

# ルール 144A に基づく米国向け株式募集

## ～日本企業のための基礎知識～

トン・ユース\*

近年、高度に発展し、流動性と日本株に対する投資家の関心が高い米国の資本市場での株式の募集・売出を行う日本企業が数を増している。

一般的に日本企業が米国投資家向けに株式の募集・売出を行う場合、登録が義務づけられる公募か、適格機関投資家「Qualified Institutional Buyer (QIB)」向けの私募（いわゆる「ルール 144A 募集」）によるいずれかを選択できる。近年の事例を見ると、多くの日本企業は、株式の国内外同時募集「global offering」を行う際、募集の一部にルール144Aに基づいて行われる米国向けの募集を盛り込んでいる。たとえば、2003年日本企業による株式公開の上位2件（NEC エレクトロニクス株式会社、セイコーエプソン株式会社）には、いずれもルール144A に基づく米国での募集が行われた。

本稿では、ルール 144A による株式募集の制度の概要に加え、日本企業がルール 144A 募集を行う際に考慮すべき点をいくつか述べる。

### I ルール 144A 募集の仕組み

米国で証券の募集・売出を行うには（日本企業が発行する証券を含む）、原則として米国1933年証券法（以下「証券法」という）に基づく登録が必要である。登録するには発行会社は目論見書を含む登録届出書を米国証券取引委員会（以下「SEC」という）に提出し、SEC から当該登録届出書に関する効力発生の宣告を受けることが必要である。SEC の担当者は、登録届出書の効力発生の宣告する前に登録届出書を審査し、情報開示の不備な点等を指摘する。審査官は、非会計情報の各種開示項目のほか、登録届出書に含まれる財務諸表にも注目する。ここでいう財務諸表は、米国で一般に公正妥当と認められる企業会計の基準（以下「米国会計基準（US GAAP）」という）に基づき作成され

ているもの、あるいは、日本会計基準で作成されている財務諸表の場合は、米国会計基準との調整が成されているものを指す。SEC の審査手続は、長期化することや発行会社にとって大きな負担になることも少なくない。

証券法の登録義務の適用除外「exemption」として一般的に利用されているのは、SECが証券法に基づき制定したセーフ・ハーバー（safe harbor）<sup>1</sup>、ルール 144A である。ルール 144A に基づく募集では、発行会社がまず、私募免除を規定する証券法4条(2)号に基づき、1社または数社の証券会社（これらは「一次取得者（initial purchaser(s))」という）に株式を売り付ける。

4条(2)号では、「公募を伴わない発行者による取引」は登録を要しないと定めている。一般に、発行会社が数名の一次取得者に対して証券を売り付けることは、公募を含まないと解される。これらの一次取得者はその後、ある程度多数の適格機関投資家に株式を転売することができる。ルール 144A が適用されれば、かかる一次取得者が適格機関投資家へ転売する際、登録は免除される。

### —も く じ—

- I ルール 144A 募集の仕組み
- II 適格機関投資家
- III 証券の非同一种類要件
- IV ルール 144A 募集の開示義務
- V 引受業務
- VI 日本国内とヨーロッパ・アジアにおける同時募集
- VII ルール 144A 募集に課される広報制限
- VIII ルール 144A 募集における決済と上場
- IX ルール12g3-2(b)に基づく継続的な「情報提供」
- X ルール 144A 募集に伴う潜在的責任
- XI 実務的な考慮事項

\*Tong Yu, ニューヨーク州弁護士（Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP）

## II 適格機関投資家

ルール 144A 募集は、適格機関投資家への売出に限定される。一般に、適格機関投資家とは、自己の資金または他の適格機関投資家から一任された資金を集め、総額1億米ドル（証券ディーラーの場合は1千万米ドル）以上、非関連会社の証券（米国政府が発行するまたは保証する証券を含む）に投資し、裁量で運用している機関（保険会社、投資会社、年金基金、従業員福利厚生プランなど）と定義される。適格機関投資家の定義には、米国の銀行、貯蓄・融資組合「savings and loan associations」、ブローカー・ディーラーも含まれる。

## III 証券の非同一种類要件

ルール 144A を適用するにあたって、その対象となる証券は、米国の証券取引所または店頭市場の自動気配表示システム「US automated inter-dealer quotation system」に上場している証券と同一種類（fungible）であってはならない。米国で株式公開または初めて募集を行う日本企業にとっては、この非同一种類要件は、ルール 144A 募集の際問題となることはほとんどない。

