

## 論 説

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 —

若 林 泰 伸

1. はじめに
2. SEC スタッフの法解釈 (34年法リリース6097号)
  2. 1. 問題とされた行為
  2. 2. リリースの法的評価
  2. 3. 意義
  2. 4. 小括
3. Rule X-15C2-3の提案
  3. 1. 問題とされた行為
  3. 2. Rule X-15C2-3の内容
  3. 3. 意義
4. NASD のルール (証券の意図的な不売却および不公正な利得)
  4. 1. 概説
  4. 2. ルールの基本的な考え方
  4. 3. ルールの内容
5. おわりに
  5. 1. 米国法のまとめ
  5. 2. 日本法の現状と米国法からの示唆

## 1. はじめに

従来の証券取引法発行市場規制論は、開示をめぐる一連の規制がその考  
察の中心であった。<sup>(1)</sup>そして、開示規制が適用される「募集」という概念

は、新規発行証券の取得の申込の勧誘（証券取引法 2 条 3 項）と定義され、また同じく開示規制が適用される「売出し」という概念は、既発行有価証券の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘（証券取引法 2 条 4 項）をいい、開示が必要とされ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<sup>(2)</sup>ためであるとの説明がなされてきた。

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、発行される新株の一部についてその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株式市場の持ち合い形成を促進し、今日に至るまでわが国の証券市場を大きく歪めてきた可能性が<sup>(3)</sup>高い。従来の発行市場規制論は、一方で一般投資家に対するセリング・プレッシャーからの保護とディスカウントによる開示の機能不全の克服という一般投資家レベルの問題を俎上にあげることとはしても、他方で持ち合い

(1) たとえば、神崎克郎「証券分売における投資勧誘表示の規制—ガン・ジャンピング問題—」『証券取引の法理』182頁以下（商事法務研究会 昭和62年、初出は昭和45年）、同「時価による時価発行」同書32頁以下（初出は昭和57年）、同「公募・私募概念の再検討」資本市場研究会編『証券取引審議会基本問題研究会第1部会報告「金融の証券化」に対応した法制の整備等について』269頁以下（資本市場研究会 平成2年）、同「公募概念の見直し」商事法務1294号26頁以下（平成4年）、同「証券取引法上の公募概念」川又良也先生還暦記念『商法・経済法の諸問題』475頁以下（商事法務研究会 平成6年）、山下友信「募集・売出し概念の見直し」鴻常夫先生古稀記念『現代企業立法の軌跡と展望』335頁以下（商事法務研究会 平成7年）など参照。

(2) 鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法〔新版〕』16、48頁（有斐閣 昭和59年）神崎克郎『証券取引法〔新版〕』142-43、158頁（青林書院 昭和62年）、龍田節『証券取引法 I』91-92頁（悠々社 平成6年）参照。

(3) 株式の持ち合いは、株式市場における価格形成だけでなく、株式会社のコーポレート・ガバナンスにも深く関係している。近時においては、株式の持ち合い解消に絡んで銀行システム・証券市場・企業経営など様々な局面で問題が続出していることは周知の事実である。近時の議論については、神田秀樹編『資本市場研究会『株式持ち合い解消の理論と実務』』（資本市場研究会、平成13年）、佐賀卓雄「証券市場の活性化策について」月刊資本市場192号15頁以下（平成13年）など参照。

形成のような大規模な証券市場の歪曲を直接かつ積極的に防止することができなかつたのではなからうか。<sup>(4)</sup> こうした問題は証券取引法の発行市場規制だけの問題ではなく、そこには商法上の新株発行に関する割当自由の觀念を証券取引法上いかに評価するかという問題が横たわる。<sup>(5)</sup>

他方、従来の相場操縦規制論は、主として証券取引法159条の誘引目的および変動取引の意義に関する解釈論を中心に展開されてきた。<sup>(6)</sup> そこでの問題は、証券取引所という流通市場で取引されている証券の比較的大規模な相場操縦が念頭に置かれていた。<sup>(7)</sup>

(4) 従来の発行市場規制論は一般投資家ないし個人株主の増加を意図して展開されたものであり、その努力は積極的に評価されるべきであるが、親引けや法人はめ込みという株式の持ち合いに直接つながりうる問題を残しつつ、一般投資家ないし個人株主を増やそうとしても、そこには限界があったのではなからうか。証券取引審議会「株主構成の変化と資本市場のあり方について」『大蔵省証券局年報 昭和51年版』(昭和51年)、河本一郎「資本市場における立法論的課題—「株主構成の変化と資本市場のあり方について」の証券取引審議会報告から—(上) 商事法務740号2頁以下(昭和51年)、奥村宏「公募増資の盛行が提起した諸問題—増資ラッシュの意味するもの—」商事法務916号2頁以下(昭和56年)、神崎・前掲注(1)「時価による時価発行」、証券取引審議会「時価発行公募増資の諸問題とその改善策」商事法務958号7頁以下(昭和57年)、河本一郎「個人株主問題と時価発行」ジュリスト780号71頁以下(昭和57年)、竹内昭夫「時価発行の改善と発行価額の公告方法」ジュリスト780号81頁以下(昭和57年)、峯嶋利之「時価発行公募増資の改善策について—証券取引審議会の間とりまとめ—」商事法務958号(昭和57年)、柏谷光司「時価発行公募増資制度の改善をめぐる—証券取引審議会中間とりまとめ—」ジュリスト780号75頁以下(昭和57年)参照。

(5) 上村達男「公開株式会社法の構想について(下)」商事法務1563号15頁(平成12年)参照。

(6) 芳賀良「相場操縦の目的要件について」一橋研究18巻4号107頁以下(平成2年)、神崎克郎「現実取引による相場操縦」法曹時報44巻3号1頁以下(平成4年)、黒川弘務「相場操縦罪(変動操作)における誘引目的および変動取引の意義」商事法務1342号8頁以下(平成5年)、芝原邦爾「相場操縦罪における「誘引目的」」内藤謙先生古稀祝賀『刑事法学の現代的状況』333頁以下(有斐閣 平成6年)、黒沼悦郎「取引による相場操縦の悪性について」森本滋ほか編『企業の健全性確保と取締役の責任』480頁以下(有斐閣 平成9年)、今川嘉文『相場操縦規制の法理』7-26頁(信山社 平成13年)など参照。

しかしながら、こうした相場操縦概念は証券市場の諸相を反映した概念とは言えない。証券市場といっても流通市場・発行市場・公開買付市場があり、取引システムの違いからオークション・システム、マーケット・メーカー制、その折衷型およびディーラー・マーケットに分かれ、さらにそれぞれの組み合わせごとに流動性の多寡がある<sup>(8)</sup>。相場操縦概念は、こうした市場の諸相と相場操縦手段の多様性を柔軟に取り込む概念である必要がある<sup>(9)</sup>。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<sup>(10)</sup>。

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の交錯する領域である発行市場における証券の配分規制について論ずるものである。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

(7) たとえば、協同飼料事件控訴審判決(東京高判昭63.7.26.)およびそれを引用した証券取引審議会不公正取引特別部会報告書は、いわゆる変動取引の態様として、寄り付き前から前日の終値より高い指値買いの注文を出したり、買い注文の残りの指値を高く変更したり、時間を追って順次指値を1円刻みに高くした買い注文を出すといった行為をあげている。判例時報1305号58頁(平成元年)、証券取引審議会不公正取引特別部会「相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について」『相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について—証券取引審議会不公正取引特別部会中間報告』91頁(資本市場研究会 平成4年)参照。

(8) 店頭市場については、今川・前掲注(6)225-68頁参照。公開買付市場については芳賀良「アメリカにおける「相場操縦」概念に関する若干の考察—公開買付市場規制を中心として—」一橋論叢108巻1号148頁以下(平成4年)、今川・前掲注(6)157-205頁参照。発行市場については、前田雅弘「分売期間中の取引規制の緩和」証券取引法研究会国際部会編『欧米における証券取引制度の改革』82頁以下(日本証券経済研究所 平成10年)、若林「証券発行市場と相場操縦規制(一)(二)(三)(四)(五)(六)(七)」早稲田大学大学院法研論集91号257頁以下、92号529頁以下(以上、平成11年)、93号257頁以下、94号343頁以下、95号219頁以下、96号157頁以下(以上、平成12年)、98号157頁以下(平成13年)参照。

(9) 上村達男「流通市場に対する法規制(五)—相場操縦」企業会計54巻1号135頁以下(平成14年)参照。

(10) 上村・前掲注(9)136頁参照。また、若林・前掲注(8)91号258-59頁参照。

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う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業者による証券の利害関係者に対する不公正な配分が詐欺的ないし相場操縦的行為にあたり、かつ発行市場の公正性を阻害するものとして問題とされており、こうした米国の姿勢は、わが国の配分規制を構築していく上で参考になるであろう。具体的には、まず証券の不公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年に米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission；以下、SECという）が出したり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（National Association of Securities Dealers, Inc.；以下、NASDという）の「証券の意図的な不売却（Withholding）および不公正な利得（Free-Riding）」に関するルールについて概観し、最後にわが国への示唆について若干述べることにする。

## 2. SEC スタッフの法解釈（34年法リリース6097号）

### 2. 1. 問題とされた行為

米国法における証券の不公正な配分規制の歴史は、1940年代にまでさかのぼることができるが、ここでは米国連邦証券諸法上、証券の不公正な配分行為がどのように位置づけられているのかを検討するために、まず1959年にSECが公表したりリース（1934年証券取引所法（以下、34年法という）<sup>(11)</sup>リリース6097号）について述べる。

---

(11) SEC, Securities Exchange Act Release No. 6097 (October 23, 1959), available at 1959 SEC LEXIS 346. この他に、次の文献を参照。Eugene H. Rotberg,

このリリースが公表された1959年当時、米国証券市場は活況を呈し、株式公開を行う企業が大幅に増加したが、株式公開の直後に市場価格が暴騰するホット・イシューが相次いだ。SECはこうしたホット・イシューの原因を調査し、その原因となった証券の配分行為に関する連邦証券諸法の適用についてSECのスタッフが考察したリリースを公表した。このリリースにおいて問題とされた証券の配分行為は、大きく分けて以下の二点に集約される。すなわち、①引受人が、発行される証券を売出しグループのディーラーや顧客に配分するのとは別に、店頭市場で活発に取引を行っている証券業者に配分し、こうした業者が公募の開始と同時にその直後にマーケット・メイクを開始する。そして、こうした店頭市場の証券業者が目論見書に記された公募価格をはるかに超える価格で売却していた。また証券業者の中には、分売に従事しつつ、流通市場で買付申込・買付を行っていたものもあった。さらに、こうした分売は目論見書を利用することなく、行われていた。

そして、②引受人や売出しグループのディーラーは、自らが取得した証

---

The "Hot Issue", 17 Bus. Law. 360 (1962) ; William M. Prifti, The Hot Issue. 24 Bus. Law. 311, 311 & 316 n. 10 (1968) ; Comment, Securities Regulation: Legislative and Administrative Treatment of the "Hot Issue" Phenomenon, 1968 Duke L. J. 1137.

