

## 米国規則 144A 証券市場において相次ぐ 取引プラットフォームの開設

岩谷 賢伸

### ■ 要 約 ■

1. 近年、米国では適格機関投資家向け私募証券市場（規則 144A 証券市場）が拡大している。2006 年には、発行額が約 1.5 兆ドルに達した。とりわけ、規則 144A 株式の発行額が増加しているのは、外国企業が米国公開株式市場の高い規制のハードルを避けて、同市場を選択しているからではないかと言われている。加えて、米国企業に関しても、今後公開市場の規制を回避しつつ株式市場からの資金調達を行う手段として、規則 144A 株式市場活用のニーズが高まるという見方がある。
2. 規則 144A 証券市場の拡大を受けて、米国の大手投資銀行及び取引所は、流通市場を活性化するために、最近相次いで規則 144A 証券の取引プラットフォームを開設している。
3. ゴールドマン・サックスとベア・スターンズは、単独でそれぞれ GS TRuE と Best Markets TM を、シティ・グループを始めとする 5 社連合は OPUS-5 を開設し、規則 144A 株式の引受、マーケット・メイキングや投資家数の監視などの機能を提供している。取引プラットフォームへは、ヘッジファンド、PE ファーム、PE ファンドの投資先企業などが徐々に登録し始めている。
4. 一方、ナスダックは、規則 144A 証券の流通市場 PORTAL をウェブ・ベースの取引システムにリニューアルした。市場の効率性、取引の透明性、流動性を改善することで、PORTAL へより多くの企業を誘致することを目論む。
5. 近年、わが国ではプロ私募を容易にするような法改正が実施されてきたが、今後わが国のプロ投資家向け私募証券市場がどのように活用されていくべきかを考える上で、米国の状況は議論の参考となるだろう。

## I 規則 144A 証券市場の拡大

米国には、投資家を適格機関投資家に限った私募証券市場があり、1990 年に制定された 1933 年証券法規則 144A に拠ることから規則 144A 証券市場と呼ばれる。同市場は、過去数年、発行市場の拡大で注目されており、2006 年には債券と株式（普通株、優先株、

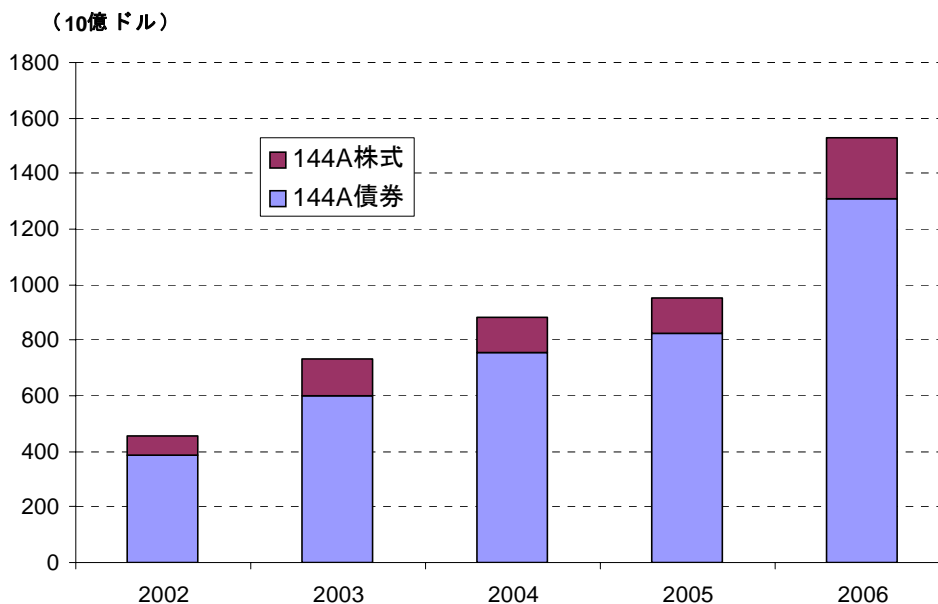
転換社債の全てを含む)を合わせた規則 144A 証券発行額の合計が約 1.5 兆ドル (約 180 兆円) に達した (図表 1)。また、本稿で主に取り上げる規則 144A 株式については、規則 144A 証券全体に占める割合は依然として 15%程度に過ぎないものの、2006 年の発行額は 4 年前に比べて 3 倍の 2,210 億ドル (約 26.5 兆円) に達した。2007 年に入っても規則 144A 証券発行額は拡大を続けており、上半期には前年比 43%増の約 1 兆ドルに上った<sup>1</sup>。以上のような発行市場の拡大を背景に、流通市場の取引を活発にするための取引プラットフォームを開設する動きが、投資銀行及び取引所の間で最近急速に広がっている。本稿では、規則 144A 証券市場の概説をするとともに、相次いで開設された取引プラットフォームについて紹介する。

