

米英における証券規制について

——ワンセット主義と投資家保護に関する 議論の観点から

宮下 俊郎

1. はじめに——目的、構成、要旨
2. 市場法と業法の関連性（ワンセット主義の観点から）
3. 投資家保護の範囲

1. はじめに——目的、構成、要旨

本年6月、「証券取引審議会基本問題研究会第1部会報告書（以下報告書と言う）、『金融の証券化』に対応した法制の整備等について」が公表され、証券取引全般についての包括的、統一的な法的枠組についての方向性が示された。

すなわち報告書は、金融の証券化に対応して「ディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制等を整備することが望ましく」、その検討に当っては「証券取引法の基本的な仕組みを活用することが適当」との基本的方向を提示している。そのもとで、まず証券取引法上の有価証券概念を拡張し、「幅広い有価証券」を同法上の有価証券としたうえで、投資家保護の観点から、①発行者に対する開示規制、売買を行う者や仲介業者に対する行為規制といった市場法的規制と、②仲介業者に対する開業規制といった業法的規制とからなる現行証券取引法の規制構造を、幅広い有価証券にかぶせていくことを提言して

いる。

証券法制のあり方については当然のことながら、様々な論点がありうるが、中でも市場参加者のあり方を律する市場法と市場での取引を業とする者を律する業法のあるべき姿、特にそれぞれにおける投資家保護のあり方が重要な論点と言えよう。これらの論点に関しては、海外主要国における証券法制およびその運用等についての理解が我が国の関連法制のあり方等を検討するに当たっておおいに参考になると考えられる。そこで本論文においては、米国と英国の証券規制について、市場法と業法との関連性および投資家保護に関する議論の観点から検討する。

本論文の構成および要旨を予め述べれば以下のとおりである。

まず、2.では、米英における市場法と業法の関連性を検討し、いずれの国でも市場法と業法を同一法上の有価証券で連結し、証取法上の証券であれば自動的に担い手まで決まるというワンセット規制は行われていないこと、および仲介業者に対する参入規制は原則

として課されていないことを明らかにする。
次に、3.では、投資家保護の範囲について検討し、いわゆるプロの投資家については一般投資家と同じ規制を課すのではなく、プロの間と限定したうえで自由な取引を認めていることを示す。

2. 市場法と業法の関連性（ワンセット主義の観点から）

(1) 米 国

米国における証券関連法のうち主要なものは次のとおりであり、このほかに各州において証券規制法が定められ、これらにより有価証券の定義、開示規制、行為規制および開業規制等が規定されている。

- ・ 1933年証券法
(SECURITIES ACT OF 1933 以下証券法という)
- ・ 1934年証券取引所法
(SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 以下取引所法という)
- ・ 1939年信託証券法
- ・ 1940年投資会社法
(INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940 以下投資会社法という)
- ・ 1940年投資顧問法
- ・ 1970年証券投資家保護法

(証券の定義)

証券の定義については、証券法2条(1)項において以下のように幅広く定義されている。

ノート(note)、株式、自己株式、担保付社債、無担保社債、債務証券、利益分配契約に

おける権利又は参加を表章する証券、担保信託証券、会社設立前証券又は引受証券、譲渡可能持分証券、投資契約(investment contract)、議決権信託証券、証券預託証券、石油・ガスその他の鉱業権に対する非分割の割合的権利、全ての証券、預託証券又は証券の集合体若しくは指数(それに含まれるか又はその価値に基づくあらゆる権利を含む)についてのプット(put)、コール(call)、ストラドル(straddle)、オプション(option)又は特権(privilege)、国法証券取引所に上場されている通貨に関するプット、コール、ストラドル、オプション又は特権、一般に「証券」と言われている全ての権利又は証券、これらのものに対する権利又はそれへの参加を表章する証券、これらのものに対する暫定的又は仮の証券、これらのものの受領書または保証書、これらのものを引き受け又は買い取るためのワラント又は引受権。¹⁾

ただし、ここで注意しなければならないことは、証券法上の証券概念は他の法律で規定するそれとは異なる独自の概念であるということである。例えば、統一商事法典(U.C.C.: Uniform Commercial Code)では「証券」(securities)を、certificatedなものとuncertificatedなものに分けて定義している(\$8-102)が、これは、証券法の定義とは異なるものである。つまり手形、小切手のように一般に証券と呼ばれているものでも証券法上の証券ではないものが存在する。