(12) 正確には、当時のSECのトレーディング・取引所局長であった Philip A. Loomis Jr. (後のSEC委員) がSECに提出した報告書 (preliminary report) である。Exchange Act Release No. 6097, *supra* note 11, at 1.

(13) SECのリリースによれば、以下のような事例があげられている。流通市場での取引開始初日に価格が約2倍に跳ね上がった証券発行では、全体の発行の13%以上を公募価格で4人のブローカー・ディーラーに売却したが、そのうちのあるブローカー・ディーラーは、発行日から3週間以内に発行価格よりも相当高値で自身が取得した証券を売り切った。また、別の発行では、主たる引受人 (principal underwriter) が1株あたり3ドルの公募価格で引き受けた証券の相当部分を流通市場での取引開始日に複数のブローカー・ディーラーに売却し、そのうちの6人のブローカー・ディーラーが5・3/4ドルから7・1/4ドルの範囲でピンクシートに値段を公表していた。Id. at 3.

券の相当部分をこれらの者のパートナー、役員、従業員もしくは親族（利害関係者）に配分し、あるいは互恵的な取引関係にあるブローカー・ディーラーやその利害関係者に配分していた。こうした行為が行われる一方で、証券業者の顧客は当初の分売で証券を取得することができず、より高い<sup>(14)</sup>価格で流通市場から買い付けることを余儀なくされた。

## 2. 2. リリースの法的評価

SECのリリースによれば、これらの行為により次の5つの法的問題が生じるとされる。

(1) 実際の分売計画および販売に関する取り決めを開示しないため、登録届出書、目論見書または募集文書（offering circular）の重要な事項が、誤解を与えるものとなる。これらの文書に含まれる通常の表明（usual representations）は、「一般投資家（the public）」に対して「公募価格」で申し込まれることが含意されるが、①②の行為を行った場合には、相当数の株式が利害関係者や特定の業者に配分され、あるいは目論見書に記された価格より高い価格で再申込しようとする者に配分されるため、開示が誤解<sup>(15)</sup>を与えるものになるとされる。

(2) ①で述べた証券業者の業務および行為は分売プロセスの一部とみな

---

(14) SECのリリースによれば、以下のような事例があげられている。発行日に価格が2倍以上に跳ね上がったある証券発行では、売出しグループが発行に参加した分の28%をその利害関係者に配分していた。中には、10万株の発行のうち取得した3000株の75%を利害関係者に配分したり、あるいは5000株のうちの約半分を利害関係者に配分した業者もあった。また、ある発行では引受人が全体の発行の22%を利害関係者の口座に配分していた。別の発行では、ある引受人はその参加分の87%を利害関係者に配分しており、別の引受人もその参加分の47%を利害関係者の口座に配分していた。Id. at 4.

(15) 特定の業者や利害関係者に配分された後に行われる、これらの者の転売による取引も当初の発行に含まれるとの解釈がとられることになるため、レギュレーションAに基づいて発行する場合には、届出の適用が免除される30万ドルの上限（当時。現在では、500万ドル）を超えることとなり、したがって33年法5条(a)項違反に問われることになる<sup>(15)</sup>とされる。Id. at 7 n. 2.

され、1933年証券法（以下、33年法という）2条（11）号にいう「引受人」に該当し、したがって、「引受人」と明示しなかったこと、そうした行為による利得を開示しなかったこと、およびそうした行為の影響を開示しなかったことにより、目論見書は重要な事項について誤解を与えるものとなる。<sup>(16)</sup> また分売参加者として、これらの証券業者は33年法5条(b)項により投資家に目論見書を交付する義務を負うが、目論見書交付義務違反にも問われる。

(3) 33年法および34年法の詐欺禁止規制に違反する。投資家は、目論見書、勧誘文書および新聞広告に記載された株数および価格で公募がなされていると考えているものの、実際にはそうではない場合、市場での最初の供給 (initial supply in the market) が制限されることになる。こうした第一の欺罔に加えて、文書で株式の引受希望があまりにも多すぎる (heavily oversubscribed) 旨の表示を行う。投資家はそうした表示を信頼し、流通市場でより高い価格で買付を行うよう誘引される。こうした市場はいわば人為的に作られた (created) 市場であり、かつ分売に積極的に関与している者がコントロールしている市場である。こうして投資家の犠牲において、利害関係者や特定の証券業者が利得することになる。

(4) 店頭市場でマーケット・メーカーをする意図のある証券業者に対して公募価格で株式を売却する行為は、Rule 10b-6<sup>(17)</sup>に違反する可能性がある。Rule 10b-6は、分売に参加する引受人やブローカー・ディーラーおよびその利害関係者が、分売への参加が終了する前に、発行される証券について流通市場で買付申込・買付等をするを禁止する相場操縦規制である。

(16) こうした証券業者だけでなく、配分された株式を転売するため再申込を行うとの合意の下で、株式の配分を受けた利害関係者やその他の者も、「引受人」とみなされる。Id. at 7 n. 3.

(17) Rule 10b-6は、現在ではレギュレーションMのRule 101およびRule 102になっている。また、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規制するルールとして、Rule 103が制定されている。これらについては、若林・前掲注(8)の91号から96号までを参照。

証券業者が分売に参加し、一般投資家に株式を配分しつつ、公開市場で買付申込・買付等を行うことは Rule 10b-6 に違反する。また、こうした業者の利害関係者、またはそうした業者に対して、もしくはそうした業者を通してトレーディング業務中に転売しようとしている者に配分する場合、Rule 10b-6 との関係で分売は終了していないと見なされ、流通市場で買付申込・買付をした場合には、Rule 10b-6 違反に問われる。

(5) 最後に、①②の行為を行っているブローカー・ディーラーが証券を市場価格で (at the market) 売却しているか、または市場価格に連動する価格で売却していると表示する場合、Rule 15c1-8 に違反する可能性がある。Rule 15c1-8 は、国法証券取引所での売買が認められていない証券の第一次または第二次分売に参加しているブローカー・ディーラー等の者、またはそうした分売に金銭的利害を有している (financially interested) 者が顧客に対して、当該証券が市場で (at the market) または市場価格に連動する価格で顧客に対して申し込まれている旨を表示することを禁止する相場操縦規制である<sup>(18)</sup>。ただし、Rule 15c1-8 では、ブローカー・ディーラーが、自己または分売において自己と関係のある者によって形成され、作出され、またはコントロールされていない証券市場があると知り、または信じるに足る合理的理由がある場合は適用されない。

### 2. 3. 意 義

このように、引受人や分売に参加するブローカー・ディーラーが、特定の証券業者やこれらの者の利害関係者に配分する行為は連邦証券諸法違反に問われる可能性がある。SEC のリリースの法的評価を参考にして連邦証券諸法違反の行為を分類すると、(a) 目論見書などの法定開示文書における虚偽記載、(b) 「引受人」の登録義務違反、「引受人」としての開示義務違反および「引受人」の目論見書交付義務違反、(c) 一般的な詐欺的行為禁

---

(18) SEC, Securities Exchange Act Release No. 1330 (August 4, 1937), available at 1937 SEC LEXIS 542.

止規制違反、(d)一般的な相場操縦禁止規制違反、ならびに(e)証券発行に關連する相場操縦規制違反の5つに分類することができる。

まず第一に SEC が問題としているのは、法定開示文書の虚偽記載 ((a) である。ここで重要なのは、公募の際にはこれらの開示文書が、「一般投資家 (the public)」に対して「公募価格」で証券の申込がなされることを意味しているとされる点である。こうした SEC のリリースの立場からは、「一般投資家」に対して「公募価格」で証券の申込がなされない場合、それは虚偽記載と評価される。ここでは、主として米国で問題とされた、分売に参加する証券業者による特定の証券業者やこれらの者の利害関係者への配分行為が念頭に置かれているものの、「一般投資家」に対して証券の申込をしなければならないという点を積極的に評価すれば、公募において「一般投資家」に対して申し込まれない場合をすべて虚偽記載と評価することも可能である。<sup>(19)</sup> こうした観点からは、このリリースで問題とされた配分行為だけでなく、たとえば発行者が証券業者に配分を指図する場合も虚偽記載の範囲に含まれてくる可能性がある。<sup>(20)</sup> また、目論見書に記された価格より高い価格で再申込しようとする者に対する配分も虚偽記載にあたりと評価されている点も、要するに「一般投資家」に対してまず配分しなかったことを問題にするものである。ただし、ここでは「開示」という規制手段の限界がある。つまり、開示すれば配分を自由に行ってもよいかの<sup>(21)</sup> ように解釈される可能性がある。

そして第二に、「引受人」に関する一連の開示義務違反 (b) が問題とされる。ここで「引受人」として評価されているのは、①の行為を行った店頭業者であり、第一の点で述べたように、「一般投資家」に対する証券