## II 規則 144A 証券市場の制度・特徴・現状

### 1. 規則 144A 証券市場の制度

1933 年証券法規則 144A は、適格機関投資家 (Qualified Institutional Buyers、以下 QIB) に対する私募証券<sup>2</sup>の転売制限を免除する規定である。QIB は、少なくとも 1 億ドルの証

図表 1 米国規則 144A 証券発行額



(注) 144A 株式は普通株、優先株、転換社債を合わせたものである。  
(出所) ナスダック PORTAL 資料より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> ナスダックのプレスリリースより。

<sup>2</sup> 1982 年に制定されたレギュレーション D (規則 501 から 508) に基づいて発行された証券。少額募集 (規則 504、505) と金額無制限の募集 (規則 506) がある。

券投資を行っている機関投資家（保険会社、投資会社、年金基金など。外国人投資家も含む。）で、個人投資家などは含まない。

同規則が適用される場合、1933 年法により公募証券の発行に課される開示規制、すなわち証券取引委員会（SEC）への登録を免れる<sup>3</sup>。だが、QIB の間で取引されている場合でも、投資家の数が 500 人を越えた場合は、私募証券の発行体は公開企業として SEC 登録しなければならない<sup>4</sup>。また、規則 144A 株式の発行体は、上場会社に適用されるサーベンス・オクスリー法（SOX 法）やコーポレート・ガバナンスに関する規制などの諸規制も免れる。

規則 144A の対象となる有価証券から除外されるのは、米国の取引所又はナスダックに上場している証券、プレミアムが 10%未満の転換証券・ワラント、オープン・エンド型投資信託及びユニット・トラストなどである。

## 2. 規則 144A 証券市場の特徴と現状

規則 144A は、従来大幅に制限されていた私募証券の転売・流通をより円滑に出来るようにした。その結果形成された規則 144A 証券市場は、公開証券市場と未公開証券市場の中間的な特徴を持つ（図表 2）。発行体にとっては、①公開企業に課される詳細な情報開示規制や取引所のコーポレート・ガバナンス規制を受けることなく、低コストで迅速に資本市場から資金調達できる、②上場会社が一部の投資家から受けるような短期収益追求のプレッシャーを避けられる等のメリットがある。とりわけ、海外の発行体にとっては、米国の会計基準（US GAAP）による財務報告をする必要がない点も指摘できる。

現状、規則 144A 株式市場は、米国企業に関しては、転換社債の発行市場として活用されている場合が圧倒的に多く、株式の発行は少ない。一方で、外国企業に関しては、IPO 時に本国の取引所に株式を上場するのに加えて、米国でも私募形式で資金調達する場合に

図表 2 公開証券市場・規則 144A 証券市場・未公開証券市場の比較

	公開証券市場	規則144A証券市場	未公開証券市場
投資家	全ての投資家	適格機関投資家のみ	全ての投資家
流動性	高い	中間	低い
透明性	高い	中間	低い
市場におけるディスカウント率	低い	中間	高い
規制コスト	高い	低い	低い
上場（登録）の審査	厳しい 時間がかかる	緩い 迅速	—
投資家からの短期収益追求のプレッシャー	強い	弱い	なし
エクイティファイナンスの難易度	低い	中間	高い
株式型報酬の有効性	高い	中間	低い

