

アメリカの私募市場拡大について

清水 葉子

1 はじめに

二〇〇七年一二月に、金融審議会金融分科会第一部会報告「わが国金融・資本市場の競争力強化に向けて」が発表された。報告では、少子高齢化が進展する中で日本経済が今後も持続的に成長するためには、金融・資本市場の機能を拡充して家計部門の金融資産の投資機会を確保するとともに、企業等への成長資金の適切な供給が重要であるとして、次の提言を行った。(1) 取引所の取扱い商品の多様化(とりわけETFの多様化)、(2) プロに限定した取引の活発化、(3) 銀行・証券間のファイアーオール規制の見直し、(4) 課徴金制度の見直しの四点である。

本稿では、第一部会報告に盛り込まれた四点の提言のうち、プロに限定した取引の活発化、いわゆる「プロ向け市場構想」に関連して、アメリカの私募証券市場の現状について考察する。プロ向け市場構想は、参加を機関投資家などのプロ投資家に限定することで、情報開示コストを下げて発行企業の負担を減らし、市場活性化をはかろうとする構想で、ロンドンのAIMやアメリカのルール144Aに基づく私募市場などを参考にしたものとされる。

アメリカでは、ここ数年で私募証券の市場が急拡大しており、企業の資金調達との比重が主要取引所などの公開市場から私募の市場へと移りつつあるのではないかという議論が聞かれる。私募市場の拡大の理由は、サーベン

ス・オクスリー法など公開企業に厳しい規制が導入されたために、制約を嫌った企業が海外の市場や私募市場に流出したことだとされるが、それに加えて、プライベート・エクイティ・ファンドなど各種のファンドが潤沢な資金力を持つようになり、ファンドを相手にすれば公開市場に頼らなくても十分な資金調達の可能性が開かれるようになったことも無視できない要因であると考えられる。こうした私募市場の拡大・公開市場の地位低下の可能性について、アメリカではどのような議論が行われているのだろうか。

2 「プロ向け市場構想」の背景

日本で「プロ向け市場構想」が提言された背景は、おおむね以下のようなものである。一般投資家が参加する主要取引所等を中心とした公開市場では、情報開示などの厳格な投資家保護規制が設けられており今後もしっかり強化される方向であるが、これは発行会社にとっては重い負担となりかねない。とりわけ、海外企業や新興企業にとって、法定の情報開示コストの高さのせいでもわが国の証券市場が敬遠されることとなれば、日本の市場活力をそぐことになる。たとえば、海外企業の上場を誘致するにあたって、規制制度の違いや日本語での情報開示が大きな障害になることが従来から指摘されてきた。

そこで、情報収集・分析能力が高く自己責任の間えるプロ投資家に限定した自由度の高い効率的な市場を創設し、情報開示等の規制コストの低い市場をつくることで、日本の証券市場の活性化をはかる。海外企業・新興企業にとっては規制コストを低く抑えながら円滑な資金調達が可能となる。プロ投資家にとっても新たな運用先・収益機会を得ることができ、わが国金融資本市場の魅力が高まる。また、プロ投資家間の競争を通じて金融インベーション促進され、一般投資家もプロ投資家の専門的な運用能力発揮を通じて利益を享受することができる。

する。

「東京市場の国際的な地位低下懸念も、プロ向け市場整備の提言に影響を与えていると考えられる。たとえば、二〇〇七年九月に公表されたシティ・オブ・ロンドンの「国際金融センター指標 (The Global Financial Centres Index)」では、金融に関わる人材、ビジネス環境、市場アクセス、インフラ、競争力一般といった項目で評価した東京市場の評価は、一位ロンドン、二位ニューヨーク、三位香港、四位シンガポールといった市場に大きく遅れをとり、総合第一〇位にとどまった。外国企業の国内取引所上場数の減少も、日本の金融・証券市場の国際的な地位低下懸念に拍車をかけている。

