

米国における地方債証券と 引受人の責任に関する一考察

宮 崎 裕 介

- 一 はじめに
- 二 米国における地方債証券の位置づけ
 - 1. SEC への登録の負担と適用除外の必要性
 - 2. 適用除外証券としての地方債証券
- 三 判例の分析
- 四 むすびにかえて

一 はじめに

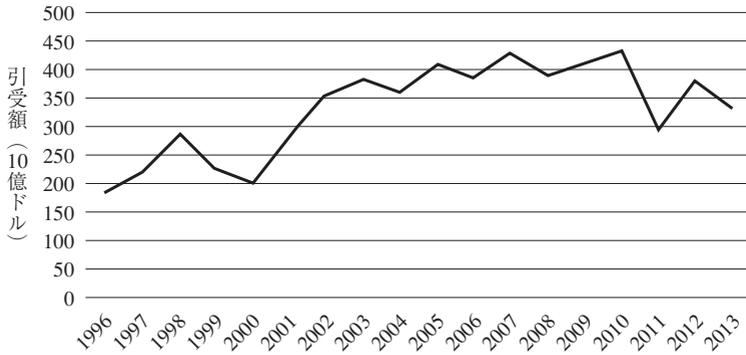
本稿は、米国における地方債証券（Municipal Securities）と発行に関わった引受人（underwriter）の責任に関する若干の法的問題点を検討するものである。

表が示すように、2013年に引き受けられた地方債証券は約3,310億ドルであり、とりわけ近年は全般的に引受け額が上昇している。このように、30年ほど前は米国の債券市場において地方債証券の市場規模は決して大きいものではなかったが、⁽¹⁾現在に至って地方債証券は重要な地位にあると言える。⁽²⁾

(1) See Ann J. Gellis, *Municipal Securities Market: Same Problems — No Solutions*, 21 Del. J. Corp. L. 427, at 428 (1996) [hereinafter Gellis, *Municipal Securities Market*].

(2) SIFMA の統計によると、2013年度時点で3兆6,000億ドルの地方債証

表 近年の地方債証券の年度別引受け額の推移



(出所) Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) Available at SIFMA: <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx> (last updated 6/3/2014)

このように、米国においては地方債証券が投資対象として広く認識されつつあるが、いくつかの問題点を抱えている。代表的なものとして、地方債証券が、州をはじめとした地方の公的機関によって発行される証券であり、1933年証券法 (Securities Act of 1933) 3条(a)項(2)号⁽³⁾により合衆国が発行する政府証券と同様に法律上の登録義務が免れることから生じうる問題が挙げられる。このように適用除外証券として扱われることは、発行体に信用力があり、債務不履行(デフォルト)とならないことが前提とな⁽⁴⁾っている。しかしながら、この前提は発行体が連邦政府であるならば理解できるところであるが、州あるいはそれよりも下位の地方機関となると疑わしいところである。例えば、2013年にデトロイト

券が発行されており、債券市場全体の9.2パーセントを占めている。
Available at SIFMA: <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx> (last updated 6/5/2014).

(3) 15 U.S.C. §77c (a) (2).

(4) See e.g., JOHN C. COFFEE, JR. & HILLARY A. SALE, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 15 (12th ed. 2012).

(5) *Id.*

米国における地方債証券と引受人の責任に関する一考察

市が負債総額約180億ドルで財政破綻をしたように、地方自治体には信用力があり債務不履行に陥らないというのは幻想に過ぎない。そのため、地方債証券の発行においては、デフォルトをはじめリスクを内在したものであることを考慮した投資者保護の制度設計の議論が必要となる。

かかる投資者保護の制度設計の議論の中で、現在の米国の地方債証券の発行において重要な役割を担っているのが引受人である。二で述べるように、1989年にSECが取引所法規則（Exchange Act Rules；以下、単に「規則」という）15c2-12を制定し、地方債証券の売付申込（offer）に際し引受人は発行者の開示資料を入手し、これをレビューした上で投資者に配布することが義務づけられた⁽⁸⁾。このようにSECは、地方債証券の発行に際しては、発行者ではなく引受人に義務を課す制度設計をとった。そのため、地方債証券にかかわる法的問題点のなかでも引受人の責任を論じることの重要性は大きい。

本稿では、次の順序で検討を行う。まず、二において地方債証券の米国での位置づけを検討する。この検討に当たっての前段階の作業として、米国の証券発行における登録制度とその適用除外を概観する。というのも、前述したように地方債証券は適用除外証券であるが、適用除外は複

(6) 日本経済新聞夕刊東京本社版2013年7月19日1面参照。もっとも、デトロイト市の破綻が2013年の全米の地方債証券のデフォルト総額にさほど影響していないとの統計データがある。See S&P Dow Jones Indices, Research, *Municipal Bond Default Rate: 2013* (Jan. 3, 2014), available at <http://www.spindices.com/documents/commentary/muni-default-rate-2013.pdf> (last visited 04/14/2014).

(7) やや古いデータになるが、2008年は140の発行者が債務不履行（総額約80億ドル）となっている。Elisse B. Walter, *Regulation of the Municipal Securities Market: Investors Are Not Second-Class Citizens* (Oct. 28, 2009), available at SEC <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch102809ebw.htm> (last visited 4/14/2014).

(8) Securities Exchange Act Release No. 26100 (1988); Securities Exchange Act Release No. 26985 (1989).

(9) 雑かつ技術的で仕組みそのものを理解する必要があるからである。続いて、地方債証券の規制の変遷を概観する。ここでは、当初は適用除外証券として法律の規制がないと言える状態にあった地方債証券が、立法および規則の改正を経て現在の規制枠組みとなった経緯を紹介する。三では、引受人を中心的な責任主体とする現行法の下でのリーディングケースである D.C. 巡回区控訴裁判所の判決を検討する。これらを踏まえ、本稿では、米国における地方債証券市場の現状と引受人の責任を通した投資者保護がいかにして図られているか考察する。

二 米国における地方債証券の位置づけ

1. SEC への登録の負担と適用除外の必要性

証券の発行者は、1933年証券法5条(c)⁽¹⁰⁾項に基づき法定要件を具備した登録届出書 (registration statement) を SEC に提出するまでは、売付申込および証券の販売が一切禁じられている⁽¹¹⁾。この SEC への登録にかかるコストは無視できないもので、発行者にとっては大きな負担となっている。具体的に、発行者は、①法が要求する開示書類などの準備・提出・配布にかかる直接的な支出⁽¹²⁾、②引受人ほか証券を販売する者らへの報酬および手数料⁽¹³⁾、③登録手続きが遅延した場合の損害⁽¹⁴⁾、④ SEC への

(9) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 (第2版)』(弘文堂, 2004年) 48頁参照。

(10) 15 U.S.C. §77e (c).

