。そして、証券取引法が開示規制を用意しているのは、多数の投資家に対する「勧誘」のセリング・プレッシャーが強いためであると説明されてきた。

しかしながら、「勧誘」は証券の最終取得者を問題とするものではない。過去の時価発行増資においては、最終取得者が予め決まっている公募が公然と行われ（いわゆる親引けないし法人はめ込み）、そうした新株発行がわが国の株式市場における持ち合い形成を促進してきたことは周知の事実である。にもかかわらず、従来の発行市場規制論はこうした持ち合い形成に対して何らの対処もしてこなかったように思われる。なぜ従来の発行市場規制論はこうした大問題に取り組まず、証券市場の大規模な歪曲を放置してきたのが真剣に問われるべきである。

他方、相場操縦規制論の観点から言えば、従来の相場操縦規制論が前提としていた相場操縦概念はきわめて硬直的なものであったが、今日求められているのは、市場構造、取引システム、流動性の多寡といった市場の諸相を反映しうる相場操縦概念である。そして、発行市場はそこで証券の買いと売りという需給が問われる独自の市場としての意義を有しており、相場操縦規制論の射程の中で、発行市場における投資判断の歪曲、すなわち発行市場の相場操縦がどのように位置づけられるかが問題とされるべきである。

本稿は、こうした問題意識の下、発行市場規制論と相場操縦規制論が交錯する領域である証券の配分規制について考察する。発行市場における証券の配分規制は、一方で発行市場の実体的規制を考察し、開示を中心とした一連の規制にとどまらない発行市場規制論の展開に繋がりうるものであり、また他方で配分の不公正により発行市場の需給を歪めるといった形での相場操縦的行為を問題とすることにより、相場操縦概念の広がりを検討することにもつながるものである。

本稿が具体的な考察の対象とするのは、米国の発行市場における証券の配分規制である。米国においては、古くから証券の不正な配分行為が連邦証券諸法上問題とされてきており、米国の法規制がわが国における証券の配分規制を構築していく上で参考になると考えたからである。具体的には、まず証券の不正な配分行為が連邦証券諸法においてどのように規制されるのかを、1959年にSECが出したリリースを素材に分析し、次いで時期が前後するが1946年にSECが提案したRule X-15C2-3を紹介し、さらに米国証券業協会（NASD）の「証券の意図的な不売却（Withholding）および不公正な利得（Free-Riding）」に関するルールおよびSECが1974年に提案したRule 10b-20について検討し、最後にわが国への示唆について若干述べる。

1959年、SECは証券の不正な配分行為についてリリースを公表し、そこにおいて証券の

不公正な配分行為に対する連邦証券諸法上の問題を指摘した。この当時問題とされた行為は、証券を店頭ディーラーや特定の利害関係者に対して配分する行為であり、こうした証券の不正な配分行為がホット・イシューの原因の一つであるとされた。SECのリリースによれば、こうした行為は開示義務違反、目論見書交付義務違反、詐欺禁止規制違反、そして相場操縦規制違反に問われるとされる。ここで重要な点は、証券の公募は「一般投資家」に対してなされなければならないこと、および証券の不正な配分行為が相場操縦規制の対象となり、こうした行為を発行市場の相場操縦的行為として禁止しようとしていたことである。また注意すべき点としては、このリリースの見解では、開示を行えばあるいは詐欺的ないし相場操縦的行為に該当しなければ、いかなる配分でも許されるかのように解釈されかねない点である。以下では、こうした開示規制や相場操縦規制の観点を超えて、証券の配分規制として、いかなる規制が望ましいのかを検討していく。

時期が前後するが、証券の配分規制として注目されるのは、1946年にSECが提案したRule X-15C2-3である。Rule X-15C2-3が提案された当時から、前述のSECリリースが公表されたときと同じような証券の不正な配分行為が問題となっていた。Rule X-15C2-3は34年法15条(c)項[ブローカー・ディーラーによる相場操縦規制]に基づくSECの規則案であり、このルール案によれば、証券の売付または申込が証券の「誠実な分売努力」と言えるためには、分売に参加するブローカー・ディーラーが自身の口座や特定の利害関係者に対して証券の配分をしないことが条件となることが明確に打ち出されており、こうした「誠実な分売努力」に反する証券の不正な配分行為を禁止しようとするものであった。Rule X-15C2-3は34年法15条(c)項という相場操縦規定を根拠とすることから明らかなように、こうした証券の不正な配分行為を相場操縦として位置づけ、発行市場の相場操縦的行為を禁止しようとしていたものと解することができる。また、「誠実な分売努力」という概念はRule X-15C2-3のSECの解説の趣旨を汲めば、「一般投資家」に対して配分することを強調するものであり、証券の配分行為を発行市場の実体的規制の一環として位置づけようとしていることを萌芽的に示すものといえることができる。そして、この概念はRule X-15C2-3の提案ののち後述のNASDルールに引き継がれ、証券が広範に分散して所有されることを促す役割を部分的に担ってきたものと想像される。「誠実な分売(努力)」という概念は、わが国では触れられることすらほとんどないが、今日まで米国発行市場規制を支えている重要な概念の一つとして評価されるべきである。このルール案は結局採用されずに撤回されることとなったが、ここでSEC規則として明確に採用されず、NASDのルールにとどまったことが、後々の証券発行に絡む様々な不正行為を助長することになってことは否めないように思われる。

