

Rule 144A—米国における私募証券流通規制緩和の動き

— 日本生命ニューヨーク事務所 —

はじめに

近年、米国の証券市場においては、私募証券（Private Placement）の比重が高まってきている。すなわち、証券発行市場に占める私募証券の比重は1980年の22%から1988年には43%に達するに到っており、新規発行証券の4割以上が私募証券となっているのである。

こうした中で、昨年10月25日SEC（Securities and Exchange Commission：証券取引委員会）は私募証券についての流通規制緩和を提案した。

これは、現在私募証券については2年間の保有を転売の条件としているものを、一定要件を満たす適格投資家間においては転売自由としようとするものである。

この提案が実施されれば、私募証券の流動性は大幅に増加、その流通市場の拡大により、発行体、投資家共に受けるメリットは大きいと期待されている。一方で、公募市場との競合を懸念する声も聞かれる。

いずれにせよ、私募証券の取扱いのみならず投資家保護のあり様にもかかわる提案であり、我が国の私募市場の今後の方向を占う上でもその動向を注視していく必要があると思われる。

本稿では、米国私募証券市場及びその規制の現状を踏まえつつ、SEC提案の概要と提案が実施された場合の金融市場に与える影響、更に直近の動きにつきレポートする。

1. 米国私募証券市場の現状—発行市場における私募証券の比重の高まり

表-1に見る通り、発行市場における私募証券の比重は増大してきている。

すなわち、1980年私募証券による資金調達、全体の22%であったものが、1988年

表-1 公募、私募による資金調達の推移

単位：100万ドル、（%）

	1980年	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年	1986年	1987年	1988年
私募による調達	15,700 (22)	18,400 (25)	24,300 (28)	35,600 (27)	53,258 (39)	73,093 (35)	123,457 (30)	139,355 (34)	202,353 (43)
公募による調達	57,330 (78)	56,085 (75)	62,566 (72)	97,103 (73)	82,199 (61)	138,288 (65)	286,040 (70)	271,477 (66)	273,347 (57)
合計	73,030 (100)	74,485 (100)	86,866 (100)	133,703 (100)	135,457 (100)	211,380 (100)	409,497 (100)	410,832 (100)	475,700 (100)

出所：Securities and Exchange Commission
Investment Dealers' Digest

には、全体の43%に達するに到っている。新規発行証券の4割以上が私募証券となっているのである。

この私募証券にはCD、Deposit Noteも含まれているが、CD、Deposit Noteを除いても、1988年で全体の38.2%は私募証券となっている。

この比重増大は以下の様な要因によるものと考えられている。

- ① 投資家の立場からは、一件毎に条件を決定できるため公募証券に比べ、より投資家保護を盛り込んだ条件を得る事ができること。又、そのため信用度の低い発行体に対しても、条件面を厳しくする事で、投資を行うことが可能となること。

特に近年においては、RJRナビスコのLBOにおいて端的に表われた様に、既存の公募優良証券の価値が、一夜にして暴落するという、いわゆるイベントリスクを回避する意味で私募証券への需要が増大していること（注1）。又、流動性に欠ける点については金利により補うことができること、といったメリットがある。

- ② 一方発行体の立場からは信用度が低い、又、情報開示を行っていない等の理由で公募市場においては資金調達が難しい発行体にとっても資金調達が行えること、又、公募証券に比べ発行コストが低いこと、一私募証券の場合、公募証券発行時に必要な費用のうち、SEC登録料、証券発行目論見書印刷費、州証券法（ブルースカイ法）関係費用、会計費用等が不要であり、次表（表-2）に見る通り発行総額2億ドルの2年物Senior Debtの場合、約27万ドル～30万ドルの節約となる。又、証券会社の仲介手数料については私募証券の方が割高となっているが、投資家に対し直接発行する場合は、この仲介手数料は不要となる。一更に、SEC登録、格付け機関よりの格付け取得等に係る手間が不要な為、資金調達までの時間が短くて済むこと等のメリットが挙げられる。

