

JSRI Discussion Paper Series

No.2021-01

米国における私募市場へのアクセス改善① 登録除外等取引の見直し

主席研究員 若園 智明

March 2021

1. はじめに

第 45 代合衆国大統領（2017 年 1 月から 2021 年 1 月）を務めた Donald Trump の時代を資本市場の面から評価すると、大統領の個人的な信条ではなく、伝統的な共和党の方針に従った施政であったと言えよう。この 4 年間の米国資本市場を振り返ると、COVID-19 が蔓延する前までは Unicorn（時価総額が 10 億ドルを超える未公開企業）と呼ばれる新興の企業群の登場が注目されていた。これら Unicorn を象徴として、いわゆる私募による調達増加を特徴の 1 つとして挙げるができる（佐賀 [2019]、若園 [2019]）。

この時代の金融規制に関する行政は、Donald Trump が大統領就任直後から発令した複数の行政命令を基礎として考えるべきであろう（図表 1）（注 1）。これらの行政命令の中でも大統領令 13772 は米証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission、SEC) のような独立規制行政庁 (Independent Regulatory Agency) も対象に含まれている。特に同命令が記すコア・プリンシプルの内、「6. 規制を効率的、効果的かつ適切に調整されたものにする。」および「7. 連邦金融監督機関の公的な説明責任を取り戻し、連邦金融規制のフレームワークを統合的なものにする。」は、本稿が考察の対象とする SEC の規制活動を考える上でも重要である（注 2）。

図表1 Donald Trump大統領が就任直後に発令した行政命令

1. 大統領令 (Executive Order)

番号	発布	タイトル
13771	2017年1月30日	Reducing Regulation and Controlling Regulatory Costs
13772	2017年2月3日	Core Principles for Regulating the United States Financial System
13777	2017年2月24日	Enforcing the Regulatory Agenda

2. 大統領覚書 (Presidential Memorandum)

	発布	タイトル
	2017年4月21日	Presidential Memorandum for the Secretary of the Treasury (Subject: Financial Stability Oversight Council)
	2017年4月21日	Presidential Memorandum for the Secretary of the Treasury (Subject: Orderly Liquidation Authority)

本稿は、2020 年 11 月 2 日に SEC が公開した最終規則 (Final Rule) を中心として、募集時の登録除外等を伴う取引に関する規制の改革をまとめる。特に、ミニ IPO (Initial Public Offering) とも呼ばれる Regulation A (Reg. A) およびインターネットを経由した少額募集である Regulation Crowdfunding (Reg. CF) を中心に議論を進める。同年の 8 月 26 日には自衛力認定投資家 (Accredited Investor) (いわゆるプロ投資家) の定義を見直す最終規則も公開されており、これらを合わせて私募市場のアクセスは総合的な見直しが行われたと言えよう。

ただし、2021 年 1 月に発足した Joe Biden 政権下 (および連邦議会両院で民主党が多数

政党)では、このような共和党的な規制の見直しは更なる修正もしくは実行されない可能性もある(注3)。

- 1) これら行政命令の内、大統領令 13771 は IRA を除く連邦行政機関の長に対して、規制のコスト管理および総コストの低減を命じている。このような考えは、連邦議会下院を通過(のちに廃案)した **Financial CHOICE** 法案などにおいても共有されており、IRA を含めた連邦機関に対して規制のコスト・ベネフィット分析を含めた規制コストの管理を要求していたことで注目された。また、大統領令 13772 は 7 つのコア・プリンシプルを掲げ、このコア・プリンシプルに照らして既存の法律・規制・ガイダンス等を見直し、その結果を大統領に報告することを **FSOC (Financial Stability Oversight Council, Dodd Frank 法** によって制定) の議長職(財務長官)に命じている。後述する財務省レポートは、この大統領令 13772 に応じて公開されている。より詳細には若園 [2018] を参照願いたい。
- 2) 前 SEC 委員長の Jay Clayton (2017 年 5 月 4 日から 2020 年 12 月 23 日) の考えは、ペンシルバニア大学における講演「**Modernizing our Regulatory Framework; Focus on Authority, Expertise and Long-Term Investor Interests**」(2019 年 11 月 14 日) が解りやすい。
- 3) 例えば、2021 年 1 月 12 日の WSJ 紙「**Biden is expected to name Gary Gensler for SEC chairman**」では、CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission) 元委員長の Gary Gensler が SEC 委員長に就任した場合、本稿がまとめる Jay Clayton 前委員長の下で進められた SEC 登録を経ずに未公開企業が資本等を調達し易くする規制改革を全面的に見直す可能性が指摘されている。