しかし、すでにニューヨーク証券取引所（以下「NYSE」という）または米店頭自動気配通報システム（以下「Nasdaq」という）に上場している日本企業の場合は、この非同一种類要件により、ルール 144A の適用が限定される場合がある。たとえば、上場・店頭公開証券に転換しうる権利の付された証券（転換社債等）の募集については、すでに上場している転換対象株式と同一種類とみなされないためには、10パーセント以上の転換プレミアムが付されていないなければならない。

すでに NYSE または Nasdaq に上場している日本企業は、その後新規に発行する普通株式の募集において、ルール 144A を利用することができない。この場合、米国で行う新規発行株の募集は、いわゆる「4条（1 1/2）」とよばれる私募で行うことができる。大株主がすでに発行済みの株式を売り出す時は、場合によってはルール 144A を適用することができる。

## IV ルール 144A 募集の開示義務

ルール 144A 募集は、SEC に登録される公募と一見さほど変わらないようにも見える場合

が多いが、登録の手續等にかかわるデメリットは伴わない。ルール 144A 募集の目論見書の様式と開示内容は、公募に使われる目論見書と良く似ている。しかし、開示レベルが似ているにもかかわらず、ルール 144A 募集では、SEC の担当者による登録届出書の審査がない分、発行会社は募集のタイミングをコントロールしやすくなる。

また、ルール 144A 募集の目論見書は、SEC の審査を受けないため、公募の際 SEC の規則で義務づけられる開示情報でも、投資家にとって重要でないと当事者が判断したものは、ある程度省略できる。また、財務諸表が日本会計基準で作成されている場合でも、米国会計基準との調整を必要としない。

## V 引受業務

発行会社は、引受契約「underwriting agreement（SEC に登録する公募の場合に締結されるもの）」の代わりに、一次取得者と買付契約「purchase agreement」を交わすこととなるが、一般的にこの買付契約は、公募の引受契約と共通点が多くある。公募の場合と同じように、一次取得者は、買付契約の締結をもって、契約の条件に従い、募集対象株式の買付を約束することとなる。

## VI 日本国内とヨーロッパ・アジアにおける同時募集

多くの日本企業は、144A 募集と同時に、日本国内募集ならびにヨーロッパ・アジアの機関投資家を対象とした募集を行う。米国の証券法では、日本、ヨーロッパおよびアジアでの募集は、一般に「オフショア取引（offshore transactions）」に該当する。オフショア（米国外）で行われる証券の募集・売出について、証券法上の登録義務を免除するセーフ・ハーバー・ルール、レギュレーション S がある。レギュレーション S とはいわゆる non-exclusive なセーフ・ハーバー・ルールであり、他の免除規定と同時に適用することが可能である。

多くの日本企業の場合は、その株式に対する「米国市場の実質的な関心」（substantial U.S. market interest）は存在していないと思われる。したがって、日本企業がオフショア取引を行う場合、米国に向けて「直接販売活動」（directed selling efforts）を行わないかぎり、オフショ

ア取引に関する同セーフ・ハーバー・ルールの適用要件を満たせる。「直接販売活動」とは、募集証券を対象に、米国市場での販売促進を目的とする活動「conditioning the market」、またはそのような効果が生じると合理的に予想できる活動をいう。募集期間中、およびその後のレギュレーションSに規定されている制限期間における米国向けの直接販売活動は禁止されている。

禁止される直接販売活動の範囲について、SECの見解は、証券法登録義務が免除されている証券募集に関連して米国内で行われる合法的な販売活動（たとえば、ルール144A募集に関連する販売活動）は、同時に行われているレギュレーションSに基づく米国外募集・売出の観点から、直接販売活動に該当しないということである。

#### Ⅶ ルール144A募集に課される広報制限

募集が適格機関投資家のみ限定されるためには、発行会社、一次取得者ならびにそれらの関連会社・代理人はいずれも、米国において「一般向け勧誘または広告」の形で当該証券の募集・売出を行ってはならない。

どのような行為が一般向け勧誘または広告に該当するかは、具体的事実に基づく総合的判断が必要であるが、ある一定の状況の有無がその大事な判断材料となる。発行会社またはその関連会社・代理人が、勧誘先の米国投資家と以前からのビジネス関係をもっている場合、その勧誘行為は米国における「一般向け勧誘」に該当しないとみなされる可能性がある。また、適格機関投資家のみが招待され出席が認められる「ロードショー」や説明会は、米国内における一般向け勧誘または広告に該当しないとされている。