(11) See e.g., JAMES D. COX ET AL., SECURITIES REGULATION: CASE AND MATERIALS 107 (7th ed. 2012).

(12) 登録届出書を作成する弁護士への報酬、財務諸表の準備・監査を行う会計士への報酬、登録届出書そのものの印刷および購入予定の投資者への目論見書の配布にかかる費用などが挙げられる。See C. Steven Bradford, *Transaction Exemptions In The Securities Act of 1933: An Economic Analysis*, 45 Emory L. J. 591, 603 (1996).

(13) 証券発行の規模にもよるが、一般的に手続き全体にかかる費用のうちの6~10パーセントが引受人らの報酬となっている。Id., at 604.

米国における地方債証券と引受人の責任に関する一考察

登録制度を維持していくためのコスト、⁽¹⁵⁾ ⑤登録にかかる雑多な出費、⁽¹⁶⁾ など様々なコストを負担しなければならない。このように、1933年証券法が多大なコストを発行者に負担させて登録制度をとっているのは、登録制度を通した厳格な開示義務を発行者に課すことによって、投資者に正確な情報を得させようとする同法のパターンリズムな姿勢の現れでもあ⁽¹⁷⁾る。しかし、全ての場合においてSECへの登録を義務づける必要があるわけではない。例えば、売付申込の相手が洗練された投資者である場合、発行者が州法上の規制に適切に服する蓋然性が高い場合、あるいは

(14) 登録手続きの遅延とは、登録届出書の準備から実際に効力が発生するまでのタイムラグを指す。これは、半年以上かかることもあり、3ヶ月以内に効力発生となるのは希であると言われている。

この場合の損害は、調達資金とその現在価値 (PV) の遅延によって生じた差額をDCF法を用いて算定することによって具体的に数値化することができる。例えば、100万ドルの資金調達に際し、年4パーセントの収益率と仮定し登録まで3ヶ月を要した場合、これにより発行者に生じる損害は次の式によって求められる。

$$\$1,000,000 - \frac{\$1,000,000}{1 + \left(\frac{0.04}{4}\right)} = \$9,901$$

3ヶ月後に登録届出書の効力が発生し実際に100万ドルの資金調達ができると仮定すると、手続きを開始した時点での100万ドルの(資金調達時から3ヶ月前の)現在価値は上記の式から990,099ドルと求められるので、100万ドルとの差額となる9,901ドル(正確には9,900.99ドル)が遅延による損害となる。*Id.* at 605-606.

(15) 提出された登録届出書をレビューするSECの職員の人件費などが挙げられる。*Id.* at 606-608. 当然、これらの費用は発行者に登録料 (registration fee) として転嫁される。*See* 15 U.S.C. 77 § (b).

(16) 登録届出書を提出することで会社の詳細な(機密)情報を競業他社にも与えてしまうことにより生じうる損失、あるいは場合によっては継続開示の対象となって、以後、定期的の開示をする義務を負うことによるコストが挙げられる。*Id.* at 608-609. また、証券諸法違反に備える保険の保険料もこの種のコストに含まれる。黒沼・前掲注(9)48頁。

(17) COX ET AL., *supra* note 11, at 4.

比較的少額の投資の募集で登録の負担を免除する必要がある場合などは厳格な開示義務に基づく登録を強制することの意義が無くなる。これらを踏まえ、1933年証券法は、⁽¹⁸⁾ 3条および⁽¹⁹⁾ 4条において適用除外 (exemption) を定め、1933年証券取引法および1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) の詐欺防止条項に抵触しない限り、⁽²⁰⁾ 登録に関する規定を免除している。⁽²¹⁾ この適用除外は、適用除外取引 (exempt transactions) および適用除外証券 (exempt securities) の2種類があり、取引の形態あるいは証券の種類に鑑みて一定のものに関し登録の負担を免除している。

2. 適用除外証券としての地方債証券

(1) 地方債証券とは

地方債証券は、州あるいは下位の地方機関により、上下水道、発電所、道路、橋、病院、学校などの公共施設の建設、または自治体の通常業務など公的事業のための資金調達として発行されるものである。⁽²²⁾ 地方債証券は、発行者の資金需要を満たすのみならず、条件を満たせば証券保有者は連邦所得税、州・地方税を免除されることがあり、⁽²³⁾ 保有者にとっても株式・社債などとは違ったメリットがある。

伝統的に、地方債証券は、general obligation bonds (以下、「GB」という) と revenue bonds (以下、「RB」という) の2種類が用途に応じ⁽²⁴⁾ て発行されている。

(18) COX ET AL., *supra* note 11, at 249.

(19) 15 U.S.C. §77c.

(20) 15 U.S.C. §77d.

(21) COX ET AL., *supra* note 11, at 249.

(22) See e.g., Christine Sgarlata Chung, *Municipal Securities: The Crisis of State and Local Government Indebtedness, Systemic Costs of Low Default Rates, and Opportunities for Reform*, 34 Cardozo L. Rev. 1455, 1463-1464 (2013).

(23) *Id.*, at 1464.