(19) ただし、この時点で主として問題となっていた証券は、株式であることに注意を要する。

(20) 後掲注 (87) の文献参照。

(21) ただし、後述のように NASD ルールは開示規制とは無関係に適用され、証券業者が、その利害関係者、他の証券業者および証券業務に影響を及ぼすことができる一定の者に対して証券を配分することを禁止している。

の申込がなされれば、「引受人」に関する一連の開示義務違反を問題にする余地はないように思われる。しかし、米国の「引受人」概念は、証券発行に携わる証券業者の不正な証券発行だけを対象とする業者規制の範囲を超えて、開示を中心とする一連の発行市場規制を広く適用していくために「引受人」概念を駆使してきた経緯<sup>(22)</sup>があり、こうした米国の「引受人」に関する規制方法を単に業者規制とのみ理解してはならないであろう。

第三に、一般的な詐欺的行為禁止の規制がかかる ((c))。これは、目論見書等の開示文書やそれ以外の勧誘文書における投資家に対する表示が実際の分売とは異なる点を捉えて、詐欺的と理解するものである。しかし、こうした表示は発行市場における投資家の投資判断を歪曲し、発行市場における需給を歪めるものと捉えれば、相場操縦的行為であるとの理解も可能である。現に SEC のリリースによれば、詐欺的行為禁止規制の適用がある行為は、市場の供給を制限するものであり、かつ市場を人為的に作出しコントロールするものとして捉えられており、一般的な相場操縦禁止規定の適用 ((d)) があることから、そのように言うことができる。相場操縦という概念は詐欺概念から徐々に形成されてきた概念であるため、ある行為がこれらの両方に該当するかのように見える場合があり、これらのいずれ（あるいは双方）を適用するかは規制の歴史的経緯による。Rule 10b-5は、証券詐欺と相場操縦的行為の双方に適用されるため、両方の概念が交錯するような事例にも柔軟に対処できる。SEC のリリースの記述は、こうした米国の不公正取引規制を象徴するものとして興味深いものがある。いずれの行為に該当するとしても、特定の証券業者や利害関係者への配分行為に対して不公正取引禁止規制の適用があることは重要であるが、注意しなければならないのは、詐欺的行為や相場操縦的行為に該当しない

---

(22) 「引受人」については、次の文献を参照。Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation* 285-301 (4th ed. 2001)。また、松原正至「米国における私募の概念と規制方法 (下)」島大法学37巻3号53頁以下 (平成5年)、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』29-34頁、59-63頁 (弘文堂 平成11年) も参照。

ように「一般投資家」に対して配分がなされれば、配分の具体的な方法については特段の規制が課されず、引受人等の分売に参加する証券業者に配分が委ねられている点である<sup>(23)</sup>。

第四に、証券発行に関する相場操縦禁止規制 ((e)) の適用がある。米国の相場操縦規制は、証券市場の様々な局面に置かれている。上場証券に関する9条、店頭市場におけるブローカー・ディーラー向けの15条(c)項2号、証券発行に関する相場操縦を規制してきた Rule 10b-6、Rule 10b-7、Rule 10b-8および Rule 15c1-8、公開買付に関する相場操縦を規制する14条(e)項、ならびに一般的な相場操縦規制である Rule 10b-5など、きわめて包括的である。こうした様々な局面の中でも、証券発行が絡む場合は相場操縦がもっとも行われやすい類型の一つである。SECはこうした点に着目して、1959年に Rule 10b-6を中心とする証券発行に関する相場操縦規制を設け、柔軟に相場操縦を規制してきた。Rule 10b-6は分売に参加している証券業者が、流通市場で買付申込・買付やその勧誘をすることを禁止するものであり、ここではマーケット・メーカーによる買付申込・買付等の行為に対して Rule 10b-6の適用を示唆している。このリリースでは、証券の分売に参加している証券業者とマーケット・メーカーをいわば一体のものとして捉えて、Rule 10b-6を適用しようとするが、こうしたSECの規制態度に対しては、マーケット・メーカーが不可能になるとの批判もありうる<sup>(24)</sup>。しかし、ここでの問題は発行市場において「一般投資家」に対して分売をしないことの方に向けられるべきである。「一般投資家」に分売していれば、こうした批判があたらないことは言うまでもない。他方、Rule 15c1-8は店頭市場において市場支配的立場にあるブローカー・ディーラーの変動価格による募集 (market offerings) を禁止しようとする発行市場の相場操縦規制である<sup>(25)</sup>。市場をコントロールしているブローカー・デ

(23) ただし、NASDの配分規制については別途の検討が必要である。

(24) See e. g., Martin A. Rogoff, Legal Regulation of Over-the-Counter Market Manipulation: Critique and Proposal, 28 Me. L. Rev. 149, 180-82 (1976).

イーラーが市場価格ないしそれと連動する価格で証券を発行する場合、証券の発行価格は容易に操作される。Rule 15c1-8は、こうした店頭市場のきわめて低い流動性や取引手法を利用した相場操縦を禁止しようとするものである。Rule 15c1-8は発行価格それ自体を問題にする点に特徴がある。このルールは、流通市場における価格操作を発行価格への操作と見ること、発行市場の相場操縦的行為を禁止しようとしていると見ることができ、Rule 15c1-8はわが国で紹介されることも稀であるが、変動価格による募集や発行市場の価格操作といった概念を含んでおり、発行市場規制および相場操縦規制の双方にとって理論的にきわめて重要である。

#### 2. 4. 小 括

このように、1959年に公表されたSECのリリースでは、一連の開示規制、詐欺的行為禁止規制および相場操縦規制を通じて証券の不正な配分行為を規制しようとしている。SECは、現にある規定を最大限活用して不正取引を規制するという法運用を行ってきたため、証券の配分行為を規制する際にも、こうしたSECの法運用が如実に現れているように思われる。

しかし、こうした規制手段は、証券の配分行為そのものを直接規制しようとするものではなく、またそれぞれの規制の性格からくる限界があるように思われる。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るおそれがある。証券の配分行為は、まさに発行市場における行為そのものであり、こうした開示規制や不正取引禁止規制だけに限られない、発行市場規制の論理が追及されねばなるまい。次節以降では、こうした点について探っていくこととする。

---

(25) 7 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation 3414 (3d ed. 1991).

### 3. Rule X-15C2-3の提案

#### 3. 1. 問題とされた行為

前節では、証券業者による証券の不正な配分行為が、連邦証券諸法上いかなる規制に服するかについて見てきた。本節では、時期が前後するが、SECが1946年に提案した Rule X-15C2-3<sup>(26)</sup> (提案のみで採択されず。後述) について検討することにより、発行市場規制としての証券の配分規制について触れていくこととする。

Rule X-15C2-3は、34年法15条(c)項(2)号 [店頭市場におけるブローカー・ディーラーの詐欺的・相場操縦的行為の禁止] に基づいて提案されたSECのルール案であり、原則として、分売に参加するブローカー・ディーラーが自身の口座に証券を配分したり、あるいはその利害関係者に対して証券を配分する行為を禁止しようとするものであった。

Rule X-15C2-3が提案された当時も、前述のSECのリリースと同様のホット・イシューが数多く見られた。前述のSECのリリースの公表時に問題視されていた行為と重複する部分があるが、Rule X-15C2-3提案当時に問題とされた行為は、以下のものであった。(1)引受人および売出しグループのメンバーが、最初の公募 (Initial Public Offering) の日にそのパートナー、役員および主要従業員の口座に相当数の株式を配分し、これらの者が株式取得の対価を支払う前に、公募価格よりも高い価格で直ちに転売していたこと、(2)売出しグループのメンバーが、売付申込の最初の日に自らの売却予定株式の相当部分を自身の口座に配分していたこと、(3)分売に参加していないディーラーが公募価格で株式を取得して、自らの顧客に分売せずに自身の口座に留保したこと、(4)証券業者が他のブローカー・ディーラーに転売するために配分された株式を自身の口座に留め置き、顧客か

---

(26) SEC, Securities Exchange Act Release No. 3807 (April 16, 1946), available at 1946 SEC LEXIS 260.

らの買い注文を受けていながら、自身の口座で保有する株式を売却せずに、他のディーラーから公募価格より高い価格で購入した株式を配分したことが、前記のホット・イシューの原因であった。そして、証券業者のこうした株式の意図的な不売却および利害関係者への売付ないし申込が株式の供給を人為的に制限する (artificially restrict the supply of stock) ものとなっていた。SEC は、こうした行為が投資家を欺罔し、誤解を与えるものであり、かつ公益に反すると判断し、一般投資家 (the public) に対して誠実に (bona fide) 分売が行われるように規則を提案したのである。

### 3. 2. Rule X-15C2-3の内容

Rule X-15C2-3は、その(a)項で33年法に基づいて登録された証券もしくは同法に基づくレギュレーションAにより登録免除される証券の分売に関して、公募価格から手数料を受け取るブローカー・ディーラー、またはそうした分売に参加するブローカー・ディーラーが、同法により提出された目論見書もしくはレギュレーションAにより提出された通知書 (letter of notification) に記された最初の公募価格 (initial public offering price) を超える価格で証券を分売することを禁止していた。

この(a)項を受けて(b)項では、33年法ないしレギュレーションAによる売付または申込が、証券の誠実な分売努力 (a bona fide attempt to distribute) であると言えるためには、こうしたブローカー・ディーラーのパートナー、役員、取締役もしくは従業員、もしくはそうしたブローカー・ディーラーと支配関係にある者、またはこうしたブローカー・ディーラーもしくはこれらの者が経済的利益 (beneficial interest) を有する口座に対して売付ないし申込をしてはならないと定めていた。

ただし、このルール案では(c)項で一定の適用除外を認めており、(1)目論見書または通知書において引受人として明記された者が、最初から投資のために保有する (initially retained for investment) 証券の売付または申込であって、その旨が目論見書または通知書で開示されるもの、(2)最初の公