2. 改正前の制度の全体像

SEC の改正を見る前に、本節では今回の改正以前の制度の全体像の把握を試みる。

2-1 利用状況

登録除外等の取引はデータソースが限定されたおり、その利用について外部から観察することは容易ではない。そのため本節では、2020 年 3 月 4 日に公開された提案規則 (Proposed Rule) を中心として、SEC が公表したデータを元に個々の規制の利用状況を見てみよう。

提案規則によると、2019 年に米国で調達された資本等は総額で約 3 兆 9,000 億ドルであり、その内、公募(募集時に登録届出書を SEC に登録、後述)で調達された資本および資金は約 1 兆 2,000 億ドル(30.8%)、いわゆる私募では 2 兆 7,000 億ドルが調達されている。つまり総調達金額の約 70%が後述する SEC への登録除外もしくは簡易登録の規制を利用した取引によって調達されている。私募調達の内訳を図表 2 で示した。

図表2 2019年の私募調達の内訳

	調達金額	平均
Rule 506(b) (Reg.D)	1兆4,920億ドル	2,650万ドル
Rule 506(c) (Reg.D)	660億ドル	1,700万ドル
Reg.A Tier1	4,400万ドル	－
Reg.A Tier2	9億9,800万ドル	－
Rule 504 (Reg.D)	2億2,800万ドル	60万ドル
Reg. Crowdfunding	6,200万ドル	－
Others	1兆1,670万ドル	－

(注) Reg.D合計で1兆5,600億ドル (Reg.Dの平均で2,540万ドル)。

(出所) SEC提案規則の9頁。

図表 2 から明らかなように、総額および平均金額ともに **Regulation D (Reg. D)** の **Rule506(b)**を利用した調達が突出している (注 4)。2009 年から 2017 年の登録除外取引を分析した **Bauguess et al. [2018]**によると、**Reg. D**による調達件数の **65.5%**が **Equity** であり、以下 **Pooled Investment Fund Interests (26.4%)**、**Debt (13.0%)** と続く (詳細は佐賀 [2019]・若園 [2019]を参照願いたい。) 後述するように、**Rule506(b)**は投資家が主に自衛力認定投資家に限定されるものの、募集時の金額に制限はなく、また **SEC** に提出される **Form D** が要求する情報開示は極めて簡便であり、公募時に求められる登録届出書とは比較にならない (低コストでの募集が可能)。

対して、今回の **SEC** の規制改正の対象となった **Reg. A** は、2019 年で約 10 億 4,000 万ドルの調達額に留まる。**SEC** によれば、2015 年 6 月から 2019 年 12 月末までの期間の通算で、**Reg. A** による調達は合計で 24 億 5,000 万ドル (183 件) であり、うち **Tier2** による調達が 22 億ドル (90.6%)、**Tier1** による調達が 2 億 3,000 万ドル (9.4%) であった (注 5)。同様に **Reg. CF** は 2019 年で僅か 6,200 万ドルの調達にすぎず、2016 年 5 月から 2019 年 12 月末の期間を通じて調達されたのは合計で 1 億 7,000 万ドル (795 件、平均で 21 万ドル) であった (注 6)。(ただし、後述するように州内で完結する調達は含まれていないと思われる。)

2020 年 3 月に公表された **SEC** スタッフ・レポートでは、2015 年 6 月 19 日から 2019 年 12 月 31 日にまでに **Reg. A** を通じた調達された金額を図表 3 のように報告している (注 7)。