米国における地方債証券と引受人の責任に関する一考察

GBは、発行者の課税権 (taxing power) および信頼と信用 (faith and credit) によって保証されており、発行者たる州・地方公共団体は別途の債務を負担することが法律によって制限されている⁽²⁵⁾。また、GBは、利用料などの収益がない (州・地方公共団体の政策上利用料などを徴収することが適切ではない) 公共施設のための資金調達的手段⁽²⁶⁾として発行される⁽²⁷⁾。GBの発行者がデフォルトとなる場合に備えて、証券保有者は租税の賦課徴収権を強制的に行使する権限あるいは公用徴収をする権利を担保として保有しているのが典型的である⁽²⁸⁾。

RBは、資金調達の目的とされた事業あるいは他の特別な基金からの収益・収入によって保証されており、発行者の課税権あるいは課税財産を引当てとした担保はない⁽²⁹⁾。RBは、資金調達の目的とされている生活関連施設などの利用料などを償還財源としていることから、有料道路、橋、上下水道、発電所をはじめ収益の期待できる施設などの建設に伴い発行されてきた⁽³⁰⁾。近時に至っては、発行者の税制優遇に着目して、公的なものに限らず工業開発のための資金調達としても用いられるようになって⁽³¹⁾いる。GBが課税権や公的機関としての信頼と信用を引当てとしているのに対して、RBはその資金調達の目的としている事業が生み出す利

(24) *Id.*, at 1465.

(25) この場合、一般的に州・地方公共団体は有権者の承認が無い場合や法律で定められた限度を超えた債務を負担することができない。*Id.*

(26) このような収益性の無い公共施設建設などのために発行されるGBの多くは長期債である。このように長期債として発行されたGBに収入と支出のギャップが生じた場合、短期債によるGBを発行して差額を補填することがある。Ann J. Gellis, *Mandatory Disclosure for Municipal Securities: A Reevaluation*, 36 *Buff. L. Rev.* 15, 23 (1987) [hereinafter Gellis, *Mandatory Disclosure*].

(27) Chung, *supra* note 22, at 1466.

(28) *Id.*

(29) *Id.*

(30) Gellis, *Mandatory Disclosure*, *supra* note 26, at 22.

(31) *Id.*

益を引当てとしたものである。そのため、RBの債券市場において投資者は、RBへの投資判断を事業の収益性に基づいて判断するのが一般的であり、その意味で株式市場と類似していると言える。⁽³²⁾

GB・RBの大半は、固定利付債（fixed rate securities）として発行されるため⁽³³⁾、満期に償還されるまで定期的に約定の利率による利子が支払われ安定した利息収入が見込めるが、市場金利の変動を受けるというリスクも内在している。すなわち、市場金利が上昇し約定の利率を超えれば債券の価値が下落し、逆に市場金利が約定の利率よりも低い水準となれば債券の価値は上昇する。かかる金利の変動に着目して、近時は利率変動型の仕組みをとった地方債証券も発行されている⁽³⁴⁾。その代表的なものが、variable rate demand obligations（以下、「VRDO」という）および auction rate securities（以下、「ARS」という）である。

VRDOは、長期の利率変動型の地方債証券であり、利率は定期的⁽³⁵⁾にリセットされ、投資者には額面でのプットオプションあるいは入札の権利が付与⁽³⁶⁾される。VRDOの発行額は、2008年に1,200億ドル付近⁽³⁷⁾まで急上昇したものの、その後は激減し2011年は187億ドルと地方債証券の総発行額⁽³⁸⁾の5.3パーセントまで下落した。

(32) *Id.*

(33) See SEC, *Report on the Municipal Securities Market*, at 8 (2012), available at SEC: <http://www.sec.gov/news/studies/2012/munireport073112.pdf> (last visited 04/14/2014) [hereinafter SEC, Report].

(34) Chung, *supra* note 22, at 1567.

(35) 通常は1日単位か1週間単位でリセットされる。See SEC, *Report, supra* note 33, at 9.

(36) SEC, *Report, supra* note 33, at 9.

(37) See MSRB, *Municipal Auction Rate Securities and Variable Rate Demand Obligations: Interest Rates and Trading Trends*, at 2 (2010), available at MSRB: http://www.msrb.org/Publications/~/_media/Files/Special-Publications/MSRBARSandVRDOReportSeptember2010.ashx (last visited 04/14/2014).

(38) SEC, *Report, supra* note 33, at 9.

米国における地方債証券と引受人の責任に関する一考察

ARS も、長期の利率変動型の地方債証券であり、定期的に利率がリセットされる点で VRDO と同じ仕組みであるが、利率はオークション方式により決せられる。⁽³⁹⁾このオークションは、“Dutch Auction”⁽⁴⁰⁾により行われ、発行者は長期債を発行しながら短期債の利率で利息を支払うことが認められる。⁽⁴¹⁾もっとも ARS は、2008年の金融危機により発行額が激減し、⁽⁴²⁾それ以降は VRDO 以上に地方債証券市場における地位は低下した。⁽⁴³⁾

(2) 地方債証券の規制枠組みの展開

I. 1933年証券法制定当初の状況

1933年証券法が制定された当初から、地方債証券は適用除外証券とされていた。制定当時の同法3条(a)項(2)号は、地方債証券の発行者およびその証券に関し、SEC への登録、開示などを免除していた。⁽⁴⁴⁾これは、歴史的に、礼譲の原理 (principles of comity)、地方政府の権限の尊重、ウォール街のロビー活動をはじめとした圧力、規制強化にかかるコスト増への懸念、地方債証券の大半を購入している機関投資家は金融取引の経験があり保護する必要性が低いと考えられていたこと、他の証券市場

(39) *Id.*

(40) Dutch Auction とは、発行者がブローカー・ディーラーなどを通して証券の買付予定者の希望額及び買付数を一定期間内に募り、期間終了後に入札額の高い順に応札するというものである。See generally, COX ET AL., *supra* note 11, at 114-115. 因みに、Dutch Auction は自己株式取得の際の公開買付けにおいて用いられることが多く、この場合は、買付者である発行会社が買付希望額の値幅と買付数を提示し、応募のうち条件を満たし、かつ会社に最も有利な価格で買付けに応じる。See e.g., Jesse M. Fried, *Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers*, 67 U. Chi. L. Rev. 421, 421-422 (2000)

(41) SEC, *Report*, *supra* note 33, at 9.

(42) *Id.*, at 9-10.

(43) MSRB, *supra* note 37, at 2.

(44) Chung, *supra* note 22, at 1501.