（出所）野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> ただし、私募証券の買取人には、取引及び取引される証券が、規則 144A に基づくものであることが通知されなければならない。また、QIB が情報の提供を求めた場合、発行体は適切な情報を提供しなければならない。

<sup>4</sup> 1934 年証券取引所法 12 条(g)項

多く利用されている。近年、規則 144A 株式の発行額が増加しているのは、外国企業が米国公開株式市場の高い規制のハードルを避けて、規制の緩い規則 144A 株式市場を選択しているからではないかと言われている。加えて、米国企業に関しても、今後、公開市場の規制を回避しつつ株式市場からの資金調達を行う手段として、規則 144A 株式市場活用のニーズが高まるという見方がある。

一方、機関投資家にとっては、流動性さえ確保されていれば、規則 144A 証券は投資対象として魅力的である。特に、海外の発行体による規則 144A 株式の流動性が増せば、米国内で外国株式を取引する機会が広がる。また、既に規則 144A 証券に投資している機関投資家にとっては、流通市場で価格が付けば、ポートフォリオの時価評価が以前より容易になるというメリットもある。

以上のような現状を踏まえて、米国の大手投資銀行及び取引所は、規則 144A 証券市場、特に規則 144A 株式市場の流動性を高めることを念頭に、最近取引プラットフォームを相次いで開設している。

### III 相次ぐ規則 144A 証券取引プラットフォームの開設

#### 1. ゴールドマン・サックスによる GS TRuE

2007 年 5 月 21 日、ロサンゼルスに本拠地を置くプライベート・エクイティ・ファーム（以下 PE ファーム）のオークツリー・キャピタル・マネジメント（以下オークツリー）<sup>5</sup> が、ゴールドマン・サックスが新たに構築した規則 144A 株式取引システム GS TRuE（Goldman Sachs Tradable Unregistered Equity）に登録し、発行済株式 15%の売出しで 8.8 億ドル（約 1,050 億円）を調達したと報道された<sup>6</sup>。オークツリーの売出しには約 50 の機関投資家が参加した。

続いて 8 月 3 日、PE ファームのアポロ・マネジメント（以下アポロ）が GS TRuE に登録した<sup>7</sup>。サブプライム問題から波及したクレジット・クランチでレバレッジド・ローン市場が急速に冷え込み、バイアウト活動が停滞したことから、アポロの投資家からの評価は低く、予定より少ない 8.28 億ドル（約 1,000 億円）を調達したとされる。

GS TRuE は、ゴールドマン・サックスが単独で運営する取引プラットフォームで、同社が引受けた規則 144A 株式を登録し、同社が窓口になって取引を行う。QIB のみに取引プラットフォームへの参加を制限しており、個人投資家は参加できない。登録企業は上場

<sup>5</sup> オークツリーは、1995 年にハワード・マークス氏とブルース・カーシュ氏が創立したハイ・イールド債や破綻証券投資に強みを持つプライベート・エクイティ・ファームである。

<sup>6</sup> “Goldman takes ‘private’ equity to a new level”, *Wall Street Journal*, May 24, 2007 より。ゴールドマン・サックスもオークツリーもこの案件について正式にはプレスリリースしていない。

<sup>7</sup> “Big banks join forces on trading platform”, *Financial Times*, July 23, 2007 によれば、アポロは、JP モルガン・チェースが構築した取引プラットフォームにおいても取引される。

会社に課される情報開示規制は免れるが、上場会社が SEC に提出しているのに類似した四半期、年次報告書に加えて、重大なイベントが生じた際は報告書を提出することが義務付けられている。これらは、上場会社が開示を義務付けられる内容ほど詳細ではない。前述のように、投資家が 500 人を超えると、SEC 規則により、規則 144A 株式の発行体は公開企業として SEC 登録しなければならないので、ゴールドマン・サックスが投資家の数を電子的に監視する。また、流動性を付けるために、同社がマーケット・メーカーを務める。ゴールドマン・サックスのスポークスマンであるエド・カナデイ氏は、「オルタナティブ投資家（ヘッジファンドや PE ファンド）に加えて、知的財産や技術革新などを公の目に晒したくないハイテク企業などにも GS TRuE はアピールできるはずだ。」と述べている<sup>8</sup>。