募の日から30日を経過してブローカー・ディーラーが取得する証券の売付または申込、および(3)1940年投資会社法の意味における登録投資会社が発行する償還可能証券 (redeemable securities) の売付が適用除外とされていた。

### 3. 3. 意 義

このルール案の意義は、以下の2点にあるように思われる。すなわち、第一に証券の意図的な不売却および証券業者の利害関係者への売付または申込を詐欺的な行為として禁止しようとした点である。前述したSECのリリースでは、こうした行為は先ず開示義務違反として違法とされる。Rule X-15C2-3が提案された1946年の時点では、前述のリリースが公表された1959年と比較して、開示規制ないし相場操縦規制が十分に整備されていたとは言えず、その分詐欺的な行為としてこうした行為を規制するにとどまっていたものと推測される。ただし、ここで注目すべきは、こうした行為が証券の供給を人為的に制限するものとされる点である。ここでの人為的な供給の制限は、発行市場における人為的な供給制限を問題にする。このことは、発行市場というまさに需給が問われる市場の操作が問題にされていることを意味する。Rule X-15C2-3が詐欺的な行為ばかりでなく、相場操縦的な行為をも規制する34年法15条(c)項2号に基づくものである点に着目すれば、概念として発行市場の相場操縦的行為を観念することが可能であるように思われる。

そして第二に、分売に参加するブローカー・ディーラーは、誠実な分売努力を行わなければならないとしている点が注目される。この概念は、まずは分売に参加するブローカー・ディーラー自身の口座やその利害関係者に配分することを禁止しようとするものであるが、Rule X-15C2-3についてのSECの解説の趣旨を汲めば、「一般投資家 (the public)」<sup>(27)</sup>に対して配分することを強調するものといえる。この当時の店頭市場はき

(27) なお、前述のSECのリリースにおける開示規制違反の文脈に触れた1972年の

わめて透明性が低く、そうした低い透明性に乘じた証券業者による不正取引を防止するという側面が如実に現れているものの、この概念は証券の配分行為を発行市場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であり、Rule X-15C2-3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<sup>(28)</sup>。「誠実な分売 (努力)」という概念は、触れられることは稀であるが、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。

このように、提案された Rule X-15C2-3は理論的にはきわめて重要な視点を提供するものであったが、証券業界の関係者が投資できなくなるとする証券業界からの猛烈な反対と、規則提案後の相場下落の結果としてこうした行為を積極的に問題にする必要がなくなったことのために、結局採用されずに終わった<sup>(30)</sup>。しかし、ここでSEC規則として明確に採用され

SEC のリリースでは、「SEC の意見では、33年法は誠実な公募についての基準を確立していないが、こうした公募が行われるよう義務づけることは、同法の目的および政策と一致する」と述べられている。The Obligations of Underwriters, Brokers and Dealers in Distributing and Trading Securities, Particularly of New High Risk Ventures, Exchange Act Release No. 9671 (July 26, 1972), available at 1972 SEC LEXIS 89.

(28) 厳密な立証ではないが、米国の証券市場における個人投資家の保有比率が高いのは、こうした概念も影響しているのではなかろうか。本文のように、証券の広範な分散を強制するルールがあるとする文献として、たとえば以下のものを参照。See Arthur Fischer, Jr., Less Free “Free-Riding” Rules, Institutional Investor 33, 33 (January 1974); Richard A. Booth, Essay: The Efficient Market, Portfolio Theory and The Downward Sloping Demand Hypothesis, 68 N. Y. U. L. Rev. 1187, 1206 (1993).

(29) SEC, Report of Special Study of Securities Markets 532 (1963) [hereinafter Special Study]. 本稿に関連する部分の報告書の邦訳として、SEC 報告書邦訳刊行会『SEC 証券市場特別調査報告書 (12)』(1966年) 参照。また、藤田国之助「アメリカの最近好況期における株式公開市場の実態—SEC 特別調査報告書第四章による—」証券研究21巻 (1967年) 参照。

(30) 6 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation 2802 (3d ed. 1990).

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（後述）。

## 4. NASD のルール

（証券の意図的な不売却および不公正な利得）

### 4. 1. 概 説

前節までは連邦証券諸法において証券の配分行為がいかに規制されるの  
かを見てきたが、本節ではこうした連邦証券諸法の枠組みを踏まえて、よ  
り詳細な規制を設けている NASD のルールについて見ていくこととす  
る。

前述のように SEC が提案した Rule X-15C2-3 は採択されなかったもの  
の、SEC と NASD の協議により、1950 年に、NASD が Rule X-15C2-3  
で問題となった証券業者による証券の不公正な配分行為について規制する  
こととなった。これは、こうした行為を防止しようとするのに、NASD  
が適役であると判断されたためである。<sup>(31)</sup>

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、公募会社の幹旋業者、弁護士、公認  
会計士もしくは財務コンサルタントといった幹事引受人の受認者、または  
金融機関の上級役員もしくは証券売買に関係している者などに対して、証  
券を売却することが禁止される。ただし、これには重要な適用除外があり、  
配分される証券の数量が多くないなどの一定の場合には、こうした者  
への配分も認められる。また、公募価格を超える価格で他のブローカー・  
ディーラーに売却することが禁止されるとともに、ブローカー・ディーラ

---

(31) レオ・M・ロール、ジュリアン・G・バックレイ（坂野幹夫監修・小山徳満  
訳）「アメリカの店頭市場」証券研究61巻99-100頁（1980年）参照。

一はホット・イシューの証券を受領することも禁止される。さらに、こうした規制の潜脱を防止するために、銀行や投資会社などに対する売却も禁止される。なお、NASDのルールでは発行者がその従業員・取締役役に配分を指図する場合、こうした者に対する売却はきわめて狭い範囲で禁止されているのみである。

こうしたNASDの規制は、「証券の意図的な不売却（Withholding）および不公正な利得（Free-Riding）」に関するルールと題されており、NASDの行為規則（Conduct Rules）におけるいわゆる取引信義則（Standards of Commercial Honor and Principles of Trade）の解釈という形をとるが、<sup>(32)</sup>規則の改廃に関してSECの承認が必要とされ、またその規則違反に関して最終的に裁判所における司法判断の対象となる点では、他の規則と異なる<sup>(33)</sup>ところはない。

このように、NASDの「証券の意図的な不売却および不公正な利得」に関する規制は、詳細な証券の配分規制を定めている。ただし、NASDは証券業者の規制機関という性格を有するため、会員への制裁が緩やかになるという自主規制の短所が、NASDによる規制の実効性を低めてきた<sup>(34)</sup>という弊害が指摘されている。この点が、米国における証券の不正な配

(32) NASD Manual, Conduct Rules, Rule 2110 (<<http://www.nasdr.com>> の「NASD Manual」からアクセス可能)。現在はNASD Regulationが規制機関としての役割を部分的に担っているが、ここでは便宜上すべてNASDのルールとして説明することとする。See IM-2110-1 (a) (2)。なお、NASDは、現在SECにこのルールの抜本的な改正を申請しており、それによればこのルールは新たにRule 2790として規則化される予定である。See Self-Regulatory Organizations; Notice of Filing of Amendment No. 2 to Proposed Rule Change by the National Association of Securities Dealers, Inc. Relating to Trading in Hot Equity Offerings, Exchange Act Release No. 43627 (November 28, 2000), available at 2000 SEC LEXIS 2611.

(33) 34年法15A条および25条参照。SECのNASDルール違反を理由とする処分を認めた事例として次の文献を参照。Alton v. SEC, No. 99-70383, 2000 U. S. App. LEXIS 17926 (9th Cir. 2000)。

(34) 平田公一「Nasdaqにおけるマーケット・メーカー制度について（下）」証券

分行為を助長し、より一層証券市場を投機的で不公正な市場とした原因であることは否めないように思われる。<sup>(35)</sup>

NASD の「証券の意図的な不売却および不公正な利得」に関する規制は、こうした限界があるものの、従来の発行市場規制の上では、非常に重要な役割を果たしてきた。そこで、現行の NASD ルールの概要を以下で述べることとする。

#### 4. 2. ルールの基本的な考え方

前述したように、NASD の「証券の意図的な不売却および不公正な利得」に関する規制は、原則として、NASD の会員および関係者は、ホット・イシューの場合に、会員の口座で証券を保有し続け、あるいは会員もしくは会員の関係者等の一定の者に対して証券を売却することを禁止するものである。

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 (a bona fide public distribution) をしなければならない (以下、誠実な公募義務という)」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

---

業報533号180-81頁 (1995年)、村田淑子「米国証券業の自主規制機関による不当な競争制限の防止—全米証券業協会を巡る最近の問題— (上) (下)」京都学園法学25号1頁以下 (1997年)、27号23頁以下 (1998年) 浜田道代「ナスダックの改善」証券取引法研究会国際部会編『欧米における証券取引制度の改革』158頁以下 (日本証券経済研究所 平成10年) 参照。

(35) Special Study, *supra* note 29, at 533; Nicholas Wolfson, Conflict of Interest: Investment Banking 43 (1976). 前述の1940年代・50年代における証券の不公正な配分から、近時のいわゆるネットバブルにおけるベンチャー関係者等への優先的配分まで、ホット・イシューが続出する度に証券の不公正な配分が問題視されており、枚挙にいとまがない。

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 (artificially raising the price) 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り、一方で証券業者が自身の口座や特定の者に配分し、これらの者が目論見書等で表示された公募価格を上回る価格で分売が行われることを防止するとともに、他方で発行市場における人為的な供給制限によって生じる流通市場での人為的な価格操作を禁止するものであると言える。

そして、NASDのルールによれば、誠実な公募義務に違反することは、とりわけ、会員が証券の需要に関する情報を有している場合やその他一般投資家に知られていない要因に関する情報を有している場合には、取引信義則に違反するものであり、投資銀行業および証券業の公正性に対する公衆の信頼を損なうものであるとされる。この理由付けだけでは、開示すれば違反とならないかのように思われなくもないが、後述のように、開示によってルール違反が治癒されることはない。

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<sup>(36)</sup>の公正さを確保すること (to protect the integrity of the public offering system)」<sup>(36)</sup> 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

---

(36) See e. g., Self-Regulatory Organizations ; Order Approving Proposed Rule Change by National Association of Securities Dealers, Inc. Relating to the NASD's Free-Riding and Withholding Interpretation, Exchange Act Release No.35059 (December 7, 1994), at 2, available at 1994 SEC LEXIS 3944.