図表3 Reg. Aを通じた資本調達（SECへの報告ベース）

	Tier 1	Tier 2	合計
調達総額	2億3,040万ドル	22億1,600万ドル	24億4,600万ドル
発行体数	39	144	183
平均金額	590万ドル	1,540万ドル	1,340万ドル
（中央値金額）	（410万ドル）	（550万ドル）	-

（出所） Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis。

当該スタッフ・レポートは、発行体の属性も掲載している（図表4）。同期間でReg. Aを通じて資本等を調達していた発行体は、スタートアップ段階の企業であることが確認できる。Reg. AやReg. CFを通じた資本等の調達額を見ると、スタートアップ段階の企業がベンチャー・キャピタル（VC）等から資本を調達する際のSeedステージからSeries Aステージに該当する（注8）。佐賀 [2019] や若園 [2019] では、米国内でいわゆる私募での調達が増えていることが報告されている。しかしながら起業時の資金調達ルート进行调查したKauffman Foundation [2019])を見ると、創業時の資金の64.4%が創業者等の貯蓄、16.5%が銀行等からのビジネスローンの借り入れであり、VCからの資本等の調達は僅か0.5%過ぎない。同調査によると、90%から95%の起業家が外部資金を欲しているのに対して、少なくとも83%が外部機関からの調達が出来なかった。つまり、創業時およびスタートアップ段階の企業の資本等の調達ニーズは必ずしも満たされているわけではないことがわかる。

後述するように、今回のSECの改正には少額募集に関する規制の調達上限金額の増額や投資家要件の見直しが含まれている。SEC改正の目的の1つが、未公開企業の資本等の調達ルートの整備（多様化）にあると言えよう。

図表4 Reg. Aを利用した発行体の特徴等

	平均	中央値
総資産額	3,258,270ドル	311,500ドル
従業員数	38.9	2.5
設立からの年数	6.6	3
収入 (Revenue)	2,642,800ドル	0
(0以上の比率、%)	0.47	-
純所得 (Net Income)	▲490,100ドル	▲14,000ドル
(0以上の比率、%)	0.21	-
現金・現金相当	1,842,700ドル	31,200ドル
不動産等 (注)	4,677,200ドル	0
長期負債額	5,728,900ドル	0
事前の需要調査を実施 (%)	27%	-
勧誘を行った州の数	38	51
Equityによる募集 (%)	93%	-

(注) Property, Plants and equipment

(出所) Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis。

- 4) SEC に提出された Form の数で比較すると、2020 年で Reg. D (Form D) は 28,127 件、Reg. A (Form 1-A) は 255 件、Reg. CF (Form C) は 1,165 件であった。2019 年は 27,508 件、204 件、715 件、2018 年は 27,266 件、144 件、763 件であった。(これらがすべて調達に成功したわけではない。)
- 5) 「Report to the Commission, Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis」(2020 年 3 月 4 日) に記載されている SEC に報告された調達金額。
- 6) 「Report to the Commission: Regulation Crowdfunding」(2019 年 6 月)。
- 7) このスタッフ・レポートは、報告ベースの他にスタッフが適格と認めた取引や SEC に登録された取引等において Reg. A の取引状況を報告している。いずれも、2016 年から 2019 年にかけて増加傾向にあるが、調達された金額自体は大きくはない。
- 8) VC 等が提供する投資ラウンドは、Angel、(Pre-Seed)、Seed、Early、Series A、Series B とステージが進むにつれ調達金額が増加する。かつては Series C を経た企業は国法証券取引所に上場すると言われていた。最近では Robinhood 社 (ネット証券・Fintech 業) のように、Series F で 2 億 8,000 万ドルを調達 (2020 年 5 月) するような Unicorn も登場している。ちなみに Pitch Book 社の Venture Monitor 等を参照すると、Seed ステージでの調達額は平均で 100 万ドル前後、Series A ステージでは数百万ドルが多いようである。