Rule X-15C2-3の提案の後、証券の配分行為について具体的な規制を定めたのが、NASDの「証券の意図的な不売却(Withholding)および不公正な利得(Free-Riding)」に関するルールである。NASDの規制によれば、原則として、NASDの会員および関係者は、ホット・イシュー(流通市場で取引が開始されたときにプレミアム付きで取り引きさ

れる公募のこと)の場合に、証券を売却せずに会員の口座に留保し、あるいは会員もしくは会員の関係者等に対して証券を売却してはならないとされる。

NASDのルールでは、禁止の範囲を詳細に規定する前に、この解釈指針をリードする基本的な考え方が示されている。ここで、会員の最も基本的な義務は、「会員は、ホット・イシューの公募の場合に、公募価格で誠実な公募をしなければならない(誠実な公募義務)」というものである。前述したSECのリリースの立場およびRule X-15C2-3ならびに後述のNASDルールの趣旨を踏まえれば、誠実な公募義務とは「一般投資家」に対するものとして捉えるべきである。こうした誠実な公募義務が課せられるのは、「証券の需要がある場合に誠実な公募をしないことは、価格を人為的に上昇させる要因となりうる」ためであるとされる。この誠実な公募義務概念は、前述のRule X-15C2-3における「誠実な分売努力」という概念を引き継ぐものである。

このNASDのルールは、人為的な価格操作を禁止するものであるという点からわかるように、証券業者による相場操縦的行為を禁止しようとするものであるが、他方でNASDはこのルールの目的を、「証券の公募システムの公正さを確保すること(to protect the integrity of the public offering system)」であるとしており、まさに発行市場規制としてこのルールを位置づけている。米国においては、証券の配分規制が不公正取引禁止規制を中心に構築されてきたため、相場操縦的行為禁止規制としての位置づけを依然として有しているが、こうしたNASDルールの発行市場規制としての側面を強調すれば、単に不公正取引禁止規制としての位置づけを超えた証券の配分規制を構想することができるよう思われる。

NASDのルールについて具体的に述べると、まずこのルールが適用されるのは、「ホット・イシュー」の場合だけである。ここで「ホット・イシュー」の場合に限定されているのは、前述のように証券業者による人為的な価格操作が起こりやすいからであるとされるが、こうした限定的な規制範囲では証券の配分規制としては不十分である。第二に、このNASDのルールが適用されるのは、会員および会員の関係者である。これらの者に対象が限定されているのは、NASDの規制範囲がこれらの者にしか及ばないためであると考えられる。第三に、具体的な禁止行為としては、まず引受人や販売グループのメンバーとして、あるいはこれらの者から、当該会員の口座で取得した証券を保有し続けることが禁止される。次に、()当該会員もしくは他のブローカー・ディーラーの役員、取締役、ジェネラル・パートナー、従業員もしくは代理人に対して、()当該会員もしくは他のブローカー・ディーラーの関係者に対して、または()上記の者の近親者に対して証券を売却することが禁止される。ただし、この規制に対しては、重要な適用除外がある。すなわち、証券の売却が売却制限対象者の通常の投資行為に従ったものであり、かつ売却される証券の総量が多くなく、また一般投資家に対する売却と比較して数量が不釣り合いに多くなく、また1人に対する売却の量が多くないことを会員が証明できる場合には、近親者およびその者が経済的利益を有する口座に対して、売却することが認められる。ここで注目すべき

は、「一般投資家」に対する売却との対比において売却制限対象者への売却が認められるとされる点である。このことは、NASDルールが売却制限対象者も「一般投資家」として平等に取り扱う姿勢を示しているように思われる。問題は、NASDのルールが真に一般投資家を平等に取り扱う規制方法となっているかどうかであるが、前述の適用範囲の限定に加えて、引受人の配分に関する権限を原則として認めた上で濫用を防止しようとしているために、常に濫用の懸念を残しているものと考えられる。NASDルールの理論的な到達点として、発行市場における一般投資家の平等取扱いという視点は重要であるが、その規制方法がこうした要請を満たすものと言えるかは疑問である。さらに、このNASDルールでは、発行者およびその関係会社の従業員および取締役は、公募の一部であって、発行者がこれらの者に対して特に配分を指図した証券を購入することができることされており、この点もNASDルールの限界を示していると言える。ただし、過去には、こうした者への配分を禁止ないし制限する議論やルールがあったことは注目されるべきである。