と比べて濫用されるという認識がなかったこと、などが地方債証券が適用除外証券として扱われてきたこと⁽⁴⁵⁾の背景とされている。また、制度設計上の理由として、当時は規制をするための法的根拠が無かったことも挙げられる。すなわち、制定時の1934年証券取引所法3条(a)項(9)号は、“person”の定義に、政府や地方公共団体を包含していなかったため、地方債証券の発行者は1934年証券取引所法10条(b)項および規則10b-5の責任主体とはなり得なかつた⁽⁴⁶⁾。これらの事情から、とりわけⅢで述べる1975年の改正以前⁽⁴⁷⁾は、地方債証券は規制のない状況にあつた⁽⁴⁸⁾。

II. ニューヨーク市の財政破綻

地方債証券は、Iで述べたとおり当初は、適用除外証券として発行者は証券発行に際して情報開示などをする必要はなかつた。しかしながら、地方債証券の信用性に疑問を投げかける事件がいくつか発生し、規制の必要性が議論されるようになる。合衆国連邦議会が、規制のない状態にあつた地方債証券に対して規制をする方向へ舵取りをとつた⁽⁴⁹⁾端緒となる事件が1975年にニューヨーク市が地方債証券のデフォルトの危機に瀕し破産も止むを得ない状況に追い込まれた事例⁽⁵⁰⁾である。当時のニューヨーク市は、発行済の短期債のうち約6億ドル相当が、財源不足に陥り、かつ補填するための市場からの資金調達もできない状況⁽⁵¹⁾にあつた。このようにニューヨーク市の財政が破綻寸前にまで達していた時点で、同市は

(45) *Id.*

(46) *Id.*, at 1502 n 229.

(47) 現在は、1975年の改正によって“person”に政府あるいは地方公共団体などが含まれることになつたので、証券諸法によるエンフォースメントの対象となつている。See Pub. L. No. 94-29, §3, 89 Stat. 97, 97 (1975).

(48) Gellis, *Municipal Securities Market*, *supra* note 1, at 428.

(49) *Id.*, at 430-431.

(50) Chung, *supra* note 22, at 1502.

(51) Gellis, *Mandatory Disclosure*, *supra* note 26, at 18.

約140億ドルの負債を抱え、その半数が税収および他の歳入を引当てとした短期債であった。⁽⁵²⁾ ニューヨーク市は州・連邦政府などの援助により結果として破綻は免れたものの、SECによる調査の結果、⁽⁵³⁾ 膨らんだ赤字に関し市の収入を水増しすることで隠蔽するという会計慣行が同市では長く行われてきたことが判明した。⁽⁵⁴⁾ ニューヨーク市の事例は、地方債証券に対する規制の議論を惹起することとなった。⁽⁵⁵⁾

III. Tower Amendment による自主規制機関の設置

ニューヨーク市の破綻危機を踏まえた対応が1975年の証券諸法改正である。⁽⁵⁶⁾ この改正では自主規制機関である Municipal Securities Rulemaking Board (以下、「MSRB」という)が設置され、⁽⁵⁷⁾ 地方債証券の引受けおよび取引の際の公正な取引慣行 (fair practice) などに関する規則提案などの権限が MSRB に付与された。⁽⁵⁸⁾ MSRB は、ニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange: NYSE) や全米証券業協会 (National Association of Securities Dealers: NASD) と同様の自主規制機関の性格と、SEC のような連邦機関の性格を併せ持ったハイブリッドな組織である。⁽⁵⁹⁾ ⁽⁶⁰⁾

(52) *Id.*

(53) SEC のスタッフの作成による調査報告書が公表されているが、約1000ページにも及ぶ詳細な調査が当時のニューヨーク市の幹部や引受人らに対して行われており、事件の影響の大きさを表していると言える。SEC, *Staff Report on Transaction in Securities of the City of New York* (1977), available at SEC: <http://www.sec.gov/info/municipal/staffreport0877.pdf> (last visited 04/14/2014).

(54) Gellis, *Mandatory Disclosure*, *supra* note 26, at 18.

(55) Gellis, *Municipal Securities Market*, *supra* note 1, at 430.

(56) *Id.*, at 431.

(57) 15 USCS §78o-4 (b) (1).

(58) Gellis, *Municipal Securities Market*, *supra* note 1, at 432.

(59) MSRB は地方債証券の“mini-SEC”と呼ばれることもある。See *Id.*, at 433.

(60) *Id.*, at 433-434.

MSRBは、前述した規則制定などを通して投資者、発行者である地方機関そして公共の利益を保護することが使命とされている。⁽⁶¹⁾ MSRBの委員は、投資銀行から5名、商業銀行から5名、発行者および投資者の代表をそれぞれ最低でも1名含んだ一般選出の5名で構成されている。⁽⁶²⁾ このようにMSRBは、公正な取引慣行のための自主規制機関として設置されたので、これまで制定された規則も実務的なものが多い。⁽⁶³⁾ 例えば、会計帳簿の作成・保存義務、⁽⁶⁴⁾ 欺瞞的・不誠実・不公正取引の禁止、取引価格と手数料の規制などが代表的なものとして挙げられる。⁽⁶⁵⁾ MSRBを設置し規則制定権を付与した一方で改正法は、SECあるいはMSRBに発行者が提出することを義務づけられている開示書類を証券の販売に先だって提出するようSECおよびMSRBが発行者に要求することを禁止し、地方債証券の購入者および購入予定者に配布する発行前の開示書類の提出をMSRBに求めることも禁じた。⁽⁶⁷⁾ このように、法はSECおよびMSRBに地方債証券の取引などに関する規則制定の権限を付与したが、証券販売前の情報収集の権限は認めなかった。⁽⁶⁸⁾ この一連の改正の中心と

(61) MSRB, *MISSION STATEMENT*, available to MSRB: <http://www.msrb.org/About-MSRB/About-the-MSRB/Mission-Statement.aspx> (last visited 06/15/2014).

(62) 15 USCS §78o-4 (b) (1).

(63) Gellis, *Municipal Securities Market*, *supra* note 1, at 434.

(64) MSRB Rule G-8, available at MSRB: <http://www.msrb.org/Rules-and-Interpretations/MSRB-Rules/General/Rule-G-8.aspx> (last visited 04/02/2014).

(65) MSRB Rule G-17, available at MSRB: <http://www.msrb.org/Rules-and-Interpretations/MSRB-Rules/General/Rule-G-17.aspx> (last visited 04/02/2014).