## 2. 5 社連合による OPUS-5

2007 年 8 月 14 日、シティ・グループ、リーマン・ブラザーズ、メリル・リンチ、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンの 5 つの主要金融機関が、共同で規則 144A 株式取引のオープン・プラットフォーム OPUS-5（Open Platform for Unregistered Securities）を 9 月中に立ち上げることを発表した。

OPUS-5 のウェブサイト上で、QIB である会員が登録企業の株価情報などを参考に取引予約を行えるが、OPUS-5 自体は正確には取引プラットフォームではなく、実際の取引はマーケット・メーカーとウェブサイト等を通じて価格や株式数を交渉した後、相対で行われる。バンク・オブ・ニューヨーク・メロンがトランスファー・エージェントとして、会員の口座を管理し、どの投資家が OPUS-5 登録株式をどのくらい取引し、現在どのくらい保有しているかを捕捉することによって、投資家数が 500 人を超えないように監視する。情報開示に関しては、登録企業に特に義務はないが、四半期毎の基礎的な財務データのアップデートや、重大情報の適時開示などが自主的に行われることが想定される。

GS TRuE との違いは、OPUS-5 は 5 社共同設立のコンソーシアムであるため、マーケット・メーカーが通常複数付く点である<sup>9</sup>。これにより、価格の公正性が高まるとともに、より流動性も確保されやすくなる。また、OPUS-5 はその名の通りオープンなプラットフォームであり、当初は 4 つの投資銀行により取引を仲介するが（バンク・オブ・ニューヨーク・メロンはマーケット・メイキングを行わない）、それ以外の金融機関の参加も促している<sup>10</sup>。モルガン・スタンレーのダニエル・シムコヴィッツ・エクイティ・プロダクト部長は、将来規則 144A 株式の取引システムが一つに集約すると予言している<sup>11</sup>。

<sup>8</sup> “Prospect for 144A Issuance Look Good”, *Hedge World.com*, May 29, 2007

<sup>9</sup> 規則 144A 株式の引受を行った投資銀行が、そのままマーケット・メーカーとなることが想定されている。

<sup>10</sup> 9 月 13 日、バンク・オブ・アメリカ、クレディ・スイス、UBS の 3 金融機関が OPUS-5 へ参加すると報道された。（“Three Firms Join Private System to Trade Stocks”, *Wall Street Journal*, September 13, 2007）

<sup>11</sup> “Wall Street Firms to Set Up Unregistered Securities Market”, *Wall Street Journal*, August 14, 2007

### 3. ベア・スターンズによる Best Markets™

2007年8月14日、OPUS-5の発表に歩調を合わせるように、ベア・スターンズが、規則144A株式取引プラットフォーム Best Markets™を今年の前半に既に開設していたことを発表した。最初の案件は、生命保険や年金の買取を行う JG ウェントワースによる1.4億ドル（約170億円）の規則144A株式発行で、同社は PE ファームである JLL パートナーズの投資先企業である。同プラットフォームでは、規則144A株式発行案件の情報・文書に投資家が容易にアクセス出来ること、ベア・スターンズが投資家に登録株式の過去の取引データを提供することなどをセールス・ポイントにしている<sup>12</sup>。

### 4. ナスダックによる新 PORTAL

2007年8月1日、ナスダックは SEC からの認可を受け、ウェブ・ベースの規則144A証券取引システム PORTAL を8月15日から稼働開始した。ナスダックは、1990年に規則144Aが採択され、規則144A証券が同規則に則って発行されるのと同時に、流通市場の旧 PORTAL を開設した。だが、旧 PORTAL は、電話やファックスによる取引で、流動性に乏しく、ナスダックも取引の実態を細かく把握していなかった。