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に思われる(後述)。

### 4. 3. ルールの内容

以下、ルールの具体的な内容について述べる。

**4. 3. 1. 適用される発行類型と証券** このルールが適用されるのは、「ホット・イシュー (hot issue)」の場合だけである。ここで、「ホット・イシュー」とは、流通市場での取引が開始されたときに、流通市場でプレミアム付きで取り引きすることとなる公募 (public offering) のことを<sup>(37)</sup>いう。ここで「公募」とは、登録届出書または募集回状 (offering circular) に従って行われる証券の第一次分売または第二次分売をいい、交換買付、株主割当募集、吸収合併もしくは買収により行われる募集、普通社債の募集、Rule 504 [100万ドル以下の証券の限定売付申込または売付のための適用除外] に基づく募集、およびその他証券のいかなる種類の分売をも含むものである。33年法上の私募など一定の取引には適用されない。<sup>(38)</sup>

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りやすいからであるとされる。しかし、ここでの「ホット・イシュー」概念は、流通市場において発行価格を上回る価格で取り引きされる場合の証券の公募を問題としており、発

(37) IM-2110-1 (b).

(38) ①33年法4条1項 [発行者、引受人またはディーラー以外の者が行う取引に関する証券の登録の適用除外]、2項 [発行者による公募を含まない取引に関する証券の登録の適用除外] または6項 [自衛力認定投資家に対する売付申込または売付に関する証券の登録の適用除外] に基づいて登録が免除される募集、および②33年法に基づく Rule 144A (a) (3) [制限証券の定義]、Rule 505 [500万ドル以下の証券の限定売付申込または売付のための適用除外] または Rule 506 [売付申込価額限度のない限定売付申込および売付のための適用除外] の下で「制限証券」とされる証券である場合に、Rule 504に従って行われる募集が適用除外とされる。IM-2110-1 (l) (1)。

行市場において発行される証券の需給や証券の配分それ自体を直接問題とするものではない。発行後の流通市場における価格の上昇は、発行市場における投資家からの超過需要を反映して形成されていると見ることができる。けれども、流通市場における価格は様々な要因を反映して形成されるものであり、発行市場における買いの超過需要が流通市場の価格にそのまま反映されるとは限らないように思われる。相場環境の変化によってたまたまホット・イシューとならない場合もあろう。<sup>(39)</sup>このように考えると、人為的な価格操作の禁止を理由とする NASD の規制は、発行市場における投資家からの買いの超過需要がある場合に証券業者が投資家に対して誠実な配分を行うことを必ず保障するものとは言えないように思われる。問題は、発行市場において公正な配分を保障しうるような規制方法なのである。<sup>(40)</sup>

他方、適用証券の範囲については、以下の適用免除が付与される場合を除いて、あらゆる証券に適用される。<sup>(41)</sup>適用免除される証券は、政府証券、34年法の適用免除証券、投資適格の負債証券（普通株または優先株に転換する負債証券を除く）、または金融証書の裏付けのある証券（financing instrument-based securities）<sup>(42)</sup>である。この他に、一定の第二次募集（secondary

(39) 「ホット・イシュー」をこのように定義することは、ルールの適用が偶然の要因により左右されることになり、ルールの適用に関する不確実性が高まる。この点を批判するものとして、以下の文献を参照。Charles J. Johnson & Joseph McLaughlin, *Corporate Finance and Federal Securities Laws* 343-44 (2d ed. 1997). また、現在こうした NASD の規制に関する改正提案が SEC に提出されているが、ここでは一定の価格上昇割合を定めてルールの適用の可否を決めようとする方法が提案されているが、こうした方法も発行市場における配分行為そのものを直接対象とするには不十分であろう。See Exchange Act Release No. 43627, *supra* note 32, at 22-24.

(40) このように、米国では証券の配分の問題を株式公開の場合のホット・イシューと絡めて論じられてきたため、発行後のアフター・マーケットの問題と絡めて捉えがちのようであるが、まずは発行市場規制の問題として捉えるべきであるように思われる。

(41) IM-2110-1 (b).

(42) IM-2110-1 (a) (4), (l) (1).

offerings) も適用除外とされる。<sup>(43)</sup>

**4. 3. 2. 適用対象者** 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 (a person associated with a member) である。<sup>(44)</sup> ここで会員の「関係者」とは、(1) NASD のルールに基づいて登録された自然人または登録申請をしている自然人、(2) 会員の単独所有者 (sole proprietor)、パートナー、役員、取締役もしくは支店の支配人 (branch manager)、またはその他類似の地位または職務に就いている自然人、もしくは NASD における登録の有無に関わらず、会員との間で直接または間接に支配関係にある者であって、投資銀行業または証券業に携わる自然人のことを指す。<sup>(45)</sup> また、取引を執行する登録外務員 (registered representative executing transaction) もこのルールの適用対象に含まれる。<sup>(46)</sup> 会員の関係者も、公募価格で誠実な公募を行う義務を負う。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らう。<sup>(47)</sup>

**4. 3. 3. 禁止行為** まず、①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 (continue to hold) が禁止される。<sup>(48)</sup> このルールは、分売に参加するブローカー・ディーラーの様々な不正行為を防止する根幹となるルールである。というのも、これらの証券業者が証券を一般投資家に対して誠実に売り切ってしまうと、自らが不正に利得することも、また特定の証券

(43) 活発に取り引きされる証券 (actively-traded securities) の発行者またはそうした証券の発行者の証券保有者によって行われるものが適用除外とされる。See IM-2110-1 (I) (1). なお、「活発に取り引きされる証券」とは、100万ドル以上の一日平均取引高のある証券であって、その普通株式が1億5000万ドル以上の流動価値を有する発行者が発行する証券のことを指す。IM-2110-1 (I) (7).

(44) 業務範囲を制限している一定の会員の関係者には適用されない。IM-2110-1 (c).

(45) NASD By-Laws, Article I (dd) (1), (2).

(46) IM-2110-1 (j).

(47) See Comment, supra note 11, at 1162.

(48) IM-2110-1 (b) (1).

業者や利害関係者などに利得させることも不可能になるからである。<sup>(49)</sup>したがって、分売に参加するブローカー・ディーラーは、まずは証券を売却することがその義務となる。

次に、②(I)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、(II)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(III)上記の者の近親者 (a member of the immediate family) に対して証券を売却することが禁止される。<sup>(50)</sup>ただし、会員の関係者から直接または間接に重要なサポートを受けておらず、このルールにより売却が制限される者(以下、売却制限対象者という)を雇用しているブローカー・ディーラー以外のブローカー・ディーラーによって売却が行われ、かつ売却制限対象者がホット・イシュー証券の配分を支配できない場合には、会員の関係者の近親者に対する売却も許される。<sup>(51)</sup>また、③(I)公募会社の斡旋業者 (finder in respect to the public offering)、(II)弁護士、公認会計士および財務コンサルタントなど、幹事引受人に対して受認者の立場で行為する者、ならびに(III)(I)・(II)に規定する者が直接または間接に重要な (to a material extent) サポートを行っている者に対して証券を売却することが禁止される。<sup>(52)</sup>このルールは、投資家を犠牲にして業界の内部者がその優越的地位に基づいて利得することを防止するものである。<sup>(53)</sup>

---

(49) Comment, *supra* note 11, at 1162.

(50) IM-2110-1 (b) (2). 近親者とは、両親、義理の両親、夫、妻、兄弟姉妹、義理の兄弟姉妹、養子および子、ならびに会員、会員の関係者または②に該当する者から、直接または間接に、重要なサポートを受けている者のことを指す。IM-2110-1 (l) (2).

(51) IM-2110-1 (b) (2) (B).

(52) IM-2110-1 (b) (3).

(53) See Self-Regulatory Organizations; Notice of Filing of Proposed Rule Change by the National Association of Securities Dealers Inc. Relating to Trading in Hot Equity Offerings, Exchange Act Release No. 42325 (January 10, 2000), at 14, 23.

④(I)<sup>(54)</sup>金融機関の上級役員、または証券の売買業務を行う一部の従業員に対して、または(II)これらの者から直接または間接に重要なサポートを受ける者<sup>(55)</sup>に対して証券を売却することが禁止される。これらの者は会員の業務に対して影響を及ぼすことができる者であり、公募に参加するブローカー・ディーラーがホット・イシューの証券の配分を利用してこれらの者との取引関係を強化することを禁止している<sup>(56)</sup>。独占禁止法上の不当な顧客誘引や売却制限対象者の利益相反行為を規制するものと言えよう<sup>(57)</sup>。

以上の①から④に規定する者が経済的利益を有する口座<sup>(58)</sup>に対して証券を売却することも禁止される。

ただし、以上の規制に対しては、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 (normal investment practice) 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 (insubstantial) 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 (not disproportionate)、また 1 人に対する売却の量が多くないこ

---

(54) 金融機関には、銀行、S&L、保険会社、投資会社、投資顧問業者、またはその他の機関投資家の口座が含まれる。IM-2110-1 (b) (4)。

(55) IM-2110-1 (b) (4)。なお、このルールにより、ベンチャー・キャピタリストも適用対象に含まれる。NASD Reminds Members of Obligations under Free-Riding and Withholding Interpretation, NASD Notice to Members No. 97-91 (1997)。

(56) Exchange Act Release No. 42325, supra note 53, at 23.