(66) MSRB Rule G-30, available at MSRB: <http://www.msrb.org/Rules-and-Interpretations/MSRB-Rules/General/Rule-G-30.aspx> (last visited 04/02/2014).

(67) 15 USCS §78o-4 (d) (1) (2).

(68) COX ET AL., *supra* note 11, at 447.

米国における地方債証券と引受人の責任に関する一考察

なった⁽⁶⁹⁾1934年証券取引所法 15B 条の追加は、“Tower Amendment”と呼ばれており、Tower Amendment により証券諸法制定当初の地方債証券に対する立法府・規制機関の不関与とも言えた状態は一定程度解消された。しかしながら、Tower Amendment は、規則制定による取引慣行の規制にとどまり、結局とのところエンフォースメントは連邦証券諸法の詐欺防止条項による事後的な責任追及に限られ、SEC および MSRB の⁽⁷¹⁾権限は限定的なものとなった。規制の対象に関して、Tower Amendment による開示などの義務を課されたのは地方債証券のディーラーのみであり、⁽⁷³⁾かかる地方債証券のディーラーは登録が義務づけられることになった。⁽⁷⁴⁾

IV. WPPSS のデフォルトと SEC 規則 15c2-12 の制定

Tower Amendment による改正以降は地方債証券の発行前開示がさして問題となることはなかったが、1983年の Washington Public Power Supply System (以下、「WPPSS」という)の約225億ドルにも及ぶ地方債証券のデフォルトにより、MSRB の規則は地方債証券市場における情報収集の面で十分ではないという問題が顕在化した。⁽⁷⁵⁾WPPSS は、原子力発電所の特定財源を引当てとする非課税のRBを発行していたが、債務不履行となった。このデフォルトに関するSECの調査により、発行者であるWPPSSの証券発行における投資者への正確な情報開示の有無につき引受人が詳細な調査をしていなかったことが判明した。⁽⁷⁶⁾この

(69) H.R. CONF. REP. 94-229 (1975); S. REP. 94-75 (1975).

(70) Gellis, *Municipal Securities Market*, *supra* note 1, at 432.

(71) COX ET AL., *supra* note 11, at 443.

(72) See Gellis, *Municipal Securities Market*, *supra* note 1, at 433.

(73) *Id.*

(74) 15 USCS §78o-4 (a) (1)-(2).

(75) Gellis, *Municipal Securities Market*, *supra* note 1, at 436.

(76) See, *Municipal Securities Disclosure*, Exchange Act Release No. 26100, 53

WPPSS のデフォルトを踏まえて、地方債証券の発行者に関する財務情報
の質および投資者に対する開示のありかたが問われ、地方債証券の市場
そのものや、市場に従事する引受人をはじめとした発行に関わった者
らに対して疑惑の目が向けられるようになった。⁽⁷⁷⁾

WPPSS のデフォルトを受けて、連邦議会および SEC は、地方債証券
の発行者に対する直接的な義務を課すことになる改正には踏み切らなかつ
たものの、1989年に SEC は規則 15c2-12 を制定し、発行段階の開示規制
に乗り出した。⁽⁷⁸⁾ 新たに制定された規則 15c2-12 は、地方債証券の引受
人が発行者から開示書類を入手し、レビューした上で購入予定者に交付
することを義務づけ、発行者ではなく引受人に義務を課すことで間接的
に発行者の開示資料の正確性を担保する制度設計を採用した。同規則の
制定にあたり、SEC は、発行者と購入者の間をとりもつ地位にある引
受人に義務を課すことで、地方債証券の発行において正確な開示が期待
されるとしている。⁽⁸⁰⁾

V. オレンジ・カウンティの財政破綻と規則 15c2-12 の改正

規則 15c2-12 の制定までは、地方債証券の発行時の開示が問題となり、
それに対応する形で法改正・規則制定による規制の枠組みが形成された。
しかし、以下で紹介するオレンジ・カウンティの破綻は、発行後の地方
債証券の開示のあり方が問題となった。カルフォルニア州のオレンジ・
カウンティ（郡）は地方政府から資金を募る投資プール（Investment
Pool）という方法で資金を運用していた。オレンジ・カウンティの投資
プールは、20年以上にわたり一人の財務官（treasurer）が管理・監督を

FR 37,778 (1988).

(77) Chung, *supra* note 22, at 1503.

(78) 17 C.F.R. §240.15c2-12.

(79) Gellis, *Municipal Securities Market*, *supra* note 1, at 437.

(80) *See, supra* note 76.

米国における地方債証券と引受人の責任に関する一考察

受けない立場で運営しており、1980年代の初めからこの財務官はデリバティブ取引による運用をはじめた。当初、投資プールの運用は好調であったが、デリバティブ取引の失敗により17億ドルの評価損を計上し、オレンジ・カウンティ自体の財政は投資プールに強く依存していたためその影響を大いに受け、投資プールとオレンジ・カウンティは共に連邦破産法チャプター9による自治体の再生手続を申請し破綻し、オレンジ・カウンティが発行していた地方債証券はデフォルトとなった。⁽⁸¹⁾ SECは、オレンジ・カウンティの破綻を調査し、投資プールを運用していた財務官を管理する立場にあり地方債証券の発行権限を持っていた者らがカウンティおよび投資プールの財政状況を知りながら正確な情報を財務官から入手することを懈怠していたと結論づけた。⁽⁸²⁾

オレンジ・カウンティの財政破綻で問題となったのは、発行者が地方債証券の引当財産とも言える投資プールの運用状況に関する正確な情報を上記の財務官より入手していなかったことである。これを受けて、SECは、発行後の開示規制に踏み切った。⁽⁸³⁾ すなわち、SECは1994年に規則15c2-12を改正し、ディーラーは引受けを予定している地方債証券の潜在的価値に影響すると思われるすべての関係項目に関して発行者が開示することを同意しない限り引受けをすることが禁じられた。⁽⁸⁴⁾ この改

(81) チャプター9の申請に対して、破産裁判所は、投資プールについては“local government”ではないとして、オレンジ・カウンティとは別の法主体であると認定し、再生手続の対象として認めなかった。See Gellis, *Municipal Securities Market*, *supra* note 1, at 457.