だが、近年の規則144A証券市場の拡大によって、投資家による同市場への関心が高まってきたため、ナスダックは流通市場の改善策として、新たな電子取引プラットフォームを構築した。新システムはウェブベースで、登録したユーザー（QIB、NASD 会員、発行体など）はウェブ画面上で気配値を見ながら注文を出すことが出来る。PORTAL には、多くのブローカー・ディーラーや QIB が取引に参加すると見られるため、市場の効率性、取引の透明性、流動性が大幅に改善することが期待される。登録企業に情報開示義務はないが、オフリング・メモランダムやターム・シートなどを出させて、なるべく多くの情報をシステム上で開示することを目指している。また、投資家数の監視機能については、第三者機関を通じて提供する<sup>13</sup>。取扱証券は当初株式に限られるが、債券についても第4四半期には取引できるようにする予定である。旧 PORTAL を引き継いでいるため、新システム稼働時から約600の銘柄が取引できるのが、GS TRuE や OPUS-5 と異なる点である。

## IV 取引プラットフォームの評価と課題

投資銀行と取引所が相次いで取引プラットフォームを開設したことから、規則144A株式市場拡大への期待の高さが伺える。だが、投資銀行とナスダックが期待することはそれぞれ微妙に異なると考えられる。投資銀行は、規則144A株式の流動性を担保し、同時に

<sup>12</sup> ベア・スターンズのプレスリリースより。

<sup>13</sup> 同監視機能は、2007年第4四半期までに導入予定である。

投資家数を監視する機能を付帯することで、主に米国企業の私募株式引受の案件が増えることを期待していると考えられる。それに対してナスダックは、PORTAL をナスダック上場へのステップと位置付けた上で、流通市場の整備によってより多くの企業を PORTAL に引き寄せ、上場予備軍を充実させることを目論んでいるのではないだろうか。以上の仮説が正しければ、投資銀行による取引プラットフォーム同士は案件を巡って競合するが、彼らと PORTAL が競合することは少ないだろう。PORTAL が潜在的に競合すると考えられるのは、ニューヨーク証券取引所が PORTAL に類似した取引プラットフォームを開設するケースである。

投資銀行が運営する取引プラットフォームへの当初の新規登録企業としては、第一に、ヘッジファンドや PE ファームといった詳細な情報開示規制に服することを望まない業種の企業が想定される。GS TRuE に登録したオークツリーやアポロはその例である。ヘッジファンドや PE ファームは、永久資本の獲得やパートナー持分の現金化等のために IPO や私募株式発行・売出しのかたちでエクイティによる資金調達を活発化しており、彼らの多くは規則 144A 株式発行の予備軍となるだろう<sup>14</sup>。第二に、バイアウト・ファンドやベンチャー・キャピタルの投資先企業などが、規則 144A 株式市場を上場へのステップとして用いるケースが想定される。Best Markets<sup>TM</sup> に登録した JG ウェントワースはその例である。特に、過去数年、バイアウト・ファンドによる企業買収が活発に行われており、それらのファンドのポートフォリオ企業は、数年後に何らかの方法でエグジットすることが想定される。規則 144A 株式の取引プラットフォームへの登録は、エグジットの一つの選択肢となろう。

一方で、課題もある。最大の課題は、本当に取引プラットフォームの利用がなされ、取引が活発に行われるのかという点である。取引が活発化しなければ、プラットフォームの運営側には維持コストばかりがかさむ。また、流動性不足によって株価が大きくディスカウントされる市場であれば、発行体も敬遠するだろう。プラットフォームの運営者には、投資家にとって魅力的な銘柄を集め、流動性も最大限付与する努力をするなど、利用を促進する工夫が欠かせないだろう。加えて、株式市場の混乱時又はプラットフォーム登録企業に大きな負のイベントが生じた場合、元々、規則 144A 証券について取得できる情報は公開証券投資に比べて圧倒的に少ないため、公正な株価形成が行われず、もしくは、取引が成立せず混乱をきたすといった事態が生じる恐れがある。投資家は、そのような事態をある程度想定して自己責任で市場に参加するのであろうが、危険な市場と見なされれば、利用されなくなってしまうだろう。

<sup>14</sup> 米国の大手 PE ファームのブラックストーンの IPO に関して詳しくは、岩谷賢伸「上場を果たしたブラックストーン」『資本市場クォーターリー』2007年夏号参照。