ある証券が証券法上の「証券」に該当するか否かは、1946年のHowey caseの連邦最高裁判決以来、証券の包括規定である投資契約

1) 邦訳は、竹内昭夫、「証券取引法上の有価証券」、『証券取引法大系』、商事法務研究会、1986年、p.29を参考にした。

の概念に含まれるか否かで判断されてきた。ちなみに Howey case (1946年) の事案は以下のとおりである。²⁾

事実の概要

Howey 社は、果樹園を公衆に販売する際に、土地の販売契約に収穫物の取り入れと販売を含む耕作を関連会社である Howey Service 社に行わせ、それによって相当な利益を得させるというサービス契約を付加して勧誘を行った。なお買主の大部分は果樹の栽培等につき専門知識をもたないものであり、利益を期待してひきつけられた。これに対して、SEC は、このような契約は証券法上の証券に該当し、Howey 社の勧誘行為は同法第5条(a)項において禁止されている未登録の証券の売付申込に当るとして、訴訟を提起した。³⁾

判決の要旨

連邦最高裁は、まず証券法上の「投資契約」とは、「ある者がその資金を共同事業に投資し、専らそのプロモーターまたは第三者の努力によって生ずる利益を期待することになる契約、取引又は仕組み」を意味するものとした上で、本件の取引は、買主に対し単なる土地所有権以外に大規模果樹園の事業に出資してそこから得られる利益を分配される機会を与えたもので、明らかに「投資契約」に該当するとした。また同時に連邦最高裁は、「投資契約」を解釈するに当り、形式を否認して実質を捉えることが重要であり、経済的実態(economic reality)に重点を置かなければなら

ないと判示した。

ここで言う「投資契約」の構成要素は、①金銭の出資が行われること、②共同事業であること、③利益が専ら投資家以外の者の努力によって生ずること、の3点である。この基準に従うと、取引対象が何であるかは問題とはならず、取引の仕組みが問題とされた。具体的に投資契約と判断された例としては、ぶどう園やいちじく園等の管理・栽培、兎のような毛皮動物や牛等の家畜などの飼育に係る契約、ビルの管理収益分配契約などが該当する。⁴⁾

ところで、1990年2月に最高裁は証券の判断基準として新たに「family resemblance test」を採用した。それによれば、証券であるか否かは、その商品が定義に列举されている場合には一応証券と推定され、証券でない主張する者が挙証責任を負うことになる。すなわち、「ノート」と称する商品があった場合、family resemblance test を用いれば一応証券と推定され、もし推定されない場合でも、さらに Howey test を用いて経済的実態に即して判断される。

こうして定義された幅広い証券の発行者、仲介業者に対して諸規制が課されることになるが、現行の証券関連法の規制を大きく区分すると、発行者、仲介業者等の市場参加者のあり方を律する一般法的規制(市場法)と、市場での取引を業とする者を律する業法的規制(業法)とに区分することができる。そこで、以下ではそれぞれの区分に従い、米国において特徴的と考えられる、市場法の中の開

2) SEC v.W. J. Howey Company, United States Reports, Vol. 328 p. 293 (328 U.S. 293)。

3) 証券法5条(a)項では、登録が発効していない証券を州際通商手段や郵便を用いて販売すること等を禁止しており、SECはHowey社がこのような手段を用いることの差止訴訟を提起した。

4) これについては竹内・前掲1)p.32以下に詳しい記述がある。

示規制および業法の中の開業規制、業務分野規制に焦点をあて説明する。

(市 場 法)

証券の公募に当たっては、発行者は証券法に基づき、原則として所定の登録届出書を証券取引委員会 (SEC) に提出しなければならない (5条(a)項)。また、発効後売付けを行う場合、届出書と同内容の目論見書 (prospectus) を相手方に予め、または同時に交付しなければならない (同(b)項) (開示規制)。つまり、証券の発行は、SEC へ証券の登録をすれば原則として誰でも行うことができる訳で、発行者に対する業法的規制は存在しないと考えられる。

この原則に対する例外として「投資会社法」がある。すなわち同法では、主として証券投資を行う fund (同法によればこれを投資会社と呼称) の実体的な行為を規制している。⁵⁾

このため投資会社は、①SEC に対する投資会社自身の登録が義務付けられ (8条)、②空売りなどの投機的行為や特定利害関係人との間の証券等の売買といった不正行為の禁止 (12条、10条) 等の規制を受けることになる。

ただし、ここで注意せねばならないことは、投資会社法の規制対象が、mutual fund 等主として証券投資を行う fund に限定されてい

ることである。つまり、同法は証券化関連商品の発行全般を包括的に規制することを目的としていないのである。⁶⁾

(業 法)