表-2 公募証券と私募証券との発行費用比較（発行金額2億ドルと仮定）

	公 募		私 募	
	\$	ベースポイント	\$	ベースポイント
SEC登録料	40,000	2	—	—
目論見書、券面印刷費	80,000～105,000	4～5.25	—	—
弁護士費用	50,000～75,000	2.5～3.75	25,000～50,000	1.25～2.5
ブルースカイフィー、他費用	7,500	0.375	—	—
トラスティ、フィスカルフィー	15,000～20,000	0.75～1	—	—
会計士費用	25,000～35,000	1.25～1.75	—	—
レーティング取得費用	75,000	3.75	—	—
発行費用計	292,500～357,500	14.63～17.88	25,000～50,000	1.25～2.5
コミッション	900,000	45	1,000,000	50

（前提条件）

1. 発行金額2億ドル
2. 公募はShelf Registrationとする
3. レーティングは、Moody's社、及びStandard and Poor's社の2社から取る。
私募については、レーティングを取る必要はない。

（証券会社等よりのヒアリングを基に作成）

- ③ 近年の動きとしては企業買収、合併において短時間での資金調達の必要性、又、低発行コストからそのファイナンス手段として私募市場が利用されており、最近ではESOP（Employee Stock Ownership Plan：従業員持株制度）（注2）の資金調達に私募市場が使われ始めたことがある。

企業買収のファイナンス手段として私募市場が使われた例としては、Celestial Seasoningsによる2,800万ドル、Chiat-Dayによる2,500万ドル、Filene's Basementによる5,000万ドルの調達が挙げられ、ESOPに関してはCBI Industriesが昨年4月に1億2,500万ドルを調達したのを皮切りにQuaker Oats、General Motors等が続いた。9月にはJ.C. Penneyが7億600万ドル調達し、これは今年の私募案件としては最大なものであった。'89年に入ってからProcter & Gambleが、ESOPのために、10億ドルを調達している。

（注1）今年4月Carolina Power & Light社が公募入札で2年物1億ドルの調達を行おうとした際に、米国大手生保のMetropolitan Life Insurance社が、私募で総額引受の応札を行おうとした。公募発行市場を浸食されることを恐れた証券業界は、発行体、及びMetropolitan社双方に圧力をかけたと言われ、結局Metropolitan社は応札を行わなかった。このMetropolitan社の動きは、私募証券の転売規制緩和を睨んだものであると見られているが、RJRナビスコ社のLBOにより保有していたRJRの債券がジャンク・ボンドと化した際、RJRナビスコ社を訴えた経験を持つMetropolitan社が、いずれにせよ購入する用意のある証券についてより強い投資家保護を得られる私募での購入を望んだという背景があることは確かであろう。

（注2）ESOPは、年金制度や利益還元制度と同じく、従業員の福利厚生を目的とした制度である。従業員はESOPを通して自社の株主となり、会社の経営、利益分配に参加できる。最近では、敵対的買収に対する防衛策としても利用されている。

2. 私募証券規制の現状

私募証券について明確な定義づけはなされていないが、一般に公募証券に課されているSECへの登録を免除された証券のことを指す。しかし、一方で公募証券には課されていない転売規制が課されている。

(1) 情報開示義務の免除

米国においては、1929年の株式市場大暴落の経験から、投資家保護を目的として、企業情報開示制度を主要な柱とする連邦証券規制が行われており、不特定多数の投資家に対し、広告などを通じ応募を勧誘して発行され、一般に流通される証券（公募証券）については、発行時に登録届出書（Registration Statement）のSECへの提出、及び売付にあたっては、登録目論見書（Prospectus）の投資家への交付を義務づけている。（1933年証券法）

また、登録届出証券（すなわち公募証券）の発行者に対しては、年次報告書（Form 10-K）、四半期報告書（Form 10-Q）、臨時報告書（Form 8-K）等の継続開示を義務づけている。（1934年証券取引法）

一方で、1933年証券法は、発行時のSEC登録を免除する証券を規定しており、この規定並びにより明確に登録義務免除条件を定めたRegulation D（注3）に基づいて発行された証券が一般に私募証券と呼ばれている。

この登録免除の背景にある考え方は、十分に洗練され発行体との交渉力もある投資家に対しては、必ずしも一般投資家と同様の保護を行う必要はないということである。

(2) 転売規制—Rule 144

私募証券については転売しないことを前提に考えられており、その転売についての明文化された規定は当初なかった。しかし、私募証券市場が拡大する中、SECはRule 144を定め、私募証券の転売が公募行為と見なされ、そのためSECへの登録義務、継続開示義務を負わされることのない為の条件を明確化した。