(57) たとえば、石田眞得「米国投資会社法における報償受領による利益相反の規制」インベストメント2000年10月号20頁以下参照。

(58) IM-2110-1 (b) (5)。ここで経済的利益 (beneficial interest) とは、売却制限対象者の口座において持分権 (ownership interest) を有するもののみならず、直接金銭的利益 (financial interest) を有するあらゆる種類のものをいう。ただし、売却制限対象者が投資パートナーシップや投資会社などの投資主体に対して権利を有している場合に、当該投資主体が新規発行証券のための別個のブローカー口座を設定し、かつ投資主体のジェネラル・パートナーないしそれに相応する地位の者が、独立した公認会計士に対して、当該口座の参加者に売却制限対象者が含まれないなどの一定の事項を証明するときには、経済的利益を有するものとはみなされない。IM-2110-1 (g)。

とを会員が証明できる場合には、③および④に定める者、②の近親者ならびにこれら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。<sup>(59)</sup>

ここで、「通常の投資行為」とは、売却制限対象者が維持している口座において行った投資の履歴のことを指す。<sup>(60)</sup> 通常の場合、過去1年の投資歴によって判断されることになるが、場合によってはそれよりも長期または短期の投資歴によって判断されることもある。会員および取引を執行する登録外務員は、売却制限対象者の投資歴から判断してホット・イシューの証券の配分が妥当であることを証明する責任を負う。会員および登録外務員が証券の配分に際して考慮すべき要因として、(1)判断の対象となる期間中に行われた取引の頻度（投資の性格や数量も勘案される）、(2)過去の取引の金額とホット・イシューの証券の買付金額との比較<sup>(61)</sup>があげられる。(2)に関しては、たとえば、100ドルの証券の売買を繰り返している場合に、1000ドルのホット・イシューの証券を配分することは、通常の投資行為と言えないとされる。また、NASDの解釈によれば、主としてホット・イシューの証券を買い付けている口座であっても、それが常に通常の投資行為に該当し、したがってホット・イシューの証券の配分を認めることにはならないとされる。これは、通常の投資行為に名を借りた規制の潜脱を防止しようとするものである。

また、「証券の総量が多くない (insubstantial)」ことの判断基準としては、配分された証券の数量および／または買付金額<sup>(62)</sup>があげられる。これは、売却制限対象の口座に配分された証券の総量と個別の配分の数量の双方から判断され、いずれか一方に違反すれば、「多い」と判断される。

(59) IM-2110-1 (b) (5). これらの概念に関する事案につき、以下の文献を参照。

See Comment, *supra* note 11, at 1159-61; Loss & Seligman, *supra* note 30, at 2803-05.

(60) IM-2110-1 (1) (3).

(61) IM-2110-1 (1) (3) (A), (B).

(62) IM-2110-1 (1) (5).

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い (not disproportionate in amount as compared to sales to members of public)」ことの解釈指針として、NASD は会員が取得した発行における参加分の10%という基準を示している。<sup>(63)</sup> この数値は、配分された証券の数量の合計で判断される。<sup>(64)</sup> しかし、この基準はあくまでもガイドラインにすぎず、以下の要素も考慮の対象となる。すなわち、(1)参加分の証券の数量、(2)発行価格、(3)売却制限対象者に売却された証券の数量、および(4)発行後の証券の市場価格が考慮される。<sup>(65)</sup> 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。

こうした NASD の規制に対しては、ホット・イシューとそれによる利得を予期して関係者に配分する行為のすべてが価格操作になるわけではないとする見解もある。<sup>(66)</sup> この見解によれば、引受人が登録された証券をそのパートナー、役員、従業員および親族に配分することは SEC によっても認められているとされる。前述のように、これらの者に対する配分は一律に否定されるわけではないし、またこれらの者が一般投資家としての立場で正当に投資することを否定することはできない。しかし、これらの者への配分が人為的な価格操作となる場合があることもまた事実である。結局は配分行為の実質で判断されることになろうが、一方でルール違反を問われ、他方で何らルール違反とはならないという一見矛盾した見解が並立する原因は、どこにあるのであろうか。

NASD のルールでは、まず売却制限対象者ないし口座を特定し、原則

(63) IM-2110-1 (l) (4) (A). なお、取引単位 1 単位分は、多くの場合、不釣り合いに多いものとはみなされない。IM-2110-1 (l) (4) (c).

(64) IM-2110-1 (l) (4) (B).

(65) IM-2110-1 (l) (4) (A) (i), (ii), (iii), (iv).

(66) 1 Thomas Lee Hazen, *Treatise on Securities Regulation* 357-60 (3d ed. 1995).

としてこれらに配分することを禁止するが、他方で売却制限対象者ないし口座のホット・イシューへの投資を認めるために、投資歴と数量の観点から規制を設けることにより人為的な価格操作の禁止や業者不正の禁止といったルールの趣旨が潜脱されることを防止しようとしている。こうした詳細な規制は、引受人等の分売に参加する証券業者が証券の配分に関する権限を濫用して、人為的な価格操作や業者不正を生ぜしめることを防止しようとするものである。しかし、前述のように、こうした売却制限対象者を一般投資家と同じように平等に取り扱えば、ルール違反との認定は下されない。こうした視点から NASD の証券の配分規制について考えると、要するに、発行市場における一般投資家を平等に取り扱うことこそが大事な点なのである。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。NASD のルールでは「ホット・イシュー」の場合にしかこうしたルールが適用されないことに加えて、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。

以上の規制の他に、⑤公募価格以上で、他のブローカー・ディーラーに対して証券を売却することが禁止される<sup>(67)</sup>。ただし、公募価格で善意の一般顧客の注文を満たすために買付を行うのであれば、売却してもよい。また、⑥ブローカー・ディーラーと一定の所有ないし資本関係にある者もしくはこれらの者の近親者、またはこれらの者が経済的利益を有している口座<sup>(68)</sup>に対して証券を売却することが禁止される。さらに、⑦ホット・イシュー

---

(67) IM-2110-1 (6)。

(68) ただし、10%より少ない一定の資本拠出の場合であって、他のブローカー・ディーラーからホット・イシューの株式を買い付けるなどの場合には、このルールの適用はない。

一の証券を受領した会員 (recipient) も、引き渡した会員と同様に違反となる。これらのルールは、Rule X-15C2-3が取り組もうとした問題と同じものであり、誠実な公募をしなくて業者やその利害関係者が不正に利得する<sup>(69)</sup>ことを禁止するものである。

また、売却制限対象者が他の入手経路を通じて証券を取得することによる規制の潜脱を防止するために、こうした目的の範囲で、⑧国内銀行、外国銀行の国内部門、信託会社またはその他匿名の本人のための導管 (conduit for undisclosed principal)、または⑨外国のブローカー・ディーラー<sup>(70)</sup>または銀行に対して証券を売却することが禁止される。ただし、最終購入者がこのルールにより売却を禁止される者ではないこと等を保証するための一定の手続がとられる場合には、売却することが許される。また同様の趣旨から、⑩ヘッジ・ファンド、投資クラブおよびこれらに類似する口座を含む、国内外の投資パートナーシップまたは投資会社の口座に対してホット・イシューの証券を売却することが禁止される<sup>(71)</sup>。この場合にも、経済的利益を有する者の名簿の受領や弁護士・公認会計士による売却制限対象者がいないことの証明などを条件として、売却が認められる。なお、ERISA 適格従業員利益プランも、ブローカー・ディーラーがスポンサー<sup>(72)</sup>をしているプランの場合には、このルールの適用対象となる。ただし、金

(69) なお、米国の店頭市場は1990年のベニー・ストック改革法によりかなり規制水準が引き上げられ、店頭市場の透明性が高まったため、Rule X-15C2-3の当時とはかなり状況が異なることは留意が必要である。今川・前掲注(6) 225頁以下参照。

(70) IM-2110-1 (b) (7), (8). なお、銀行本体による証券業務を規制するグラス＝ステイーガル法16条は、1999年のグラム＝リーチ＝ブライリー法による制度改革の対象となっていない点に注意すべきである。高月昭年「米国の一九九九年金融制度改革法の概要と評価(1)」国際金融1037号22頁以下(平成11年)、吉川満「米国の「金融サービス現代化法」の成立」商事法務1546号12頁以下(平成11年)、川口恭弘「米国における金融制度改革—1999年グラム＝リーチ＝ブライリー法の制定」月刊資本市場174号52頁以下(平成12年)など参照。

(71) IM-2110-1 (f).

(72) IM-2110-1 (f) (3).

融業務を行っていない主体がスポンサーとなっている場合、また金融業務を行っている主体がスポンサーとなっている場合であっても、当該プランが広範な層の参加者を認め、かつ当該プランが主として売却制限対象者の利益を目的としているものではない場合は、この限りではない。

最後に、⑪最初の公募（Initial Public Offering）のホット・イシューの場合、以下の条件を満たせば、ベンチャー・キャピタルに対する売却も認められる。すなわち、（Ⅰ）ベンチャー・キャピタルが公募の効力発生前一年間に当該会社に対して持分権（ownership interest）を有していること、（Ⅱ）ホット・イシューの証券の取得により、当該ベンチャー・キャピタルの持分比率が上昇しないこと、および（Ⅲ）発行後三ヶ月間の譲渡禁止など<sup>(73)</sup>である。ベンチャー・キャピタルは、公募前に企業の存続についてきわめて重要な役割を担っており、公募後も持分権を維持することが認めら<sup>(74)</sup>れる。ここで課せられる要件は、ベンチャー・キャピタルが被投資主体に対して継続して権利を有する誠実なベンチャー・キャピタルであることを<sup>(75)</sup>確保するためのものである。

米国においては、これらのいわゆる機関投資家は受益者のために受託者責任を負っており、その点でわが国の法人持ち合い株主とは根本的に異なる。こうした受託者責任への理解抜きに、NASDのルールがこれらの機関投資家に対する売却を部分的に認めていることを評価してはならないであろう。

**4. 3. 4. 残額買付者（Stand-By Purchasers）** 残額買付とは、発行期間中に買い付けられなかった証券を買い付けることを言う。残額買付で購入した証券の場合には、以下の要件を満たす場合、適用除外が認められる。すなわち、（Ⅰ）残額買付契約が目論見書で開示されていること、（Ⅱ）

(73) IM-2110-1 (h).