## V わが国の現状

翻って、わが国の状況を見ると、最近まで適格機関投資家向けの私募株式市場は制度的に存在しなかった。わが国の証券取引法（現金融商品取引法）には、いわゆるプロ私募制度があり、適格機関投資家のみを勧誘対象に証券を発行し、その取得者から適格機関投資家以外の者に譲渡される恐れが少ない場合、募集には該当せず、発行体は情報開示を行う必要がないと規定されるが、2003年の証券取引法施行令改正前は、株券は適格機関投資家以外の者に譲渡される恐れが少ないとは認められず、プロ私募の対象とならなかったの

である。  
 だが、2002年に、わが国証券市場の改革促進策をまとめた金融審議会の報告書<sup>15</sup>の中に経済の活性化に資する情報開示規制整備の一環として、主に新興企業による資金調達円滑化の観点からプロ私募制度の見直しが盛り込まれ、2003年の法令改正に到った。その結果、株券に関しても、適格機関投資家以外の者への譲渡を行わないことを定めた譲渡契約の締結を要件に、プロ私募の対象とされるようになった（図表3）<sup>16</sup>。この時同時に、適格機関投資家の概念が拡大され、ベンチャー・キャピタルや中小企業等投資事業有限責任

図表3 日米のプロ投資家向け私募証券規制の比較

	日本	米国
プロ投資家向け私募証券の発行規制 (開示規制の免除)	<b>金融商品取引法のプロ私募制度</b> 適格機関投資家のみを勧誘対象に証券を発行し、その取得者から適格機関投資家以外の者に譲渡される恐れが少ない場合。	<b>レギュレーションD (1933年法規則501~508)</b> 自衛力認定投資家のみを勧誘対象に証券を発行する場合。
	<b>適格機関投資家</b> 有価証券に対する投資に係わる専門的知識及び経験を有する者 ・銀行、証券会社、保険会社等の金融機関 ・事業会社（有価証券投資残高10億円以上。届出制） ・投資事業有限責任組合 ・厚生年金基金 ・外国政府/金融機関 ・個人（有価証券投資残高10億円以上、かつ、口座開設後1年経過） など	<b>自衛力認定投資家 (Accredited Investors)</b> ・銀行、証券会社、保険会社、投資会社、年金プラン等 ・事業開発会社（business development company） ・慈善団体/教育機関（資産500万ドル超） ・発行体の取締役、役員等 ・個人（純資産100万ドル超。年収20万ドル超） など
私募証券の流通規制	私募株式に関しては、適格機関投資家以外の者への譲渡を行わないことを定めた譲渡契約の締結を要件に、プロ私募とされる。	<b>1933年法規則144A</b> QIBに対する私募証券の転売規制を免除
		<b>適格機関投資家 (QIB)</b> 有価証券投資残高1億ドル以上の機関投資家（保険会社、投資会社、年金プラン、銀行など）

(出所) 金融庁資料等より野村資本市場研究所作成

<sup>15</sup> 「証券市場の改革促進」（金融審議会第一部会報告：2002年12月16日）



組合等が新たに含まれた。さらに、2007 年 9 月末施行の金融商品取引法では、従来から適格機関投資家とされる事業会社について有価証券投資残高の基準が 100 億円から 10 億円に引き下げられるとともに、個人についても有価証券投資残高 10 億円などの要件を満たせば、届出により適格機関投資家となることができるようになった。以上の法令改正により、プロ私募は以前よりも容易になったと言える。

昨今、金融審議会などにおいて、わが国の金融・資本市場の厚みを増すという観点から、プロ投資家に限定した証券市場の創設が議論されている<sup>17</sup>。今後わが国のプロ投資家向け私募証券市場がどのように活用されていくべきかを考える上で、本稿で紹介した米国の状況は議論の参考となるだろう。

---

<sup>16</sup> また、この場合、私募株式の発行者は未公開企業でなければならない。

<sup>17</sup> 金融審議会金融分科会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」が 2007 年 6 月 13 日に公表した「中間論点整理（第一次）」を参照。