(82) SEC, *Report of Investigation in The Matter of County of Orange, California as It Relates to The Conduct of The Members of The Board of Supervisors*, Release No. 34-36761, 61 S.E.C. Docket 382, available at SEC: <http://www.sec.gov/info/municipal/mbonds/publicof.htm> (last visited 04/14/2014).

(83) Chung, *supra* note 22, at 1504.

(84) 17 C.F.R. §240.15c2-12 (b) (5) (i) (A), 240.15c2-12 (b) (5) (i) (C); See also, Lisa M. Fairchild & Nan S. Ellis, *Rule 15c2-12: A Flawed*

正によって、正確な情報を提供しないと証券を引き受けてもらえないので、発行者にとっても正確な情報開示が事実上強制されることとなった。

さらに、2010年には、法・規則の改正を経ても継続して問題となっていた開示の質と適時性 (quality and timeliness) に対する一つの回答として、規則 15c2-12 を改正し、ブローカー・ディーラーと地方債証券のディーラーに対して元本・利息の支払いの不履行など地方債証券にかかる重要な事実が生じた場合は開示することを求めた。⁽⁸⁵⁾

VI. 小括

地方債証券の発行に対する規制は、当初は適用除外証券としての側面が重視され、立法府や SEC は関与することができず野放しと言える状況にあった。⁽⁸⁶⁾その後、ニューヨーク市の破綻危機に端を發して、地方債証券に対する規制のあり方が議論されるようになり、⁽⁸⁷⁾先ずは MSRB を設置することで自主規制機関による監督という形がとられた。⁽⁸⁸⁾MSRB は、地方債証券の取引に関する規則制定権を有していたが、証券発行前の事前審査などの権限は付与されなかったため、デフォルトなどにより投資者が損害を被った場合も詐欺防止条項による事後的なエンフォースメントのみに頼らざるを得ず、発行段階の開示に関してはなお規制の対象外であった。その後、WPPSS の破綻を契機に、発行段階の開示が問題となり、SEC は規則 15c2-12 を制定し、引受人に義務を課すことで間接的ではあるが発行者の開示に対する規制へ踏み切った。⁽⁸⁹⁾その後、オレンジ・カウンティの破綻を経て、規則 15c2-12 を改正し、発行後の繼

Regulatory Framework Creates Pitfalls for Municipal Issuers, 55 Wash. U. J. Urb. & Contemp. L. 1, 12 (1999).

(85) 17 C.F.R. §240.15c2-12 (c).

(86) 二 (2) I 参照。

(87) 二 (2) II 参照。

(88) 二 (2) III 参照。

(89) 二 (2) IV 参照。

統開示も規制の対象とした⁽⁹⁰⁾。このように、全く規制がないと言える状況から、自主規制機関の設置、SEC 規則の制定・改正と地方債証券に対する規制は強まりつつあり、現在では適時開示も求められるようになった。しかしながら、発行者への直接的な規制には至っておらず、なお引受人に義務を課すことによる間接的な規制にとどまっている。そのため、地方債証券をめぐる法律問題において、引受人が主たる責任主体として重要な地位にある現状に変わりはない。

三 判例の分析

二で述べたように、立法および SEC 規則の制定・改正により、地方債証券の規制枠組みは、発行者に直接的に義務を負わせるのではなく、発行時・発行後のいずれも引受人に発行者からの開示書類などの入手義務を課す形をとった。すなわち、地方債証券の発行に際し、発行者と投資者を架橋する立場にある引受人の責任を加重することで、間接的に発行者の正確な情報開示を促すという制度設計が採用された。以下では引受人の責任に関する近時のリーディングケースである D.C. 巡回区控訴裁判所の事件を検討する。

Dolphin & Bradbury Inc. v. SEC 事件⁽⁹¹⁾

【事実の概要】

登録ブローカー・ディーラーである Dolphin & Bradbury, Inc. (以下、「D社」という)は、ペンシルバニア州ドーフィン・カウンティ(郡)における郡内の事業計画などの決定機関である Dauphin County General Authority (以下、「DCGA」という)が、同郡の郡庁所在地であるハリスバーグ市にあるオフィスビル(以下、「本件ビル」という)を取得するために発行した地方債証券(以下、「本件地方債証券」という)の引

(90) 二 (2) V 参照。

(91) 512 F.3d 634 (D.C. Cir 2008).

受人であった。Bradbury氏は、D社の会長、CEOおよびCOOの地位にあり、同社の株式の38パーセントを保有していた（以下、便宜上D社とBradbury氏を併せて「B」という）。

本件地方債証券の売付申込がなされた1998年7月の時点で、州政府の機関である Pennsylvania Department of Transportation（以下、「P」という）が賃貸借契約（以下、「本件賃貸借契約」という）に基づき本件ビルの大部分を賃借しており、本件賃貸借契約は2001年11月に満了することが予定されていた。本件賃貸借契約が満了する2001年11月は、2003年から2035年の間に設定された本件地方債証券の満期日前であった。Pが本件ビルを賃貸していたのは、Pが本来所有しているビルが環境問題と火災による損傷で使用できなくなったためであり、Pはビルが改修され次第、移転することを予定していた。Bは、2001年から2002年のあたりにはPが移転するであろうと確信しており、本件地方債証券の引受人であるBほか、Bの法律顧問であるO'Neill氏（以下、「O」という）、DCGAの財務顧問であるFowler氏（以下、「F」という）、DCGAの地方債証券発行業務の法律顧問であるSweet氏（以下、「S」という）のいずれもが地方債証券に関する幅広い経験を有しており、Oを除いてPの移転に関する情報を有していた。

1998年6月、本件地方債証券の募集に先立ち、郡の役務局（Department of General Service）の局長が、FおよびSに対して、州政府が本件ビルを州職員の一時的な「待機スペース」として利用する見込であることを伝え、同人らはこの情報をBに伝えた。もっとも、局長は、この件に関する公的な確約や保証をしたわけではなかった。1998年7月8日、DCGAは、本件地方債証券の売付申込および本件ビルの取得を決議し、Pの移転の予定についても議論されたが、この会議にBは出席しなかった。