(74) Exchange Act Release No.35059, supra note 36, at 8-10.

(75) SEC Approves NASD Proposal Amending Free-Riding and Withholding Interpretation Provisions, NASD Notice to Members No. 95-7 (February 1995).

残額買付契約が正式の文書による合意であること、(III)幹事引受人が、書面において、当該証券について他の買付者を発見できないと証明すること、および(IV)買い付けた証券は、3ヶ月間、売却または譲渡してはならないこと、の4つの要件をすべて満たす必要がある。<sup>(76)</sup>公募に参加するブローカー・ディーラーが分売の努力を行ったにもかかわらず、証券の買い手が見つからなかった場合に、売れ残った証券を売却制限対象者に配分することができるようにするための規定である。<sup>(77)</sup>

**4. 3. 5. 開示** このNASDルールに違反する方法で証券の売却を行うことが目論見書または募集文書で開示されたとしても、この解釈の禁止事項には何ら影響を及ぼさない。

この点に関連して、このNASDのルールの根拠を説明するのに、引受人が受認者 (fiduciary) であることを強調する見解がある。<sup>(78)</sup>この見解は、引受人が証券の需要に関する重要な非公開情報を開示しないで売却することを受認者としての義務に違反するものと捉えるものであるが、NASDのルールによれば、引受人が配分に関する情報を開示しても、このルールの適用には何ら影響を及ぼさないとされている。したがって、このNASDルールが課される根拠は、信認義務だけでは説明できないように思われる。

**4. 3. 6. 取引のキャンセルによる適用除外および適用免除権限** 会員またはその関係者が売却制限対象者または売却制限対象口座に配分した場合であっても、流通市場取引開始後1営業日の終わりまでに当該取引をキャンセルし、かつ当該証券を公募価格で非対象者または非対象口座に配分すれば、このガイドラインに違反することにはならない。<sup>(79)</sup>前述のように、このNASDルールは「ホット・イシュー」の場合にのみ適用される

(76) IM-2110-1 (e).

(77) NASD Notice to Members No. 95-7, supra note 75.

(78) Richard W. Jennings et al., Securities Regulation Cases and Materials 298-300 (8th ed. 1998); see also Rotberg, supra note 11, at 363-64.

(79) IM-2110-1 (a) (3).

ものであるから、流通市場で取引が開始されてみないとルール<sup>(80)</sup>の適用があるかが判断できない。そのため、誤ってこのルールに違反することもないとは言えない。取引のキャンセルによる適用除外は、こうした不注意な違反を救済するためのものである。意図的な違反に対しては、このルールが厳格に適用されることに注意しなければならない。

また、NASD Regulationのスタッフは適用免除権限を有する。<sup>(81)</sup>

**4. 3. 7. 発行者等の従業員・取締役に対する売却** このNASDのルールでは、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（that are directed by the issuer to such persons）証券を購入することができる。ただし、善意の独立した市場が存在しない証券の発行の場合には、効力発生後三ヶ月の譲渡等の禁止が課される。NASDの説明によれば、発行者等の従業員および取締役に対する配分が認められるのは、発行者の指図による株式取得プログラム（Issuer-Directed Share Programs）が従業員の獲得・育成および維持（development and retention）のためにますます重要なものとなっており、また一般的なものとなっているためであるときれる。<sup>(83)</sup>しかし、発行者等の従業員および取締役に対する配分も、場合によっては、証券の人為的な需給ないし価格操作になりうる。<sup>(84)</sup> そうだとすれば、証券発

(80) NASD Notice to Members No. 95-7, supra note 75; see also NASD Notice to Members No. 97-91, supra note 55.

(81) IM-2110-1 (a) (5).

(82) これには、親会社、子会社および発行者と支配関係にある会社の従業員および取締役、ならびに発行者によるM&Aなどの企業結合により将来従業員や取締役になる者も含まれる。IM-2110-1 (d).

(83) See SEC Approves Amendments to Free-Riding and Withholding Interpretation, NASD Notice to Members No. 98-48 (July 1998).

(84) 少なくとも、発行者の従業員および取締役に対して配分されることにより、その分だけ投資家が取得する証券の数量は減ることになり、証券の需給に影響を及ぼすことが可能になり、場合によっては相場操縦的行為となりうる。See Special Study, supra note 29, at 530; Rotberg, supra note 11, at 363; Prifti, supra note 11, at 311 & 316 n. 10; Charles J. Johnson, Jr., Recent and Proposed SEC and

行に関わる利害関係者として、発行者等の従業員および取締役に対して優先的な配分を禁止することが考えられてもよいはずである。<sup>(85)</sup> 過去においては、NASDAQ のルールで配分株数の妥当性の観点からこうした配分についても規制がかかっており、またこうした配分を完全に禁止する方向性も示されていた。<sup>(86)</sup> NASD の説明によれば、従業員の報酬としての側面から証券の配分が正当化されているが、過去の議論はまずは発行市場における投資家としてこれらの者を評価しようとするものであるように思われる。こうした見地からすると、投資家の属性によって差別をしない平等な発行方法を確立できるかが重要なものとなろう。

また NASD の規制は、主として NASD の会員にしか適用されないため、NASDAQ の非会員である者や発行者に規制が及ぼそうとすれば、NASDAQ の会員を通して規制するほかない。しかし、こうした規制方法は発行者等の NASD の非会員の者を直接規制の対象とするものではないため、発行者を含めた証券の配分規制を構想する上でどうしても限界が出てこざるをえない面があるのではないかと思われる。発行者の指図がある場合にその従業員・取締役等に対して配分を認める NASD の規制は、こうした NASD 自体の規制の限界を表していると見ることができる。

なお、発行者による配分の指図がある場合には、最低限目論見書での開示が必要となることには注意を要する。<sup>(87)</sup>

NASD Regulations Governing Distribution of Securities, 5 Ann. Inst. on Sec. Reg. 221, 234-38 (1973); Wolfson, *supra* note 35, at 39, 43-45, 50, 53. また発行者が関与する詐欺的な行為として規制の対象とされる場合がある。See Comment, *supra* note 11, at 1154.

(85) See Johnson, *supra* note 84, at 234-35.

(86) *Id.*

(87) See Symposium, Current Problems of Securities Underwriters and Dealers, 18 Bus. Law. 27, 58-59 (1963); Prifti, *supra* note 11, at 311, 316 n. 10; Johnson, *supra* note 84, at 234; Bruce Alan Mann, Initial Public Offerings: Problems in the Course of Distribution, 13 Ann. Inst. on Sec. Reg. 351, 353 (1982); Meredith B. Cross and Christine Sarudy Roberts, Recent Developments in Underwriting of IPO's: "Spinning" and Syndicate Penalty Bids, 30 Ann. Inst. on Sec. Reg. 595, 600 (1998).

## 5. おわりに

### 5. 1. 米国のまとめ

本稿はこれまであまり検討されることがなかった米国発行市場における証券の配分規制について見てきた。

連邦証券諸法との関係において証券の配分行為に関する法律問題を考察したのは、1959年に公表されたSECの34年法リリース6097号においてであった。このリリースで問題とされたのは、証券の配分による「ホット・イシュー」の続出である。こうした問題に対して、このリリースでは公募の際に「一般投資家」に対して「公募価格」で証券の申込をすべきことが強調されていた。そして、証券の配分行為は開示規制、詐欺的行為禁止規制ならびに一般的な相場操縦禁止規制と証券発行に関する相場操縦禁止規制を通じて規制され、連邦証券諸法はこうした行為に厳格に対処することが示されていた。

時代は前後するが、SECは1940年代からRule X-15C2-3を提案することにより証券の配分行為を規制しようとしていた。Rule X-15C2-3は、証券業者がその利害関係者や他の証券業者に証券を優先的に配分するなどの方法でこれらの者が不公正に利得する事態に対処しようとするものであった。提案されたRule X-15C2-3は採択されるには至らなかったものの、こうした証券の利害関係者等への配分は証券の供給を人為的に制限するものであり、こうした行為を詐欺的ないし相場操縦的行為として禁止しようとしていた。そして、Rule X-15C2-3は、証券の「誠実な分売努力」を義務づけようとすることにより、発行市場規制として証券の配分行為を規制する基礎を作ったといえることができる。

他方、こうした連邦証券諸法上の規制対応を超える詳細な配分規制を設けているのが、NASDのルールである。Rule X-15C2-3の提案を受けて、NASDは1950年に「証券の意図的な不売却（Withholding）および不公正

利得 (Free-riding)」に関する規制を定めた。NASD のルールは、主として証券業者による意図的な不売却および証券業者・利害関係者等への配分を禁止するものである。このルールで NASD はその会員等が遵守すべき規範として「誠実な公募 (bona fide public distribution)」義務という概念を明確に打ち出し、一般投資家に対して証券を誠実に公募することを義務づけることで、証券の公募システムの公正性を確保することを目的としている。NASD のルールでは証券業者によるその利害関係者等への証券の配分が原則として禁止されているが、他方でこうした売却制限対象者にも、一般投資家と同様に、証券の売却が認められる場合があり、要するに、発行市場における一般投資家の平等取扱いを要請しようとする試みであると評価できる。また、発行者等による従業員・取締役への配分の指図がある場合の証券の配分行為も部分的に規制されており、また過去にはこうした証券の配分を完全に禁止しようとする見解も示されていたが、こうした議論の方向性は、従業員・取締役でもまずは発行市場における一般投資家として平等な取扱いを目指すものと評価することができよう。こうした NASD ルールに対する評価を本稿の視点から再構成して示唆を得るとすれば、一般投資家に対する平等な取扱いを保障しうる配分方法こそが、「公正な公募」の名に値するものと言うべきである。