3 アメリカでのプロ市場（私募市場）の急拡大

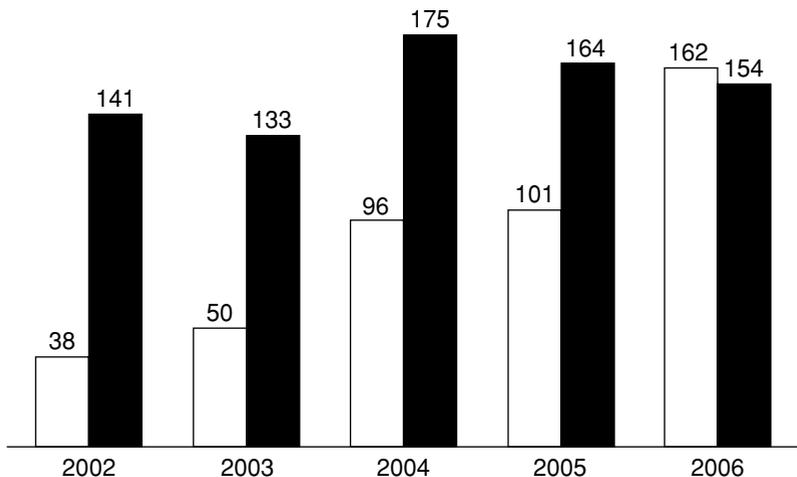
アメリカでは、周知のように一九三三年証券法に基づくSECルール144Aに基づいて、一定の条件を満たした証券について、プロ投資家のみに転売が制限されている場合は情報開示を大幅に緩和する制度が設けられている。

近年、ルール144Aに基づいた資金調達が急増しており、二〇〇六年に一・五兆ドルに達したことが報じられた。ルール144Aによる発行の八割以上は債券とされるが、株式だけに限っても、二〇〇六年には一六二〇万ドルにのぼり、二〇〇三年と比べて約三倍、二〇〇五年と比べても一・六倍に増加した。とりわけ、二〇〇六年には、ルール144Aに基づく証券発行が、主要市場（ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、ナスダックの合計）の公募増資およびIPOの合計である一五四〇万ドルを初めて上回ったことが大きな話題となった（図表1参照）。

私募発行の拡大は、発行市場だけにとどまらず、私募証券の流通市場プラットフォームの創設にもつながっている。私募で発行された証券の流動性は低いのが通例であるが、二〇〇七年には相次いで流通のためのプラットフォームが開設された。例えば、ゴールドマン・サックスによる「GTRUE」、ベア・スターンズによる「Best Markets」、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・メロンによる「OPUS5」などが代表的で、中心となる投資銀行が取引の窓口業務や開示情報の提供を行うなどして流動性を高めている。こうした新設プラットフォームで、ファンドなどが一〇〇億円近い資金調達を相次いで私募で行ったことが報道されて話題をよんだ。こうした動きをみて、ナスダックも、ルール144Aが施行された一九九〇年に開設した144A向け流通市場「Portal」の完全電子化をはかっている⁽¹⁾。

このような私募市場の拡大は、後でも見るように、公開市場から私募市場へと、資金調達の趨勢が移りつつあるのではないかという議論を巻き起こしている。

図表1 近年のルール144Aによる株式の発行



(単位) 10万ドル。左がルール144Aに基づく株式の発行、右がアメリカ主要市場での公募増資 (IPO含む) された株券の発行額。
(原資料) Thomson Financial

4 ルール144A

アメリカでは、証券を公募発行するにあたっては、一九三三年証券法により登録届出書と目論見書による情報開示が求められることに加えて、一九三四年証券取引所法により、流通市場を対象に登録書、年次報告書、四半期報告書、臨時報告書による継続開示が義務づけられている。実務上の重点は、発行開示より継続開示に移っている。

こうした情報開示規制は、発行企業にとって負担が重いため、一九八二年には統合開示制度 (integral disclosure) により、一定の条件を満たす発行会社は継続開示書類の組み込み・参照方式による開示の簡便化が、一九八三年の一括登録制度 (shelf registration) により、二年を限度に予定発行額の登録をすることで、発行などの情報開示の免除が、それぞれ負担軽減措置として認められている。