取引所法で、証券業とは「ブローカーまたはディーラーが証券取引または証券売買を誘引する行為」と定義し、証券業を行うためには、SEC に登録が必要であると規定している (15条(a)項1号)。この趣旨は、自由な設立を建前とし、自由競争を通じて証券市場の適正な発展を期するものである。つまり、基本的には登録さえすれば誰でも証券業を行なうことができ、また証券業を行う者に対する兼業制限は存在しない。なお、登録が認可される要件として、15条(b)項(7)号は、すべての登録ブローカー・ディーラーに対し「営業能力」基準を課し、ブローカー・ディーラーおよびそれと提携関係にある自然人が、公益および投資家保護の観点から SEC の課した「訓練、経験、能力およびその他の資格要件」を満たすよう要求し、かつ特に SEC に対し、いずれかのまたはすべてのブローカー・ディーラーおよびそれと提携関係にある自然人に対する試験を実施する権限を付与している。

もっとも銀行の証券業務に関しては、グラス・スティーガル法で銀行業務と証券業務の分離を規定し、⁷⁾ 銀行本体による証券業務を

5) 同法では、投資会社を、証券を発行しその代り金による投資を主要業務とする者、証券への投資業務に従事している者で資産総額の40%以上の価額を有する投資証券を有する者 (3条) 等と定義している。

6) 投資会社法が投資行為一般を規制していないため、米国では、投資会社法の適用を受けないかたちでの証券化が一般的に行われている。すなわち、米国では投資会社法の適用を避けるために、不動産等の実物資産を直接保有する会社を作り、ここに証券化対象資産を移し、当該会社が証券を発行する形が採られている。

7) グラス・スティーガル法では、16条、20条、21条および32条の四つの条文により、銀・証の分離を規定、

原則として禁止しているほか、さらに銀行持株会社法で銀行持株会社が証券業務に関与することも規制している。⁸⁾

このように米国においては、銀行業務と証券業務の分離政策は、グラス・スティーガル法および銀行持株会社法等により遂行されている。しかしながら、近年、急速な進展を見させている金融革新のなかで、銀行が行える証券業務の範囲を拡大しようとするFRBの判断が裁判所によって追認されることにより、銀行による証券関連業務への進出が図られている。⁹⁾

例えば、CDは証券には該当せず、¹⁰⁾CPは証券に該当するとしただけで、私募形式で行われる場合、分売を予定しておらず、グラス・スティーガル法上の引受（引受には分売を伴う）に当たらないため、銀行にもその取扱いが認められるとされた。¹¹⁾

（市場法と業法の関連）

米国においては、幅広い証券概念を定めている証券法、取引所法上の証券となることで、開示規制、行為規制等が課されることとなる。その際、仲介業者に対しては、登録が義務付

各条の要旨は以下のとおり。なお、本法の邦訳は、加藤信、「証券規制」、『図説アメリカの証券市場1990年版』、日本証券経済研究所、1990年、p.197を参考にした。

16条

国法銀行の株式・債券等の売買・引受・分売および自己勘定による購入を原則として禁止。ただし、連邦債および州債・地方債のうちの一般財源債、その他特定の債券は禁止から除外することや、株式を除く投資証券（社債等）については通貨監督官の定める規則に従って自己勘定による保有が可能、などの除外規定がある。なお、本条は連銀加盟の州法銀行に準用される。