## 5. 2. 日本法の現状と米国法からの示唆

わが国では、時価発行増資隆盛時に安定株主に対して優先的な配分がなされ (いわゆる親引けないし法人はめ込み)、それが株式の持合いを形成してきた。この当時は、こうした行為が証券取引法上いかに規制されるべきかという議論は、ほとんどなかったと言ってよい。いわゆる親引けないし法人はめ込みは、証券取引法上の規制ではなく、引受証券会社間の自主ルールないし日本証券業協会のルールにより規制されてきた。現在の日本証

---

(88) ただし、上村達男「証券取引法と発行市場規制—時価発行増資をめぐる—(上) (下)」商事法務1053号20頁以下、1055号93頁以下 (昭和60年) 参照。

券業協会の公正慣習規則14号「有価証券の引受けに関する規則」では、その9条（配分の公平化）1項において、「会員は引受けを行うに当たっては、個人投資家等への広く公平な消化を促進し、公正を旨とした配分を行うよう努めなければならない」とし、2項において日本証券業協会理事会決議に則って適正な配分を行うことを義務づけるとともに、3項においていわゆる親引けを禁止している<sup>(90)</sup>。

米国では主として証券業者およびその利害関係者による証券の不公正な配分が問題とされてきたが、わが国では主として発行者による指図がある場合の証券の不公正な配分が問題とされてきた。しかし、いずれの場合であっても、これらの行為は発行市場において一般投資家に対する平等な配分を保障するものではなく、「公正な公募」とは言えない。こうした行為が開示なしに意図的になされる場合、それは一般投資家を欺罔することとなるだけでなく、証券に対する需給を歪めることとなり、詐欺的・相場操縦的行為にあたと評価されよう。まずは米国法に倣って、証券取引法157条、158条、159条の適用がありうることを確認したい<sup>(91)</sup>。そして、相場操縦規制論の観点からは、証券の不公正な配分が流通市場の需給を歪めるだけでなく、発行市場の需給を歪める行為、すなわち発行市場の相場操縦的行為として規制対象となる点が重要である。こうした発行市場の相場操縦的行為は、米国では証券発行に関する特別の相場操縦規制の適用対象とされる。わが国においても、米国法を参考にして市場の構造に応じた相場操縦規制を構築する必要がある。

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

(89) 規制の経緯については、篠秀一「エクイティファイナンス諸規制についての歴史的考察」証券経済研究17号75頁以下（平成11年）参照。

(90) 理事会決議の内容については、日本証券業協会発行の『定款・規則』を参照。

(91) たとえば、公募増資の場合に割当自由と称して開示なしに新株を恣意的に配分しようとする行為は、詐欺的ないし相場操縦的行為と評価されうる。

とするものではない。では、発行市場規制としてはいかなる配分が「公正な公募」として評価されるのであろうか。この点に関する NASD ルールの理論的到達点は、発行市場において一般投資家に対して平等な取扱いを貫くということである。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。<sup>(92)</sup>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。<sup>(93)</sup>

具体的な配分の方法について、米国では基本的に引受人などの分売に参加する証券業者の配分に関する権限を原則として認めているが、こうした方法では常に濫用を引き起こす火種を残しており、この問題に関する根本的な解決にはならないように思われる。<sup>(94)</sup>米国ほど強力な市場監視体制を持

(92) ここでの主たる対象は株式など「一般投資家」が購入できる証券であり、いかなる証券の公募においても「一般投資家」に配分すべきであるということにはならない。この点に関し、4.3.1. 参照。Rule X-15C2-3が提案された時期および本稿で扱った SEC のリリースが公表された時期は20世紀半ばであり、今日のように多くの複雑な証券が発行されていたわけではない。投資家の属性、証券の仕組み・リスク・内容によっては、一般投資家に販売してはならない場合もあり得る。そこでは、適合性原則および説明義務といった販売・勧誘規制が当然かかってくる。また、最終受益者が個人である機関投資家も「一般投資家」として評価することができるかもしれない。ただし、こうした機関投資家は個人のために受託者責任を負うことが明確にされていなければならない。

(93) 上村・前掲注 (88)・1055号99頁参照。

(94) こうした引受人の配分に関する権限は、発行市場規制において新たな問題を表面化させることとなっている。近時 SEC が制定した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 の Rule 104は、「ペナルティ・ビッド (penalty bid)」と呼ばれる行為について開示規制等を課すこととした。ペナルティ・ビッドとは、引受人間協約において、幹事引受人が、引受人または販売グループに売却した新規公開株を、発行直後の流通市場で買い付けた場合に、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から販売手数料を没収することを指している。ペナルティ・ビッドは、投資家が新規公開株を取得後直ちに売却する行為を防止しようとするものであるが、こうした行為は新規公開株を売却する引受人や販売グループの

たないわが国では、一層このことがあてはまる。こうした米国法のアプローチと反対のアプローチは、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る。<sup>(95)</sup>こうした方法は、発行市場における投資家を平等に取り扱う、透明性の高い配分方法と言うことができ、こういった方向での規制を目指すべきであろう。近時のわが国の実務においても、新規公開株を抽選で配分する証券会社が出てきており、こうした流れ

---

メンバーの配分行為を通じて、流通市場価格を安定させる効果があるとされ、規制対象となった。証券の配分行為との関係では、引受人や販売グループのメンバーが新規公開株を過去に直ちに売却したり、あるいは売却しようとする投資家に配分しないといったことが問題となっており、また機関投資家等の一部の投資家には厳しい売却制限を課さずに、個人投資家には売却制限や将来の新規公開株の配分拒否を強く訴えているといった問題が起きている。この問題については、若林・前掲注(8) 98号175-77頁参照。

また最近では、米国においてベンチャー企業家やベンチャー・キャピタリストなどへの新規公開株配分が不公正とみなされて、大きな社会問題になっている。こうした配分は、「スピニング (Spinning)」と言われる。スピニングは、たとえば、将来の株式公開において引受けを希望する証券業者が、その幹事となるために他の新規公開株をベンチャー・キャピタリストやベンチャー起業家に配分する行為を言う。スピニングには、ベンチャー・キャピタリストへの配分のように NASD ルールの枠内で規制される問題もあるが、そうではないものもある。こうした問題が生じているのは、米国において証券の配分規制を連邦証券諸法において包括的に定めていないためであると見ることができる。See *McLucas Calls for Disclosure of Hot Issue Allocation*, 30 *Sec. Reg. L & Rep.* 622 (April 24, 1998); Cross & Roberts, *supra* note 87, at 597-601. また、佐賀卓雄「証券アナリストと利益相反問題」証券レビュー41巻9号42頁以下(平成13年)、「海外証券ニュース」月刊資本市場193号158頁(平成13年)、日本経済新聞平成13年8月20日朝刊9面、12月12日朝刊9面など参照。

(95) 上村・前掲注(88) 1055号99頁参照。こうした配分方法を実効性のあるものとするためには、投資家から証券の取得ないし買付けの申込みがあった場合に、そうした申込みを正確に記録することが肝要となる。証券会社の書類作成保存義務を規定する証券取引法188条、証券会社に関する内閣府令60条1項ならびに証券取引法188条違反の罰則を定める同法198条の5第11号および207条(1年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金またはその併科、および法人罰金2億円)の運用がきわめて重要である。

に沿うものと評価できる。<sup>(96)</sup>なお、前述したように、米国法においては証券の配分が特定されている場合に、目論見書等での開示を義務づけている。配分の開示という規制方法は、開示さえすればどのような配分を行ってもよいかのように解釈されかねず、問題がある。まずは平等で透明性の高い配分方法の強制を目指すべきであり、その上でこうした方法がとられなかった場合に配分規制違反とともに開示義務違反ないし不公正取引規制違反を問うようにすべきである。<sup>(97)</sup>

なお、前述の日本証券業協会の「有価証券の引受けに関する規則」9条3項但書は、支配株主や業務提携関係にある株主ならびに取締役・監査役・従業員・これらの者の予定者・従業員持株会への配分を適用除外としているが、いかなる場合にもこれらの者に対する配分が公正な配分として正当化されるとは考えにくい。前者については子会社上場などの問題があり、後者についても従業員持株制度固有の問題があるほか、報酬規制の実効性が不十分であれば金融商品のばらまきとなってしまう。それぞれ個別に検討する必要があるだろう。こうした特定の者に対する配分は、公開会社における第三者割当増資をいかに評価するかという問題とも連続性を有する。米国において、わが国でいう公開会社の第三者割当増資に類する行為はさほど多くないものと推測されるが、この点については今後の検討課題としたい。

わが国においてはまだまだ配分に関する不正行為が後を絶たない。<sup>(98)</sup>こうしたわが国の現状は、発行市場規制の現状を如実に表しているように思われる。そもそもあらかじめ配分する者が特定されている「公募」などあ

(96) 日本経済新聞平成12年3月24日朝刊7面、平成13年3月17日朝刊16面参照。

(97) 企業内容等の開示に関する内閣府令8条(有価証券届出書の記載内容等)1項1号第2号様式(記載上の注意)(9)募集の方法a参照。なお、日本証券業協会の規則では、適用除外として許される特定者への配分でもその事実の公表を要求している。有価証券の引受けに関する規則9条3項参照。

(98) 証券取引等監視委員会編『証券取引等監視委員会の活動状況』49-50頁(平成13年)参照。

てはならないものである。広く一般投資家に対して「公正な公募」が行われる日が来ることを願って止まない。

[補足] 脱稿後、米国においてもかなり不十分ではあるが、証券の配分の先着順を部分的に強制しようとしたとされる SEC のルール案が存在していたことに気づいた。このルール案は、1974年に SEC が提案した Rule 10b-20である。Rule 10b-20は、直接的には証券の発行価格以外の対価を顧客に支払わせることを禁止するものであるが、その主眼は証券発行において売れ残りが生じた証券を顧客に買い取らせる代わりに、ホット・イシューの証券を当該顧客に優先的に配分することを禁止しようとするところにあった。しかし、Rule 10b-20の提案は、1975年の再提案から時間が経過しすぎたことと他のルールの整備・発展を理由として、1988年に撤回された。