これにより、私募証券転売の根拠が明確に与えられたが、その条件は以下の通りかなり厳しいものとなっている。

①保有期間規制

投資家は私募証券購入後2年間保有しなければ転売できない。2年経過後もその売却にあたっては下記②③④の条件がつく。但し、購入後3年経過した場合はこれらの条件なしに売却できる。

②転売量規制

過去3カ月間の売却量が、a) 同クラスの私募、公募証券の総発行残高の1%、b) 証券取引所等を通じ売買された証券の過去4週間の平均週間売買量のいずれかを越えてはならない。

③転売方法規制

売却者は、売却予定証券に対する買い注文を直接、あるいは仲介者を通し、不特定多数の投資家より募集してはならない。

④公開情報規制

私募証券発行体に関する適切な情報が公開されていること。

(注3) Regulation Dに定める条件の主なものは、次の通りである。

- ①当該私募証券への投資家は35人以下であること。
- ②発行体は投資家に対し、発行体及び当該私募証券に関する情報を事前に提供すること。
- ③発行体は、投資家を募集する際、新聞、雑誌、テレビ等の広告、また不特定多数の投資家を対象としたセミナー等を利用しないこと。
- ④発行体は、投資家が転売することを目的として、当該私募証券に投資を行うのではないと確認すること。
- ⑤発行体は発行後15日以内にSECに発行の届出を行うこと。

但し、特別な保護がなくとも自己の利益を守る能力があると考えられる有資格投資家（Accredited Investor：銀行、保険会社、投資会社、従業員福利制度、発行体の取締役、役員、ジェネラルパートナー、純資産100万ドル以上の個人、年収20万ドル以上の個人、等）は上記35人の投資家数制限には含めない。又、有資格投資家に対しては上記情報の事前提供の必要はない。

3. 私募証券流通の現状

現在、私募証券を流通市場で売却するには数週間かかると言われている。昨年、流通市場で売買された私募証券は総額で15億ドルに過ぎないと推計されており、その主な原因はこの売却に要する期間の長さであるとされている（注4）。

この状況に対応すべくAmerican証券取引所、及び、全米証券業協会（National Association of Securities Dealers：NASD）は私募証券取引ネットワークを開発している。

American証券取引所は、SITUS（System for Institutional Trading of Unregistered Securities）と呼ばれるシステムを開発、今回のSECの流通規制緩和提案の実施を待っている状況にある。

又、全米証券業協会（NASD）はPORTAL（Private Offerings, Resale and Trading through Automated Linkage）と呼ばれるシステムの証券ディーラー向けマーケティングを始めた。

一方で、私募証券の主な購入者である生命保険会社等の機関投資家間においては、保有期間が2年に満たなくてもSECへの登録届出なしで私募証券の売買が行われており、Rule 144の制限は一部尻抜けになっている状況もある（注5）。

更に、全米一位の生命保険会社であるThe Prudential Insurance Company of Americaが、その300億ドルにのぼる私募証券ポートフォリオからの転売を行うべく、昨年8月Prudential Asset Sales & Syndicationsを設立しているなど、生命保険会社の中には保有私募証券の流動化に積極的に取り組むところも出てきている。

（注4） “Corporate Finance”誌 1989年3月号

（注5） 1933年証券法は、そのセクション5において登録届出書（Registration Statement）の提出のない証券の売買を禁じているが、一方でそのセクション4(1)において証券発行体、引受人、仲介者以外による売買については、この届出義務を免除している。機関投資家間における私募証券の売買は、このセクション4(1)を根拠として行なわれている模様である。

4. 私募証券流通規制の緩和

このような状況の下、昨年10月25日、SECは、Rule 144の改正、Rule 144Aの新設を提案し、私募証券の流通規制の緩和に向けて動き出した。特にRule 144Aは、大手機関投資家間においては、公募証券同様の自由な売買を認めようとするもので画期的な提案である。

(1) Rule 144の改正—転売禁止期間の通算化—

現行のRule 144では、私募証券が転売可能になるには、同一の投資家が少なくとも2年間継続して保有する必要があるが、改正案では、私募証券の発行日から通算して2年経過すれば、量、方法の制限、SECへの届出の義務はあるものの、転売が可