20条

連銀加盟銀行が主として（principally）株式・債券等の引受・分売業務に従事する会社等と系列関係（affiliated）をもつことは違法。

21条

株式・債券等の引受・分売業務に従事するいかなる個人・会社等が同時に預金の受入業務を行うことは違法。

32条

主として株式・債券等の引受・分売業務に従事する会社、パートナーシップ等の役職員が同時に連銀加盟銀行の役職員となることは違法。

- 8) 銀行持株会社法4条(a)項(1)号においては、原則として、銀行持株会社が銀行以外の会社の議決権付株式を所有することを禁止。さらに、同条(c)項(8)号においては、FRBにより「銀行業に……密接に関係する」として認められた業務に限り、銀行持株会社が行うことを認めている。
- 9) このあたりの事情については、川口恭弘、「米国金融規制法の研究」、東洋経済新報社、1989年、p.71以下参照。
- 10) 最高裁は *Marine Bank v. Weaver*, Supreme Court Reporter, Vol. 102, p. 1220 (102S. Ct. 1220) の中で、国内銀行が発行し預金保険の付されたCDは連邦銀行諸法上で投資家保護のための手当てが講じられているので連邦証券諸法の詐欺禁止規定上の証券ではないと判示。
- 11) 控訴審は *Securities Industry Association (証券業協会) v. FRB*, Federal Reporter, Vol. 807, p. 1052、コロンビア特別地区巡回裁判所 1986年 (807F. 2d 1052 (D. C. Cir. 1986)) の中で、CPは証券に当るものの、その発行、斡旋は、グラス・スティーガル法で禁止される証券の引受には該当しない。なぜなら、証券法2条(1)項にいう引受人の定義をみると、引受は分売が前提とされているが私募形式で発行されるCPには分売が予定されていないためと判示。さらに、最高裁は控訴審の判決を支持、上訴を却下している。Supreme Court Reporter, Vol. 107, p. 3228、1987年 (107S. Ct. 3228 (1987))。

けられ、貸借対照表、損益計算書等の提出および記録の作成・保存等が要求される（取引所法17条）。

証券概念と担い手の問題について考えた場合、証券法、取引所法上の証券を取扱う業者しかこれを取扱えないこととなるが、登録に際しては一定の基準さえ満たせば（登録が受理されることで）仲介業者となることが可能である。さらに、仲介業者に対する兼業規制が存在しないため、他業種からの参入も自由に行われている。このことから米国では証券法、取引所法上の証券を取扱う担い手についていえば基本的に参入は自由であると言える。つまり、日本の様に、証券法上の証券となることで、その仲介業者は証券会社に限定されるといったワンセット規制は行われていない。

(2) 英 国

英国では、従来証券取引についての包括的な規制は存在せず、実際の規制は会社法等の個別法および証券取引所等による自主規制によって行われてきた。しかし、1986年に投資家保護の強化の必要性から投資業を規制する包括的な法律として金融サービス法が制定された。

(証券の定義)

英国における証券概念は、この金融サービ

ス法の中に「投資物件 (investments)」として定義されている（1条）。

具体的には、株式、社債、政府および公共証券、ワラント、証券に代わる証書、集合投資計画のユニット、オプション、先物、差金契約等、長期保険契約、投資物件に係る権利および利益が掲げられている。この中で「集合投資計画のユニット」の集合投資計画 (collective investment scheme) が米国における投資契約に類似する概念であり、その内容は以下のとおりである（75条）。

- ① 通貨を含むあらゆる種類の財産に関する取決めであること。
- ② 参加者が、協議を受けたり支持を与えたりする権利には関係なく当該財産の管理を日々支配しないものであること。
- ③ 参加者の投資資金および支払われる利益または所得が共同計算 (pool) されるか、当該財産が一体のものとして、計画の運営者 (operator) により、もしくは運営者のために管理される、ことのいずれか、またはその両方の特質を有するものであること。

なお、米国における投資契約と英国における集合投資計画の内容を整理すると下表のとおりである。

(市 場 法)

英国では、原則として証券を発行する度に

投 資 契 約	集 合 投 資 計 画
金銭の出資	あらゆる種類の財産に関する取決め
共同事業の存在	参加者の利益・所得が共同計算される、または財産が一体のものとして管理
利益が専ら投資家以外の者の努力で発生	参加者が財産管理しない

上場手続を行うため、「発行開示規制＝上場開示規制」となっており、金融サービス法は上場証券として株式、社債、ワラント、証券に代わる証書を掲示（142条）し、これら以外の証券（非上場証券）については、目論見書の届出が必要で、これが無い場合、勧誘広告方法が制限されている。

（業 法）

金融サービス法において、投資物件を取扱う行為を投資業と呼び（1条）、投資業を行うためには、政府（貿易産業省）の認可を受けることが必要である（3条）。しかしながら、実際は貿易産業省から規制権限を委譲された証券投資委員会（SIB：the Securities and Investments Board Limited）が業者の認可を含む規制、監督を代行している（114条）。

なお、投資業の構成要素となる活動は以下のとおりである。

- ・投資物件の売買、応募、引受
- ・投資物件の売買、応募、引受の取りまとめ
- ・投資物件を含む他人資産の管理
- ・投資助言
- ・集合投資計画の設立、運営、解散

金融サービス法における証券取引に関する規制の枠組は、まず投資物件を定義しこの投資物件に関連する上記の活動を列挙して、ある者がその活動に従事することを投資業と規定（1条）、次に投資業を行える者を規定し、それ以外の者については投資業を禁止するというものである（3条）。つまり投資業を行