さらに、一九八二年に導入された「レギュレーションD」では、一定の条件を満たす証券発行などについて、機関投資家や資産規模の大きい個人などの自衛力認定投資家 (accredited investors) に募集を限定すれば、情報開示規制が緩和される措置がとられている。

また、私募証券については、一九七二年に導入されたルール144Aによって転売に関するセーフハーバーが設けられ、一定の転売制限期間・転売数量、許容される転売方法などの条件を満たしていれば、転売が可能となった (転売方法としては、勧誘を行わないブローカー取引あるいはマーケット・メーカーとの直接取引等の条件を守れば転売しても構わない)。

これに対して、一九九〇年に制定されたルール144Aでは、適格機関購入者 (QIB, Qualified Institutional Buyer) に該当する機関投資家のみ限定すれば、ルール144Aの制約なしに自由に私募証券を転売可能とされ

た。ルール144Aの対象となるためには、図表2のような条件を満たす必要がある。適格機関購入者（QIB）となる条件は、①一億ドル以上の証券投資を行う保険会社、投資会社、投資顧問業者等。②一〇〇〇万ドル以上の証券投資を行う登録ディーラー。③一億ドル以上の証券投資を行う投資グループに属する投資会社。④一億ドル以上の証券投資を行い、かつ純資産が二五〇〇万ドル以上の銀行、貯蓄貸付金融機関等、である。

ルール144Aに基づいて証券が発行される場合、発行者には直接の開示義務はないが、図表2のとおり、投資家の請求に基づいて情報開示を行う必要がある。また、証券保有者数が五〇〇人以上となれば、一九三四年法に基づきSEC登録が必要条件となる。

5 アメリカでの144A導入・拡大の背景

アメリカで一九九〇年代初頭にルール144Aが導入された目的として、①内外証券市場の機関化に対応して、機関投資家にとって使いやすい制度の構築に迫られた、②情報開示コストを下げることで、海外の発行企業を私募でアメリカ市場に誘引する、③公募発行が登録などに時間がかかるのに対して、私募市場を活性化することによって資金調達のスピードアップをはかる、④私募証券の流動性を上げることとで、公募との利回格差を縮小する、などを挙げることができる。

図表2 ルール144Aの条件

- (1) QIBのみへの販売・勧誘であること。
- (2) 売り主がルール144Aに基づいて証券法上の登録規制の適用を受けないということ、合理的な方法で買い主に告知すること。
- (3) 証券は取引所上場・店頭登録されておらず、かつ投資会社法上の登録を要するファンドのものでないこと。
- (4) 発行者が34年法上の開示義務を負わない場合には、証券保有者／購入予定者が、請求により一定の開示を受ける権利を持っていること（事業概要、直近3年の貸借対照表、損益計算書、留保利益計算書）

近年は、こうした事情に加えて、エンロン事件などを受けて導入されたサーベンス・オクスリー法による内部統制ルールにより、公開市場の法律対応コストが高くなっていることが指摘される。このため、私募によって、サーベンス・オクスリー法対応コスト・集団代表訴訟リスクなどを回避することのメリットが相対的に拡大している。

近年の事情としてもう一つあげることができるのは、プライベート・エクイティ・ファンドによる公開企業買収・上場廃止の動きである。報道によると、プライベート・エクイティ・ファンドによる買収にもなつて上場を廃止した中小企業は、二〇〇五年に三四%増加、二〇〇六年には七三%増加したとされる（The Banker, summer 2007）。また、アメリカでは二〇〇六年のIPO規模トップ一〇のうち七件が、公開前にルール144Aを利用した資金調達していたことも、ルール144Aによる資金調達の存在感の急拡大を印象づけた。

このようにファンドが多く資金を動かす環境が出来上がつて来たことが、公募によらない資金調達を後押ししていると考えられ、かつて機関投資家の資金力が取引所や証券市場規制のあり方を大きく変えたように、ファンドが私募市場の拡大を支えていると見る事ができる。