能としている。又、発行日から3年経過すれば、自由に売買できる。なお、売り手、買い手とも、機関投資家である必要はない。

(2) Rule 144Aの新設—適格機関投資家のための流通市場の創設—

Rule 144Aは、一定条件を満たす適格機関投資家については、従来の転売制限を撤廃し、私募証券の自由な売買を認めるという趣旨で提案された。同提案は、投資家の業態、規模及び証券の種類によって、次の通り3つのTierに転売規制を分けている。

—Tier 1—

対象となる投資家（売却先）：適格機関投資家（Qualified Institutional Buyer）（注6）

対象となる証券：全ての証券

転売条件：なし。但し、売却者は購入者に対し「当該取引はRule 144Aに拠って行われる」と通知する必要がある。

（注6） 適格機関投資家とは、

- ①総資産1億ドル以上の銀行、SEC登録ブローカー／ディーラー、保険会社、貯蓄貸付組合 等。
- ②預り資産も含めた総資産1億ドル超の投資顧問会社。
- ③総資産1億ドル超の企業の関連会社であるSEC登録投資顧問会社。
- ④その株主全員が適格機関投資家である会社。

—Tier 2—

対象となる投資家（売却先）：銀行、SEC登録ブローカー／ディーラー、保険会社、貯蓄貸付組合 等。（業態の制限のみで規模の制限はない）

対象となる証券：①転換権のない債券

②転換権のない優先株

③1934年証券取引法により継続開示義務のある企業の発行した全ての証券。但し①②③いずれも米国内で一般に流通していないもの。

転売条件：Tier 1に同じ。

—Tier 3—

対象となる投資家（売却先）：Tier 2と同じ。

対象となる証券：①転換権のない債券

②転換権のない優先株

③1934年証券取引法により継続開示義務のある企業の発行した、全

ての証券①②③いずれについても、米国内で一般に流通していても良い。

転売条件：売却者は購入者より「米国内ではSEC登録なしでは転売しない」旨の同意書をとるなど、一般の流通市場へのリークを防ぐ為に必要な手続きをとらねばならない。

これをまとめると次表（表－3）の通りとなる。

表－3 Rule 144Aによる投資家別、私募証券種別転売制限区分

投資家 (転売先) 私募証券 の種類	適格機関投資家	機関投資家等
①転換権のない債券 ②転換権のない優先株 ③継続開示義務企業の発行した証券 但し、①②③共に米国内で一般に流通していないもの	転売制限なし	Tier 2 転売制限なし
①転換権のない債券 ②転換権のない優先株 ③継続開示義務企業の発行した証券 ①②③共米国内で一般に流通しているもの	転売制限なし	Tier 3 一般流通市場へのリーク防止手続きが必要
SECへの継続開示義務企業以外が発行した①普通株、②転換社債、③転換権付優先株	転売制限なし	Rule 144Aに基づく転売はできない。

5. 規制緩和の影響と関係業界の反応

この規制緩和が、米国資本市場に与える好影響として期待されているのは、以下の(1)、(2)であり、逆に懸念されているのは(3)、(4)の点である。

(1) 流通市場の活性化と発行市場の拡大

Rule 144Aが実施されれば、現在私募証券の大宗を保有している大手機関投資家間での転売が自由となることから、私募証券の転売は活発化する。

公募証券に比べ、流動性に乏しいという私募証券のデメリットが改善すれば、投資家保護条項等、投資家にとり有利な条件の得やすい私募証券への需要は増加しよう。この需要増及びそれによって生じる私募債券においては、公募債とのスプレッド（注

7) 縮小が発行市場における発行額の増大をもたらすと考えられている。

(注7) 私募債と公募債との間で、発行の際、A格相当の企業で3年物15ベイス・ポイント、5年物20ベイス・ポイント程度、又、BBB格相当の企業の場合3年物5ベイス・ポイント、5年物10ベイス・ポイントの金利差があるとされている。

(2) 世界資本市場における米国資本市場の比重の増大

流動性の増大、発行市場の活発化に伴い、現在のところSECへの登録や継続情報開示の義務のある米国公募市場を、敬遠していると見られる米国外の企業が資金調達の間として米国私募市場を利用する動きが出てくることが期待されている。