発行会社、一次取得者またはそれらの関連会社・代理人が米国内で一般向け勧誘を行った場合、当該募集についてはルール144Aが適用されなくなり、その結果当事者はルール144A募集を進めることが不可能となる。また、広報制限の違反により、SECが、発行会社ないしその取締役または役員に対し、民事もしくは刑事訴訟を提起する場合もある。

これらの理由により、ルール144A募集および発行会社に関する広報活動には最善の注意をはらう必要があり、当該証券について米国市場において「conditioning the market」効果が生じうる、または一般向け勧誘・広告とみなされ

うる広報活動については、事前に米国法弁護士にその内容の検討を依頼すべきである。

従来、ルール144A募集期間中の記者会見については、米国の報道機関による取材を認めると「一般向け勧誘・広告」に該当する恐れがあったため、米国の報道機関による取材は一般的に制限されてきた。そこで、SECは1997年10月に新たにセーフ・ハーバー・ルールを設け、米国の報道機関の取材に対する制限を緩和させるためにオフショア（米国外）での記者会見への参加やオフショアで配られる資料等へのアクセスを許可した。

このセーフ・ハーバー・ルールにより、発行会社は、報道機関等（米国の報道機関を含む）を招いて記者会見を行うことができる。ただし、これらの報道機関向け発表活動は米国外で行う必要があり、出席する記者への配付資料も物理的に米国外で渡す必要がある。日本企業が国内外同時募集に際し、米国報道機関をも含む記者会見と発表資料（プレスリリース等）の配布を行う場合、一般的にこのセーフ・ハーバー・ルールに従って実施されている。

#### Ⅷ ルール144A募集における決済と上場

日本企業が普通株式の募集・売出を行う場合、ルール144A募集と日本国内募集を同時に行うことが多い。この場合のオフリングの決済は、オフリング後ルール144A募集で普通株式を取得した適格投資機関も、国内募集で取得した投資家と同じように、取得した株式の転売を東京証券取引所でできるようになされる。一般的に、ルール144Aと日本国内の同時募集の場合は、証券保管振替機構（JASDEC）を通じて株式の受け渡しを行う。

ルール144A募集を行った場合、NYSEまたはNasdaqへの上場申請は行えない。これらの取引所への上場は、登録届出書をSECに提出し、それに関してSECから効力発生 of 宣告を受ける必要がある。したがって、一般的に、当該株式は東京証券取引所のみを上場され、適格機関投資家による転売も同取引所で行われることとなる。

ルール144Aで優先株式の募集を行う場合、当該優先株式と同一種類の証券が日本国内で上場および店頭登録されておらず、かつ当該優先株式に関する流通市場「secondary market」が日本国内にほとんど存在しないと予想される

場合は、Nasdaq の「Portal Market」とよばれる市場への登録が可能となることが一般的である。Portal Market は、ルール 144A 適用対象証券の secondary market での取引を促進するよう設置されたコンピュータースクリーン上で行う電子通信取引システムである。

Portal Market の利用は適格投資機関のみに限定され、システム外部への転売は、厳格に管理されており、「適格取引 (qualified exit transactions)」にかぎられる。この場合の証券は、米国の証券保管振替機構である Depository Trust Company (DTC) の口座振替制度を利用して決済「book-entry settlement system」を行うことが一般的である。

### IX ルール 12g3-2(b)に基づく継続的な「情報提供」

証券法上の登録免除規定に基づく株式の募集が行われたとしても、発行会社の株式の保有者が500名以上になり、かつ発行会社の資産が500万米ドルを超えている場合、米国の1934年証券取引所法（以下「取引所法」という）の規定により、その種類の証券について SEC への登録義務が発生し、その後取引所法に基づく継続的な情報開示が義務づけられる。

このような登録・開示義務を回避するために、日本企業の場合はルール 144A 募集と同時に、ルール 12g3-2(b)に基づく登録・開示義務の適用除外、いわゆる「情報提供exemption」を得る申請をするのが一般的である。かかるルール 12g3-2(b)の適用が認められた場合、発行会社は、当該ルールに基づき、取引所法で求められる定期報告書の代わりに、日本の法律で提出が義務づけられている報告書を SEC に提供する。

ルール 12g3-2(b)による適用除外を受けるためには、発行会社は、直近会計年度の期首以来に開示してきた下記の情報を SEC に提供しなければならない：

- ・日本の法律に基づき公開した、または公開が義務づけられている情報
- ・上場取引所に対して提出した、または提出が義務づけられている情報のうち、当該取引所が公開したもの
- ・証券の保有者に配布した、または配布が義務づけられている情報