6 アメリカ市場の地位低下への懸念

以上のように、私募による資金調達の動きが拡大していることに対して、アメリカ市場の地位低下という観点から、懸念を表明するむきも現れた。たとえば、Glenn Hubbard（前ブッシュ経済諮問委員会委員長）らによる“Committee on Capital Markets Regulation”が、二〇〇六年十一月の中間レポートでアメリカ市場の地位低下を指摘している。

レポートによると、①米国証券取引所のIPO世界シェアは、五〇%（二〇〇〇年）から五%（二〇〇五年）に激減し、これにともなって、投資銀行の助言・引受手数料シェアも低下している。②一〇大先進国市場での資本調達にせめる米証券取引所シェアは、四一%（一九九五年）から二七・九%（二〇〇六年）に低下。③プライベート・エクイティ・ファンドによる上場企業買収で上場廃止となったのは、二〇〇〇億ドルにのぼる（二〇〇五年）。④二〇〇三年以降、プライベート・エクイティ・ファンドへの資金流入が投資信託を越える。

報告書では、こうした公開市場の地位低下と規模縮小の原因は、サーベンス・オクスリー法対応コストの高まりと、集団代表訴訟リスクであると述べている。

7 公開市場から私募市場へのシフト？

報告書の懸念とルール144A証券発行の急拡大をあわせてみると、アメリカの証券市場では、公開市場の地位が低下し、ルール144Aによる私募証券市場がそれに取って代わるかに見える。また、プライベート・エクイティ・ファンドなどを通じた透明性の低い資金の動きが拡大していることも指摘されている。こうした現象は、全体的な市場の透明性低下や、規制回避につながるのだろうか。

アメリカでの議論を見ると、私募市場での資金調達が公開市場を抜いて大きな存在になったことを重視して、公開市場から私募市場へのシフトが起きているとする指摘もある。こうした論者は、将来は、規制のゆるい機関投資家（プロ）向けと規制の厳しい個人向けに市場が二分割される可能性があるとし、規制のゆるいプロ向け市場は、各種ファンドの急成長によって投資家層も取引の厚みも拡大すると見ている。とりわけ、ルール144Aによる私募市場は、発行・流通市場ともに備えた「プロ市場」になりうると指摘する。各種のプライベート・エ

クイティ・ファンドによる買収で上場廃止が相次いでいることも、私募市場拡大の傍証と見ているようだ。

一方、これに対して、私募市場は昔からあり公募への段階に過ぎないとする意見もある。こうした考えによると、IPOの多くが、公開前にルール144A私募で資金調達していたのはその証左であり、新興ベンチャー企業にとっては、かつて「エンジェルからの資金調達→株式公開」という順序をたどっていたが、これが「エンジェル→適格機関購入者→株式公開」とワンステップ増えただけである、と指摘する。こうした立場からは、流通市場プラットフォームの開設は、私募証券の流通市場創設という構造的なできごとではなく、私募発行を手がける投資銀行が顧客サービスとして行っているに過ぎず、大げさに評価すべきではないとする立場だ。

8 おわりに

プライベート・エクイティ・ファンドの資金力が拡大するにつれて、証券市場の中に私募の領域が拡大しているのは事実である。こうした現象は、かつて、証券市場の新しいプレーヤーとして機関投資家が登場し、機関化の進行が証券取引所のあり方や証券市場規制に大きな影響を与えたように、今の時代の新しいプレーヤーであるファンドの存在に合うタイプの市場が形成されつつあると見て良いかどうかは、今後も観察を要する。

公開市場での投資家保護規制が強化されても、一定規模の資金調達の道が公開市場にしかないのであれば、公開市場の地位が低下することはありえない。しかし、ファンドの資金力の拡大によって、公開市場を通じなくてもかなりの資金調達が可能となれば、公開市場から私募市場へのシフトが起こりうる。「プロ向け市場」のプレーヤーは、伝統的な機関投資家だけでなく、ファンドも中心になることを想定する必要があるだろう。

注

(1)

ルール144A証券の流通プラットフォーム開設の動きについては、岩谷賢伸「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」『資本市場クォーターリー』二〇〇七年秋号、参照。

(しみず ようこ・客員研究員)