える者は、認可された者（authorized persons）と規制を免除された者（exempted persons）の二つのカテゴリーに入る業者に限定されている。さらに、認可された者のうち、公認自主規制機関（公認 SRO：Self Regulatory Organization）の会員については直接、その機関から規制を受けることになる。¹²⁾

金融サービス法を根拠とする公認 SRO による規制は大きく財務規制（49条）と行為規制（48条）とに分けることができる。財務規制は、投資業を行う者の財務的安定を図る目的で導入されたもので、必要自己資本（自己の保有証券ポジションにリスク率を乗ずること等により算出）を上回る適格資本（払込資本金、剰余金等により算出）の保有を義務付けるものである。また、行為規制とは、投資家保護を図るために投資業を行う者に課される規制である。

（市場法と業法の関連）

英国における公認 SRO による自主規制の方式は、SIB が投資物件の種類毎に担当の公認 SRO を決定し、各公認 SRO に規制権限を委譲、投資家保護のための諸規制から参入業者に対する認可まで行わせている。

すなわち、次頁図のようにある商品が金融サービス法上の投資物件に該当することで、それを担当する公認 SRO が自動的に決定されその公認 SRO は行為規制や開業規制（仲介業者いわゆる担い手の問題まで含む）等広範な規制権限を有する。つまり、ある投資物

12) 認可を取得する方法としては、

- ① SIB より認可を受けた公認 SRO の会員になること、
- ② SIB による直接認可、

など7種類があるが、大部分が①の公認 SRO の会員として認可業者となっているのが実情。

件を取扱える者は、その投資物件を担当する公認 SRO の会員だけであり、このことは、投資物件が決まることで担い手も決まるという意味で、表面的にはワンセット規制と見えなくもない。¹³⁾

しかしながら、金融サービス法の規制は、業者に対する業法的規制に重点が置かれ、市場法においては非上場証券の開示規制について触れているのにとどまっている。また、公認 SRO による認可制が採られている開業規制についても、仲介業者は複数の公認 SRO に所属できるほか、仲介業者に対する兼業規制は存在せず実質的に参入規制は行われていない。以上のことから英国でも単純な形のワンセット規制と呼ぶには不適当な法規制体系となっている。

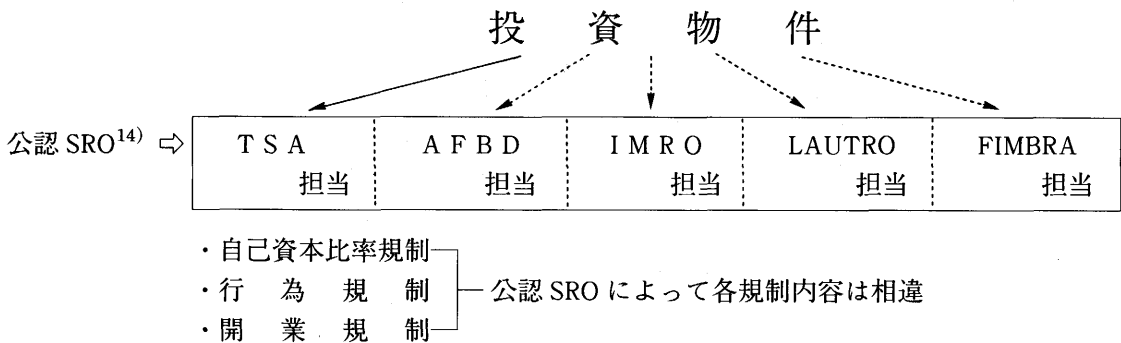
現に、英国証券法の権威である Gower サザンプトン大教授はいわゆる「Gower report」の中で、「there are two related aspects to this subject : (1) to what 'securities' should the statutory relation apply and (2) what investment business should be regulated ?」と述べているが、¹⁵⁾これは有価証券の概念と業者規制は明確に区分すべきということを意味しているものと言える。

3. 投資家保護の範囲

(1) 米 国

(投資家保護と適用除外)

証券法は、投資家保護の観点から原則としていかなる証券の、いかなる者による、いかなる売付に対しても登録を要求している。し



13) 投資物件は五つの公認SROのいずれかが担当。仮に、新たな投資物件が開発された場合、それがTSAの担当となったとすると、TSAの会員の扱える投資物件も増えることになる。

14) 公認 SRO は以下の 5 団体。

- ・ 証券協会 (The Securities Association-TSA)
- ・ 先物業者協会 (Association of Futures Brokers and Dealers-AFBD)
- ・ 投資管理規制団体 (Investment Management Regulatory Organization-IMRO)
- ・ 生保およびユニット・トラスト規制団体 (Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization-LAUTRO)
- ・ 金融仲介者・マネージャー・ブローカー規制協会 (Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association-FIMBRA)