本件地方債証券の発行に際して、Pの移転いかがが非常に重要な問題であるにも関わらず、Bは本件地方債証券の購入を予定している大半の

米国における地方債証券と引受人の責任に関する一考察

投資者らに対して、この情報を開示することは無かつた。⁽⁹²⁾ Pの移転に関する情報の代わりに、Bは、州政府の待機スペースの必要性に触れ、本件ビルには将来的な使い道があることを投資者らに確証を得させようとした。本件地方債証券の開示書類である公式書面においては免責条項や警告文言は含まれていたが、Pの本件ビル退去の実際の予定は開示されていなかった。さらに、Fが作成し、Bによるレビューがなされた財務計画には、投資者らは本件ビルの賃貸借契約が現行の賃借料のまま少なくとも2008年までは続くであろうと認識していたと記載されていた。1998年7月、DCGAは総額7,530万ドルで本件地方債証券を発行し、これらは本件ビルの賃貸料および駐車場の使用料を償還財源としており、物上担保などによる保証はなかつた。⁽⁹³⁾

本件地方債証券にかかる取引が終了した1998年7月31日、Pの旧ビルは未だ取り壊されておらず、新たな建設地の準備も始まっていなかった。しかしながら、1日後の8月1日にビルは発破解体され、それからPの新ビル建設が始まった。2000年の年末頃にはPは本件ビルの大部分を明け渡したが、賃貸借契約が満了する2001年11月までの賃料は払い続けた。結果として、翌12月までに本件ビルの55パーセントが空室となり、償還財源を事実上失ったためDCGAは本件地方債証券の支払いができなくなった。これにより、2003年、本件地方債証券の保有者は本件ビルに関し倒産隔離の措置をとった。

SECは、Pの移転に関する情報を隠蔽していたとして、Bに対して

(92) 2,700万ドル相当の本件地方債証券を購入した投資者に対しては、Bはこの情報を開示していた。See *Id.*, at 638 n 4.

(93) Securities Act Release No. 8415, A. P. File No. 3-11466 (2004), available at SEC: <http://www.sec.gov/litigation/admin/33-8415.htm> (last visited 04/10/2014) [hereinafter SEC, Release].

(94) 本件地方債証券が発行された1998年7月の時点で、本件ビルの9割はペンシルバニア州の各機関が賃借しており、なかでもPはその8割を超えていた。*Id.*

1933年証券法17条(a)項, 1934年証券取引所法10条(b)項および15B条(c)項(1)号, 規則 10b-5に基づき, 約31万4,000ドルの利益の吐き出しと48万2,000ドルの民事制裁金の支払いを命じた。⁽⁹⁵⁾

これに対するBの異議申立てに対して, D.C.巡回区控訴裁判所は次のように判示した。

【判旨の概要】 申立棄却

Bは, SECのサイエンター (scienter) の事実認定は実質的な証拠に基づくものではないと主張している。しかしながら, 次に示す2点からも, このBの主張には賛成できない。第1に, BはPが本件ビルを退去するとの実際の計画を開示していなかった。第2に, Bは引受人の役割を誤って述べることにより, 自分自身の過度なまでの無思慮 (extreme recklessness) を隠蔽しようと試みていたのである。⁽⁹⁶⁾

投資者に誤解を与えることで顕在化する危険は, Pの移転計画のはかりしれない重要性 (enormous significance) およびBにおいてPの移転についての悪意が確信に近かったこと (near certainty) でより強まる。この点につき, Bは, 新しいビルが建設されればPがすぐにでも本件ビルから退去するであろうことを知っていた。さらに, 本件地方債証券の非課税措置の適用および償還リスクに多大な影響を与えるため, Pに関する情報は筆舌に尽くせぬほどの重要性を有していると言える。Pの移転計画は格別に重要な情報であったのであり, Bは (特別の事実関係のもとでは) 注意を払うという独立した義務を負っている経験のあるプロフェッショナルなのである。⁽⁹⁷⁾

Bは, 自らが行った開示が自身の行為にサイエンターがなかったこと

(95) なお, 民事制裁金の内訳は, D社が40万ドル, Bradbury氏個人が8万2,000ドルである。Id.

(96) *Supra* note 91, at 639.

(97) *Id.*, at 640.

を示すのだという2つの理由を示したが、我々はこれらを認めない。第1に、BはPの移転の予定そのものは知っていたが正確な時期までは把握していなかったと主張している。しかしながら、Bは完全な情報を有していなかったとしても、これら重要事実についての開示義務が免れるわけではない。第2に、BはPの情報は公有地に関する専門的なもので、その一部は地元新聞の記事および公的なDCGAの会議における検討で明らかになっていたと陳述している。しかしながら、実質的な証拠により、BがなおPの情報を開示すべき義務を負っているとのSECの判断が裏付けられるのである。なぜなら、この情報は合理的にみて投資者が入手可能なものではなかったからである⁽⁹⁸⁾。

Bは、自らの引受人としての役割を理解していながらも誇張することで、自分の内心を有利なように虚飾しようとしている。すなわち、誰もPの情報を開示するよう進言してこなかったため責任を免れるのだと主張することで、Bは自らの独立した責任を過小評価（あるいは責任放棄とも言える）しているのである。ところが逆に、重要事実の評価および予期されるリスクの判断に関する投資者の役割を勝手に決めつけることによって、本件地方債証券の募集の過程におけるB自身の役割を過大評価している。当裁判所としては、Bのかかる目論みは引受人の役割に対する誤った解釈であるとして否定する⁽⁹⁹⁾。

引受人は、証券の売付申込に際して「必要不可欠な地位（vital position）」にある。というのも、投資者にとっては引受人の評判（reputation）、誠実さ（integrity）、独立性（independence）そして経験（experience）こそが頼りなのである。証券の売付申込に関わることで、引受人は、かかる売付申込の際に使用された開示書類などに記載された重要な表示が真実（truthfulness）かつ完全（completeness）であると信じるに足る合理的な根拠を有したものとしてかかる証券を黙示的であれ勧めて

(98) *Id.*, at 641.