最後に、コールド・イシューの証券とホット・イシューの証券の抱き合わせ販売を規制しようとしていたRule 10b-20について述べる。このルール案は、1974年および1975年に提案されたSECのルール案である（提案のみで採択されず）。SECスタッフが注目したのは、コールド・イシューとホット・イシューの証券の抱き合わせ販売が、引受人と一部の投資家および証券業者との協力の下で隠密裡に行われていたことである。こうした抱き合わせ販売は、コールド・イシューの証券の発行市場を歪めるとともに、ホット・イシューの証券の不正な配分を引き起こすものであり、Rule 10b-20はまさに発行市場の相場操縦的行為を規制するものと言えるが、直接には、単に証券の取得に際して投資家に追加的な対価を要求することを禁止しようとするものであった。ただし、Rule 10b-20は証券の配分につき先着順を強制しようとしたルールであるとの指摘は注目に値する。そして、仮にこのルール案が証券の配分につき先着順を強制しようとしたものであるとすると、前述の一般投資家に対する「誠実な公募」概念を敷衍するもの、あるいはそうした概念と連続性を持つものと捉えられるべきである。

以上のように、米国の証券の配分に関する規制の試みは、発行市場において一般投資家を平等に取扱おうとするものであると評価でき、本稿の視点から再構成すれば、一般投資家に対する平等な取扱いを保障する配分方法こそが、「公正な公募」の名に値するものと言うべきである。そして、こうした「公正な公募」に値する配分方法の一例として、Rule 10b-20が導入しようとしていたとされる先着順の方法があげられよう。

わが国においては、証券の配分行為は証券業界の自主ルールおよび日本証券業協会の規則において規制されてきたが、まずは米国の法に倣って、証券の不正な配分行為が証券取引法上の不公正取引規制、すなわち証券取引法157条、158条および159条の適用対象となることを確認したい。

しかし、こうした法の適用方法は、重要ではあるものの、不公正取引に対するものであり、発行市場規制としていかなる配分方法が妥当かを問題とするものではない。この点に

つき米国法から理論的な示唆を得るとすれば、それは発行市場における一般投資家の平等な取扱いを可能とする規制方法を指すと言うべきである。したがって、まずは証券の公募をしようとする者に対して、原則として、一般投資家に平等な配分を義務づける方法を模索すべきである。そして、米国において連邦証券諸法上包括的な配分規制を構築できなかったことが、証券市場をより一層投機的で不公正なものとした点に鑑みれば、わが国においては証券取引法上こうした配分規制を設けるべきであろう。具体的な配分方法として妥当なのは、分売に参加する証券業者の裁量の余地がない配分方法を強制することである。こうした方法には、たとえば抽選、先着順、按分比例といった方法があり、こうした方向での改革を目指すべきである。

三．株式公開前の第三者割当増資について

従来、わが国の商法・証券取引法理論は、株式公開前の第三者割当増資について明確な位置づけを与えてこなかったように思われる。従来、商法の第三者割当増資に関する議論は、支配権争奪のある場合の第三者割当増資や公開株式会社における第三者割当増資の発行価額の問題を中心に展開されてきた。そして、支配権争奪もない未公開株式会社が第三者割当増資を行うことは、商法上の割当自由の原則による限り、取締役会の自由裁量に委ねられており、証券取引法上の規制は別として、商法上は何ら関わりがないと捉えられてきた。しかしながら、現実にはこうした未公開の株式会社にも証券市場の論理は及び、公開株式会社にふさわしい企業実体を備えることは必要であり、そうした観点から商法理論を検討することが求められているように思われる。

他方、証券取引法理論上、株式公開前の第三者割当増資規制は、いわゆる公開株神話を前提に、公開の際の株価上昇による安易な利益提供を防止するものとして位置づけられ、一般投資家の証券取引における不公平感を損なわないようにするために設けられたものであると説明されてきた。しかし、公開前の第三者割当増資規制の発行市場規制の中での位置づけや性格は明確ではなかったように思われる。発行市場規制の目的は、投資家に投資判断のための情報を提供し、発行市場における投資家の平等取扱いを確保し、また発行市場不正を防止することにより、発行市場の公正性を確保することである。従来の発行市場規制論は、発行開示規制が考察の中心であったが、発行市場における実体的規制を充実させ、投資家の平等取扱いおよび発行市場不正防止の観点から、公開前の第三者割当増資規制を考察する必要があるように思われる。また、証券発行前および発行時の取引は、証券発行後の証券市場の公正性に直結しうるのであり、証券発行過程を一連の流れとして捉え、これらを整合的に規制していく必要があるように思われる。