15) L.C.B. Gower, Review of Investor Protection Report : Part1, Her Majesty's Stationery Office p.26 (1985)。

かし、これはあくまでも原則であり、実際には3条および4条において登録・開示規制の重要な適用除外を設定している。その中で主なものは以下のものである。

- ・ 私募形式による発行
- ・ 小額発行
- ・ 国債、地方債等の公共債
- ・ 短期証券

まず小額発行、国債、地方債等の公共債、短期証券について簡単に説明した後、適用除外のケースとして最も重要な私募形式による発行について説明する。さらに、最近における私募概念の流通局面への拡大について紹介し、私募の適用除外の背景にはプロにまで投資家保護の範囲を広げるべきでないとの考え方があることを明らかにしたい。

① 国債、地方債等の公共債

証券法3条(2)項において、「合衆国もしくはそのあらゆる領土、コロンビア地区、合衆国の州、州もしくは領土のあらゆる行政上の下部組織」等によって発行された証券は適用除外証券とされている。その理由は、これらが high quality な証券であるため、投資家保護の必要性がないと判断されたことによるものである。

② 小額発行

証券法3条(6)項により、SECは、総額500万ドルまでの募集で証券が小額であるため、投資家保護の必要性が小さい場合には、これを適用除外とする権限を保有している。小額発行が適用除外とされた一つの背景として、中小企業の金融手段を確保し

ていこうとする議会およびSECの態度が存在する。¹⁶⁾

③ 短期証券

証券法3条(3)項において、「短期の取引から生じまたは代金が短期の取引のために用いられてきたか、もしくは用いられるもの」で、「発行時における満期が9か月を超えないノート等」は適用除外証券とされている。その理由は以下の3点と考えられる。

- i) 短期ということによって証券発行体の財務内容が変動するリスクが小さい。
- ii) 購入者の主体は機関投資家。
- iii) 短期証券にまで通常の開示手続を課したのではその発行が阻害される恐れ。これらは、投資家保護の必要度が低いことおよび取引の利便を考慮したものであろう。

(私募形式による発行の適用除外)

米国では、情報が十分に得られない投資家は証券の登録により保護する必要がある反面、情報が十分に入手しうる地位にいたりあるいは既に十分な情報を保有している投資家は保護の程度を小さくすることができると考えられている。すなわち、証券法では原則としていかなる証券もSECに登録されることなしには公衆に売出手続きはならないこと、証券の発行者は登録届出書をSECに提出することにより、その証券を登録することを規定している。登録の目的は、公募される証券についての十分な量の信頼しうべき情報を入

16) ルイ・ロス著、日本証券経済研究所証券取引法研究会訳、「現代米国証券取引法」、商事法務研究会、1989年、p.349以下参照。

手することを確保することであるとされている。¹⁷⁾

こうした考え方を法の中に取り込んだものが、「発行者による公募を含まない取引」すなわち私募形式の取引について開示規制の適用除外とした証券法4条(2)号である。また、1982年にSECはレギュレーションDを制定し、その中で私募のための適用除外制度についても規定している。この要点は、以下の2点である。

- ① 私募の要件としてその証券の購入者は35人以下。
- ② プロの投資家を「accredited investor」(自衛力認定投資家)として購入者の人数からは除外。¹⁸⁾

これにより、私募発行の要件が具体化され(発行者にとっては safe harbor の明確化)、¹⁹⁾ また accredited investor には、人数制限を撤廃したことで、プロの投資家については開示規制の保護外に置くことが明示された。

レギュレーションDは、SEC規則501～506条等の各条文から成立している。このうち、私募に関する条文は501～503条および506条であり、その主旨は以下のとおりである。²⁰⁾

501条

accredited investor の概念を定義、その中でおもなものは以下のとおりである。

- ・あらゆる銀行、登録ブローカー・ディー

ラー、保険会社、投資会社等

- ・あらゆる事業開発会社
- ・発行者の取締役、業務執行役員、無限責任社員
- ・100万ドルを超える純資産を有する者
- ・年間収入が20万ドルを超える者

502条

レギュレーションDに従って6か月を超える間隔を置いて行われた募集は、1個の募集の一部とはみなされない。

503条

レギュレーションDに従って募集が行われたときは、SECに通知。

506条

発行者は、accredited investor には何人でも、その他の者は35人までに売付けることができる。また、accredited investor 以外の取得者は各々が自ら行おうとしている投資のメリットとリスクを評価することができるような金融および事業に関する事項についての十分な知識もしくは経験を有しているか、発行者が売付に先立ってそうであると信ずるに足る合理的な理由を持っていなければならない。