(99) *Id.*

いるのである。⁽¹⁰⁰⁾

引受人は、既知あるいは「合理的に確認しうる (reasonably ascertainable)」重要な事実を調査かつ開示しなければならない。⁽¹⁰¹⁾同様の文脈いかににおいては、他のブローカー・ディーラーも同様の責任を負うこともあるが、引受人は適切な開示を保証する「高度な義務 (heightened obligation)」を負っているのである。⁽¹⁰²⁾さらに、これらの義務は単に、顧客が洗練され知識があると思われることを理由として免除されるものではない。言うなれば、買主をして注意せしめよ (caveat emptor)の原則⁽¹⁰³⁾は、引受人の文脈においては限定的にしか適用されないのである。

【分析】

本事案で発行された地方債証券は、本件ビルの賃料収入および駐車場の使用料が償還財源となっているRBであるが⁽¹⁰⁴⁾、D.C.巡回区控訴裁判所は、引受人であるBがかかる賃料収入の大部分として依存していたPの移転に関する情報を非開示にしており、かつこれは隠蔽にあたるとして違法とした。

本件判旨は、①Bのサイエンターの認定、②引受人としてのBの責任、の観点から分析することができる。

①について、本件地方債証券にとってPの移転いかんは、償還財源として大きく依存している本件ビルの賃料収入に影響を与えることから証券の価値を決定付けるものであるとした上で、Bはその情報を当然有していたし、投資者に対して開示する義務を負っていたと裁判所は示し、Bのサイエンターを認定した。そのファクターとして、Bは、i) 引受

(100) *Id.*

(101) *Id.*

(102) *Id.*

(103) *Id.*, at 642.

(104) SEC, *Release*, *supra* note 93.

米国における地方債証券と引受人の責任に関する一考察

人というプロフェッショナルの立場にあった、ii) Pの移転に関する情報は投資者が合理的にみて入手することはできなかった、ことを挙げている点が注目される。すなわち、これらをファクターとすることで、i) 引受人であるBはプロフェッショナルであるがこそ責任を負うと述べ、引受人を中心とした地方債証券の規制枠組みをとることの実質的な理由を示したとも解すことができ、かつii) Pの移転は本件地方債証券の潜在的価値を決定付ける情報であるが投資者は入手不可能である以上、かかる情報の非対称を是正する義務は引受人が負うべきことを明らかにしたと考えられるからである。

②について、本判決は、規則 15c2-12 の制定の際のリリースが示した「必要不可欠な地位」という引受人に関する理解を踏襲している⁽¹⁰⁵⁾。かかる理解に基づき、投資者にとって引受人は、証券に関する重要な情報源であるからこそ、証券の募集・発行・売却に係る注意義務は引受人が負うとしている。このように、裁判所は、引受人は「高度な義務」を負っていると示し、免責の余地を狭く解し引受人の責任を厳格なものと位置づけた。以上より、本判決は、Bの責任の認定に当たり、引受人の地位を重視し、地方債証券の発行に際し開示義務は基本的に引受人が負っているのだという現行の規制枠組みの立場を明確に支持したものと見えよう。この点について、Bが規則 10b-5 の第一次的な違反者（primary violator）⁽¹⁰⁶⁾ではないことを指摘し、本判決を批判的に捉える判決もある⁽¹⁰⁷⁾。し

(105) *Municipal Securities Disclosure*, Exchange Act Release No. 26100, 41 SEC Docket 1131, 20-21 (1988).

(106) 開示書類の作成に際し、本件地方債証券の発行者である DCGA の関係者らがPの移転についての認識があったことが考慮されていると思われる。SEC, *Release, supra* note 93.

(107) *S.E.C. v. Tambone*, 597 F.3d 436, 448 (1st. Cir. 2010). もっとも、同判決は、ミューチュアル・ファンドの引受人の事例であり、地方債証券に関する本件事案と規制枠組みのバックグラウンドが異なる点に注意する必要がある。

かしながら、本判決の引受人の責任に関する理解は、現在の地方債証券の規制枠組みとの整合性からも、当然の帰結ともいえる。従って、引受人は、発行者の情報を鵜呑みにすることはできず、投資者に対する開示書類などの正確性と完全性を担保しなければいけない立場にある。⁽¹⁰⁸⁾

四 むすびにかえて

本稿では、米国における地方債証券の現状と規制枠組みの変遷を検討し、現在、地方債証券の発行に際して中心的な責任主体である引受人の責任を考察した。米国では、これまで述べたとおり、地方債証券の発行者である州や地方自治体などに直接的に責任を負わせることに関し非常に謙抑的であった。その裏には、州をはじめ地方機関の権限に連邦政府があまり立ち入らないという同国の構造的な背景もあり、また証券諸法の完全な規制下においてしまうとコスト増をもたらし、結果的にこれらは発行者・投資者に転嫁されるという実質的な問題点も考慮されている⁽¹⁰⁹⁾と思われる。その意味で、現在でもなお、適用除外証券として位置づけられていることが、ことさら不合理とも言えない。もっとも、現行の規制枠組みである限り、地方債証券がデフォルトに陥った場合の責任のほとんどは引受人が負うことになる。確かに、地方債証券がデフォルトに陥った場合、当然、発行者に支払能力を期待することはできないため、引受人に責任を転嫁することは投資者保護の観点からは妥当とも言える。しかしながら、法・規則改正を経てもなお、開示義務をはじめ、発行者に直接的な行為規範を定めていない現状に問題がないかは検討の余地があろう。この点について、SECは、地方債証券の発行者が作成する財

(108) Lisa A. Hamilton, *Canary in The Coal Mine: Can The Campaign for Mandatory Climate Risk Disclosure Withstand The Municipal Bond Market's Resistance to Regulatory Reform?*, 36 Wm. Mitchell L. Rev. 1014, 1025 (2010).

(109) 二1参照。

米国における地方債証券と引受人の責任に関する一考察

務諸表の形式と内容を規制し、また監査をさせる権限を SEC 付与させるなど、開示・市場の構造に関する改正の提案⁽¹¹⁰⁾をしている。冒頭でも述べたように、米国において地方債証券の市場は拡大しつつある。このような状況に鑑みて、今後、米国において地方債証券の規制枠組みがどのような方向へと向かっていくか注意深く見守りたい。

[付記] 本稿は科研費若手研究 (B) 24730095 の研究成果の一部である。

(110) SEC, *Report, supra* note 33, at 133-150; *see also*, COX ET AL., *supra* note 11, at 454.