また、発行会社は、上記情報を明記したリストと、合理的に入手できるかぎりにおいて、各

種の証券につき米国居住者たる保有者の人数およびその持分比率を明記したリストを、SEC に提供しなければならない。

### X ルール 144A 募集に伴う潜在的責任

前述の4条(2)号やルール 144A などの登録免除規定は、米国の証券法における発行会社の責任まで免除するものではない。

証券法の12条(a)(2)では、書面または口頭で証券の募集・売出を行う者は、当該書面または口頭の発言の内容に重大な不実表示が含まれていた場合、または「表示を行った時点の状況に照らし、誤解を招かないために必要な」重要事実の表示を怠った場合に、証券の取得者に対して損害賠償の責任を負うと定めている。12条(a)(2)は、証券法に基づく登録がなされたかを問わず、株式の募集・売出に関連する書面および口頭の発言に適用される。

証券法の17条は、証券法に基づく登録がなされたかを問わず、証券の募集・売出に関連する詐欺または欺罔行為を違法としている。一般的に裁判所は17条(a)に基づく私的訴権を認めてこなかった。そのため、17条(a)は SEC または米司法省によって執行されてきた。

SEC は、取引所法の10条(b)およびルール 10b-5 において、証券取引に関連する開示義務の違反について、民事、刑事および行政手続による救済手段を定めている。また、判例では、10条(b)とルール 10b-5 の違反について、証券の売買者に損害賠償を請求する権利を認めてきた（いわゆる「implied right to recover damages」）。

ルール 10b-5 では、いかなる者も、証券の買付または売付に関して、以下の行為を行うことは違法であると定めている：

- ・詐欺を行うための策略、計略または技巧を用いること
- ・重要事実について不実な記載を行うこと、または記載時点の状況に照らし、誤解を招かないために必要な重要事実の記載を怠ること
- ・いずれかの者に対して詐欺もしくは欺罔となる、またはなりうる行為、慣行または業務を行うこと

米国各州の証券法も、前述の連邦証券法の規定に似た詐欺防止規定を定めている。したがって州の証券監督当局と投資家は、州法に基づき詐欺的行為（たとえば、開示に重大な不実表示

が含まれていた場合等) について発行会社を提訴することができる。

### XI 実務的な考慮事項

実際には、株価が急落するとしばしばクラス・アクション訴訟の標的となる米国発行会社と違い、これまで日本企業は米国でのクラス・アクション訴訟で訴えられたことはほとんどなく、また、まれにしか SEC の制裁措置を受けていない。これは、決して日本企業が米国市場をアクセスする際、行うべき手続が米国企業と異なってもよい、または開示情報の正確性・完全性の基準を下げてよいということではない。むしろ、米国市場に参入するか否かを検討する際考慮する要因のなかで、証券法上の潜在的責任に対する懸念をその決定的要因とすべきものではないという見解を支持するものである。

もう一つ考慮すべき点は、機関投資家により提起される訴訟は、一般の投資家による訴訟より少ない傾向にあることである。また、ルール 144A 募集でしか証券の募集を行っていない非米国企業に対しての、SEC による制裁措置の発動回数は比較的少ない傾向にある。ただし、これはあくまでも一般的な傾向で、著しく不正、あるいは不法な行為を行った企業に関してまでいえるものではない。たとえば、SEC は、2003年12月に、証券法17条(a)に違反したとして、米国でルール 144A 募集でしか証券を募

集したことのないイタリアの企業 Parmalat Finanziaria S.p.A. を起訴した。

日本企業にとっては、SEC の審査を要しないルール 144A 募集を利用することにより、米国での募集のタイミングをよりコントロールできる。米国会計基準の財務諸表の作成あるいは日本会計基準で作成されている財務諸表を米国会計基準に調整することができない会社にとっては、ルール 144A 募集は、米国市場での資金調達を可能にする手段の一つである。

米国投資家が要求する開示レベルおよび不十分な情報開示から発生しうる責任に鑑み、日本企業は、ルール 144A 募集を実施するにあたって、米国法弁護士、証券会社、会計士等のアドバイザーとともに、目論見書等の書類の作成やルール 144A 募集の手続の確認(広報制限など)を慎重に行うべきである。ルール 144A 募集は、プロセスとして負担が大きいとも思われるが、経験あるアドバイザーと法律顧問のサポートがあれば、日本企業にとっては比較的利用しやすく、多くの利点を有する募集方法でもある。

#### 〔注〕

- 1 セーフ・ハーバー・ルールとは、当該ルールに従っていれば原則として規制の対象とされない規程である。
- 2 2004年3月現在、NYSE に上場している日本企業は19社、Nasdaq の National Market または SmallCap Market に上場している日本企業は13社ある。