さらに、私募形式による発行が、証券の取得者の転売によって尻抜けになることを防止するために、発行者は取得者が転売しないことを確保する一定の予防手段をとる必要がある。これに違反した場合、SECにより刑事訴追を含む制裁措置がとられる。

17) D.L.ラトナー著、神崎克郎監修、野村証券法務部訳、「米国証券規制法概説」、商事法務研究会、1984年、p.28。

18) accredited investor の邦訳については、ルイ・ロス前掲 16) p.383を引用した。

19) SECは私募となる基準を示すことにより、発行者が安心して私募形式の発行を行えるように配慮。これは、発行者にとって私募と認められる safe harbor (安全地帯)の設定とも言える。

20) レギュレーションDの主旨については、D.L.ラトナー前掲 17) p.47以下を参考にした。

(私募概念の流通面への拡大)

「プロの投資家」の考え方をさらに拡大させたものが1990年4月のSECによる規則144Aの制定である。

規則144Aは、従来規則144条が課してきた私募証券の2年間の転売制限を一定の法人投資家(qualified institutional buyers)に対する転売に限り撤廃したものである。²¹⁾

規則144Aの導入は、機関投資家という証券の取得者の特質に着目したものである。これにより私募証券の流通市場が発達し、その流動性が高まることでより多くの機関投資家の市場参加が促され、いわゆる「プロのマーケット」の整備につながるとの発想を背景とするものである。²²⁾

(2) 英 国

(“professional only exemption”の原則)

金融サービス法の規制範囲の決定方法は、まず投資物件を定義、次にこの投資物件に関連する五つの広い概念の活動を列挙して、ある者がその活動に従事し、かつそれが除外される活動に該当しなければ投資業として規制される。しかし、これにはいわゆるプロとして適用免除業者となっている例が多く、同法にはプロを適用除外とする“professional only exemption”の原則と呼ぶべき考え方が存在す

ると言える。²³⁾ ちなみに、金融サービス法は適用免除業者として以下の者を列挙している。

- ・ イングランド銀行 (35条)
- ・ 公認投資取引所
(recognized investment exchange) (36条)
- ・ 公認手形交換所
(recognized clearing house) (38条)
- ・ 海外投資取引所
(overseas investment exchange)、海外手形交換所(overseas clearing house) (40条)
- ・ ロイズ (42条)
- ・ イングランド銀行が保持する名簿に登載されている者 (43条)

(イングランド銀行名簿登載業者の適用免除)

適用免除業者として注目されるのは、イングランド銀行が保持する名簿に登載されている者である。より具体的に適用免除となる場合は以下のとおりとされている。²⁴⁾

- ① 名簿登載業者が本人として(または他の名簿登載業者の代理人として)別の名簿登載業者とまたはイングランド銀行と結んだ売買取引。
- ② 取引の当事者の一方が名簿登載業者である場合、具体的には以下のとおりである。
なお、これらの場合には投資物件の種類に

21) qualified institutional buyers (適格機関購入者) として以下の者が列挙されている。

- ① 自己勘定で保有したり、裁量権を有する受託勘定により投資している資産の総額が1億ドル以上の保険会社、登録投資会社(投資信託)、……、会社、パートナーシップ、……。
- ② 自己勘定で保有したり、裁量権を有する受託勘定により投資している資産の総額が1,000万ドル以上の登録ブローカー・ディーラー。
- ③ 自己勘定で保有したり、裁量権を有する受託勘定により投資している資産の総額が1億ドル以上であり、かつ監査後の純資産が2,500万ドル以上である銀行、貯蓄貸付組合(S&L)等。