そして、これは現在米国外で行われている資本取引を米国資本市場へ取り込むという意味で、世界資本市場における米国資本市場の比重の増大をもたらすと考えられている。

(3) 公募市場との競合

一方、公募市場への影響も考えられる。現在、懸念されているのは、公募債と、私募債とのスプレッドが縮まると、SECへの登録、情報開示義務、格付け取得等に煩わされない私募債が、資金調達手段の主演となり、公募債市場が衰退するのではないか、そして、その結果として今回の規制緩和案の対象外となっている弱小機関投資家、及び個人投資家の投資機会が減少するのではないか、という点である。

(4) 投資家の審査負担の増大

私募市場では、公募市場のような詳細な情報開示義務、あるいは格付け取得義務がない為、発行体に関するデュー・ディリジェンス（注8）や、クレジット・リスク分析は、投資家の手に委ねられる事になる。

はたしてRule 144Aに言う「適格機関投資家」の全てが、この審査負担に耐えられるのか懸念する声もある。

(注8) デュー・ディリジェンス (Due Diligence) とは、引受人が、発行体に関し、経営陣との質疑応答、工場、オフィス等の実見等を通し、発行体の財務上の信頼性、調達資金使途等を確認するプロセスである。十分なデュー・ディリジェンスを経ない債券が、デフォルトした場合、引受人は、投資家より損害賠償の請求を受ける可能性もある。

各業界は今回のSEC提案を受けて、各々SECに対し意見書を提出した。この提案に対する各業界の対応は、大概、以下の様に捉えられる。

銀行は、SEC提案の実施により発行体、投資家共に受けるメリットは大きいとして同提案に賛成の意向と伝えられる。この背景には、銀行はグラス・スティーガル法により証券業務を行うことに制限を受けているが、私募証券の取扱いは認められており、積極的に私募証券の斡旋を行っている（注9）という事情がある。

証券は、公募証券市場への影響を懸念する姿勢を見せているが、引受けに強い証券会社、Trading指向の証券会社によってそのニュアンスは微妙に異なるとの声も聞かれる。

私募証券の大宗を保有している保険会社は、その流動性が高まることで投資の幅が広がるとして賛意を表明している。

発行体からの直接の意見はあまり聞こえてこないが、公募債とのスプレッドの低下を通じて受けるメリットは大きいと見られている。

(注9) 表-4の通り1988年の斡旋金額によるランキング(CD、Deposit Note除く)では、上位10社にJ.P.Morgan、Citicorp、Bankers Trustが入っている。

表-4 斡旋人ランキング

1988年 順位	斡 旋 人 名	斡旋金額 (百万ドル)	件 数	1987年 順位
1	Goldman Sachs	17,594.7	205	4
2	First Boston	16,772.3	168	3
3	Drexel Burnham	16,407.7	220	2
4	Salomon Brothers	15,577.1	163	1
5	Merrill Lynch	13,568.8	150	5
6	Morgan Stanley	10,097.6	128	7
7	Paine Webber	9,912.3	195	10
8	J.P. Morgan	9,223.9	112	8
9	Citicorp	8,438.4	106	11
10	Bankers Trust	7,576.8	186	6
11	Chemical Bank	5,491.5	125	15
12	Bank of America	5,029.9	82	19
13	Shearson Lehman	4,900.0	99	9
14	Prudential-Bache	4,258.1	93	13
15	Kidder Peabody	4,080.0	87	12
16	FNB Chicago	4,056.7	152	14
17	Dillon Read	2,511.2	31	20
18	Chase Manhattan	2,482.5	80	17
19	Manufacturers Hanover	1,829.0	40	23
20	Donaldson Lufkin	1,797.5	36	21

(出所) Investment Dealers' Digest

6. 今後の展望

SECは現在、関係業界各社から提出された規制緩和案に対する意見書を吟味している。

規制緩和についてのSECの姿勢に賛同する意見は多いと伝えられるが、最もリスクの大きい株式については今回の規制緩和対象証券から除外される可能性が強いと伝えられる。又、対象となる投資家もリスク分析能力等の観点から「適格機関投資家」すなわちTier 1に定められている機関投資家に限られるとの見方も強い。

SECは、業界各社の意見を参考に今年後半、早ければこの夏頃に修正した規制緩和案を公表、再び各方面からの意見を求めてくると見られている。

1982年に設けられたRule 415（公募債発行についての一括登録（Shelf Registration）を認めたもの）以来の大幅な規制緩和案であるRule 144Aの今後の動向が注目される。

（日本生命ニューヨーク事務所：西山 均）