#### <表> 公募 (SEC 登録) とルール 144A 募集との比較

以下の表は、SEC 登録が必要とされる公募とルール 144A 募集との主要な相違点を比較している：

	公募 (SEC 登録)	ルール 144A 募集
発行開示基準	発行会社は、SEC が定める形式的要件に従い、様式 F-1 による登録届出書を作成しなければならない。これらの要件についての免除を求めたい場合 (5 年分の要約財務情報の開示を義務づける規定など) は、SEC との相談が必要。	目論見書には、米国の証券法に定められている詳細な要件は適用されない。目論見書の内容は、公募の場合とほぼ同じである。目論見書の様式は公募の際 SEC に定められる様式にどの程度則って作成されるかは、詐欺防止、市場慣習およびマーケティング要因等を考慮して決められる。
財務諸表	米国会計基準 (US GAAP) に基づく財務諸表を作成するか、日本会計基準に基づく財務諸表を作成し米国会計基準との調整 (reconciliation) を行う。	日本会計基準に基づく財務諸表のみ作成すれば可能。
添付資料	重要契約をすべて SEC に提出・公開しなければならない。これらの契約に含まれる条項のうち、公開できないものについては、個別に機密扱いを請求しなければならない。	契約書類を提出・公開する必要はない。

	公募 (SEC 登録)	ルール 144A 募集
募集のタイミング	登録届出書の完成ドラフトを SEC が審査する。募集・売出は SEC の審査が完了したあとに開始できる。	募集は、発行会社、一次取得者およびそれらのアドバイザーが目論見書の作成を完了し、デュー・デiligenceも完了した段階で開始できる。
対象とされる米国投資家	米国の個人投資家を含む、あらゆる投資家向けに株式の募集・売出を行える。当該株式の市場は大幅に広がる。	米国の適格機関投資家向けのみ株式の募集を行える。
募集行為に関する制限	目論見書を含む登録届出書を SEC に提出・公開後、当該目論見書を用いて一般投資家に対して証券の募集・売出を行える。ただし、提出前の「勧誘」は行ってはならない。	発行会社、一次取得者およびそれらの関連会社・代理人は、募集の際、「一般向け勧誘・広告」を行ってはならない。
米国における流通	証券は自由に売買できる。NYSE または Nasdaq への上場により、米国市場における発行会社の知名度と取引高が向上される。	米国では、証券の売買は適格機関投資家間にかぎられる。
上場	募集の際、NYSE または Nasdaq への株式上場を行える。これにより、会社のイメージが向上し、募集価格の設定が有利になる可能性も。	米国の取引所への上場はできない。
募集後の継続開示義務	発行会社には、様式 20-F に基づく年次報告書および様式 6-K に基づく臨時報告書の提出義務が課される。	発行会社は、ルール 12g3-2(b)に基づき、日本で開示した情報について、開示後または開示義務発生後すみやかに、当該情報を SEC に提供しなければならない。さらに、会計年度の終了後には、前会計期について、一般投資家、上場取引所および株主に対する情報開示義務に生じた変更を反映した開示義務リストを SEC に提供しなければならない。
現実的に発生しうる民事責任	公募により、発行会社は証券クラスアクション訴訟に関連するあらゆる潜在的な責任にさらされる。発行会社は、募集以降に提出される様式 20-F 年次報告書の内容につき、取引所法18条に定める責任を負う。なお、様式 6-K による臨時報告書については、「提出された」(filed) とみなされないため、18条の責任を負わない。	機関投資家により提起される民事訴訟の数は一般投資家による訴訟より少ない傾向にある。12g3-2(b)に基づき提供される書類は、「提出された」(filed) とみなされないため、発行会社はかかる書類の内容につき18条の責任を負わない。
デュー・デiligence	目論見書において開示または省略された情報の正確性を確保するために、必要とされるデュー・デiligenceの水準は、SEC 登録される公募でもルール 144A 募集でも変わらない。	
アナリストによる分析	NYSE または Nasdaq 上場企業の場合、米国の証券アナリストに取り上げられる機会が増加しうる。有利なリサーチ・レポートは株価に有利に働く場合もあるが、不利なレポートは逆の効果を与えることも。	米国の証券アナリストに取り上げられることは比較的少ない。
企業改革法 (サーベンス・オクスリー法) の適用の有無	企業改革法の規定は、日本企業への適用が認められるものについては適用される (認証義務、監査委員会に関する要件、社内ローンに関する制限など)。	企業改革法の規定は発行会社に適用されない。