22) 鈴木裕之「米国における私募証券取引規制の緩和」商事法務No.1217、1990年、p.10参照。

23) L. C. B. Gower, 前掲 15) p.34以下。

24) 邦訳は、荒井勇監修、「外国証券関係法令集イギリスI」、日本証券経済研究所、1987年を参考にした。

よって10万ポンド、50万ポンド以上の金額という制限が課される。²⁵⁾

・名簿登載業者が本人として（または他の名簿登載業者の代理人として）非名簿登載者（本人または代理人のいずれであっても）との間で結んだ売買取引。

・名簿登載業者が非名簿登載者の代理人として他の名簿登載業者またはイングランド銀行（本人または代理人のいずれであっても）との間で結んだ売買取引。

・名簿登載業者が非名簿登載者の代理人として他の非名簿登載者（本人または代理人のいずれであっても）との間で結んだ売買取引。

イングランド銀行名簿登載業者がなぜ適用除外とされるかについては、イングランド銀行による厳格な指導監督が行われていたためとする説が一般的である。

しかし、確かに①についてはこの説明でも納得しうが、②についてはインゲンランド銀行の指導的監督の及ばない業者が当事者として含まれていること、および②の場合に

限って大口取引という限定が加わっていること、を考慮すれば、「大口（プロ）ゆえに投資家保護の必要性がない」すなわち“professional only exemption”の考え方も法の底流として存在するものとみられる。

（ユーロ取引の適用免除）

ユーロ取引については、1988年2月の法改正でユーロ債市場の運営が投資業から除外されている。その直接的な理由は実務サイドがユーロ市場を規制すれば、Cityに資金が集まらなくなることを憂慮し、これに応えるかたちで規制解除が行われたものである。しかし、その際に利用された考え方は、「professional investor に対する保護は不要」との考え方、すなわち“professional only exemption”の原則であったと考えられる。

以 上

〔日本銀行金融研究所研究第2課〕

25) 取引対象の投資物件が①～⑤、⑧のときは10万ポンド以上、⑥⑦のときは50万ポンド以上（⑨～⑬は投資物件にあたらない）。

なお、本注は、Simon Morris Financial Services: regulating Investment Business Longman 1989 p. 193以下を参照にした。

- ① 銀行等が発行した満期が5年を超えないCD、債務証券等
- ② その他の満期が1年を超えない社債（ロンドン外のCD、CPを含む）
- ③ 満期が5年を超えない地方公共団体の債務
- ④ 満期が1年を超えないその他公共部門の債務
- ⑤ 上記①～④を表章する証券
- ⑥ 取引所外で行われる①～④、通貨・金銀のオプション、先物取引
- ⑦ フォワード・レート・アグリーメント（FRA）、差金契約、金利・通貨スワップ
- ⑧ レポ取引（Sale and repurchase agreements）
- ⑨ ボンド建ホールセール預金
- ⑩ 外貨建ホールセール預金
- ⑪ 直物・先物外国為替
- ⑫ 直物・先物外国金銀塊
- ⑬ 商業手形

【参考文献】

- 香上五郎、「英金融サービス法施行の影響度を探る＜上＞新規制の概要と背景」、『金融財政事情』、1988年5月16日
- 川口恭弘、『米国金融規制法の研究』、東洋経済新報社、1989年5月
- 金子栄作、『二つの証券化』、東洋経済新報社、1989年8月
- 神田秀樹、「金融の証券化と有価証券概念」、『商事法務』、No.1187、1989年7月5日
- 、「金融の証券化と法制整備」、『金融』、1989年9月
- 、「金融の証券化と法制整備のあり方」、『金融ジャーナル』、1990年9月
- 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」、1990年6月
- 鈴木裕之、「米国における私募証券取引規制の緩和—1933年法規則144Aの採用を中心に—」、『商事法務』、No.1217、1990年6月5日
- 竹内昭夫、「証券取引法上の有価証券」、『証券取引法大系』、1989年
- 土屋太加志、「ビッグ・バン後のロンドン証券市場」、『国際金融』、1990年6月15日
- 日本証券経済研究所、『図説イギリスの証券市場1989年版』、日本証券経済研究所、1989年9月
- 、『図説アメリカの証券市場1990年版』、日本証券経済研究所、1990年7月
- 森田章、『投資者保護の法理』、日本評論社、1990年7月
- Davis Pork and Wardwell, *Adoption of Rule 144A and Amendments to Rule 144*, April 1990.
- D.L. ラトナー、神崎克郎監修、野村証券法務部訳、『米国証券規制法概説』、商事法務研究会、1984年6月
- Jennings and Marsh, *SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS SIXTH EDITION*, Foundation Press, 1988.
- , and ——, *SELECTED STATUTES, RULES AND FORMS UNDER THE FEDERAL SECURITIES LAWS 1988 EDITION*, Foundation Press, 1988.
- ルイ・ロス、日本証券経済研究所証券取引法研究会訳、『現代米国証券取引法』、日本証券経済研究所、1989年11月
- L. C. B. Gower, *Review of Investor Protection Report : Part1*, Her Majesty's Stationery Office, 1985.
- Simon Morris, *Financial Services : regulating Investment Business*, Longman, 1989.