本稿は、このような問題意識の下、公開前の第三者割当増資規制を考察する。まず、これまでの公開前の第三者割当増資規制の経緯を検討し、次いで現行規制の概要を紹介し、最後に公開前の第三者割当増資規制の今後のあり方について若干の考察を行う。

株式公開前の第三者割当増資は、従来、主として証券取引所および日本証券業協会の規則により規制されてきた。現在の規制によれば、発行会社は、上場申請日の直前決算期の末日の1年前の日から上場日の前日までの期間（制限期間）に、株主割当以外の方法で新株を発行した場合、上場後6ヶ月間、または新株発行後1年を経過していない場合に1年を経過する日まで、取得者との間で当該新株に係る継続所有等の確約を行い、継続所有に関する確約書を証券取引所または日本証券業協会に提出することを求められ、また法定の開示書類への記載を義務づけられる。

株式公開前の第三者割当増資に関する規制が導入されるきっかけとなった事件が、殖産住宅事件である。本件では公開価格と公開株の配分が問題となったが、いわゆる親引けや証券会社の営業政策への利用といった不公正な公開株の配分方法の裏付けとなっていたの

が、商法の割当自由の原則であった。

殖産住宅事件を機に、昭和48年に、証券取引所は株式公開に関する規制を導入した。ここで、株式公開前の第三者割当増資が規制されることとなったのは、公開時における実質的な親引け禁止の実効性確保のためである。公開前の第三者割当増資は、公開株の不正な配分と連続して捉えられるべきなものであり、発行市場における実質的な投資家の平等取扱いを潜脱するものとして位置づけられるべきである。

その後、いわゆるリクルート事件を機に、公開前の第三者割当増資規制は大幅に変わった。リクルート事件を受けて証券取引審議会は「株式公開制度の在り方について」と題する報告書を公表したが、ここでは、公開前の第三者割当増資を規制する趣旨は、特定の者に対する値上がり益の供与が社会的に是認されないものであり、国民および一般投資家の証券市場に対する信頼を確保するであるとされ、公開前の第三者割当増資規制は大幅に強化されたのである。しかしながら、特定の者に対する値上がり益の供与となるかどうかは、公開前の第三者割当増資の価格、株価動向、公開価格の決定方法、公開予定企業の業績などによって変わりうるものであり、こうした規制の趣旨の変更がその後の公開前の第三者割当増資規制が緩和されていく大きな原因の一つとなったように思われる。また、従来の規制は、一定の期間に行われる不正な公開前の第三者割当増資を禁止することには貢献したが、規制期間を区切るなどきわめて画一的な規制構造を有しているため、その潜脱を図ることも可能であった。こうした点に鑑みれば、従来の規制構造を柔軟なものにする必要があるように思われる。

そこで、公開前の第三者割当増資を規制する趣旨について考えてみると、本来の規制の趣旨に立ち返って、実質的な親引けの禁止ないし実質的な投資家の平等取扱いの徹底を目的とすべきである。そして、公開前の第三者割当増資が合理的なものと言えるためには、その必要性および相当性が十分に満たされていなければならない。公開前の第三者割当増資の適用範囲については、発行会社または主要株主が株式公開を行う意思を有するに至ったときから始まるというように、実質的に解するべきである。具体的な規制方法としては、公開前の段階においては、商法上の新株発行差止制度、株式公開の関係者による規制、および投資家の取消権が検討されるべきである。また、公開後の規制については、開示義務違反による証券取引法違反を問い、不合理な第三者割当増資を行った発行会社に株券の買戻しを義務づけるといった方法が考えられよう。なお、従来の規制は主として証券取引法上の市場開設主体の規則によるものであったが、こうした市場開設主体規則上の不正取引規制は、証券取引法上の不正取引規制と連続性をもって捉えられるべきであり、こうした観点から公開前の第三者割当増資についても証券取引法157条および158条の適用があり得ることが確認されるべきである。また、従来より公開前の第三者割当を受けた株主には継続所有義務が課せられているが、そうした継続所有義務の下にある株式は、場合によっては、「かたまり」として存続することとなり、証券市場の流動性確保の観点から望ましくない場合もありうると思われる。継続所有義務についても第三者割当増資の目的ごと

に、個別に再検討する必要があるように思われる。

以上