2-2 登録除外等が適用される取引の全体像

33年証券法の Sec.5「Prohibitions Relating to Interstate Commerce and the Mails（州際通商および郵便に関する禁止）」は、証券の募集や売付の際に、発行体が登録届出書（Registration Statement）を SEC に登録しその効力が発揮されるまで、証券や目論見書等に関して州際通商上の輸送や通信、郵便の使用を禁止している。ただし同法の Sec.3(a)では連邦政府や州政府によって発行または保証された証券などを列挙し、これらを 33年証券法が適用されない「登録除外証券」として扱っている。

SEC への登録届出書の登録とは、すなわち投資家が証券へ投資をする際のデューデリジェンスを可能とする為に必要な情報の開示と言い換えることができる。そのために開示が要求される情報は詳細である。スタートアップ段階の企業などにとって、SEC への登録届出書の登録や登録後に要求される定期報告等にかかるコストの負担は重い。

このような中小規模の企業が被る負担等を考慮して、33年証券法の Sec.4には登録の適用除外取引が規定されている。その中でも、Sec.4(a)(2)が定める「いかなる公募（Public Offering）も含まない発行体による取引」、すなわち私募は適用除外取引の代表例となる。しかしながら Steinberg [2018]が記すように、Sec.4(a)(2)の条件を満たして私募となることは容易ではない。実務からの要求に応じて 1982年に SEC が導入した Reg. D に含まれている Rule506は、Sec.4(a)(2)のセーフハーバーに位置づけられる（注9）。後述するように、登録除外に類する取引では Rule506の使用が大半を占めている。詳細は若園 [2019]を参照したいが、2012年に成立した Jumpstart Our Business Startup Act（JOBS法）の Sec.201(a)は、証券の購入者が自衛力認定投資家に限定される場合に、従来の Rule506では禁止されていた一般勧誘（General Solicitation）や一般広告（General Advertising）の容認を検討するよう SEC に命じた。SEC は 2013年7月の最終規則により Rule506(c)を新設し、投資家が自衛力認定投資家に限定される場合に、一般勧誘と一般広告を容認している。

登録除外取引のセーフハーバーである Reg. D の Rule506とは別に、スタートアップ段階の企業のように証券の募集や売付が比較的少額の場合や、募集や売付の対象が専門知識と交渉能力を有し証券法による保護の必要性が低い機関投資家などに限定される場合は、登録届出書が要求する情報開示は過度な規制となる。このため Sec.3(b)では、投資者保護の必要性に照らして、少額の募集や公募の性格や対象が限定されているある種の証券に限り、その証券を適用除外証券に加える権限を SEC に与えている。Steinberg [2018]によれば、SECはこの Sec.3(b)が与えた権限を用いて Reg. D の Rule504（および廃止された Rule505）や Rule701、Reg. A などの規則を制定している（注10）。ただし Reg. A は、登録要求から除外される規定というよりも登録の簡素化を定めた規制であり、証券の転売制約が無く（図表5）一般勧誘や広告も可能なことからミニ IPO とも称されている（注11）。

図表5 Reg.Aの流通市場

	発行体数	
国法証券取引所へ上場	11	3.2%
OTC Quotation	75	21.7%
内、OTCQX/OTCQB	(14)	(4.0%)
OTC Pink	(61)	(17.6%)
無し	260	75.1%
Total	346	100%

(注1) OTC QuotationはOTC Markets Group のシステムの名称。

(注2) OTC Markets Gの子会社であるOTC LinkはSECにブローカー・ディーラー
およびAlternative Trading System (ATS)として登録されている。

(注3) OTCQXとOTCQB、およびOTC PinkはOTC Markets Group
(CEOは元FINRA) が運営する店頭市場。

(出所) Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis。

Reg. A や Rule504 に加えて、特にテック系のスタートアップ企業の資本形成の促進を目的として、2012年に成立した JOBS 法の Sec.302 は 33年証券法に Sec.4(a)(6)を追加したことにより、ファンディング・ポータル（新たに定義）等を通じた少額の募集・売付行為も登録の適用除外取引とすることが可能となった。この Sec.4(a)(6)に基づいて SEC が 2015年10月に導入した規制が Reg. CF である（注12）。

本稿が扱う SEC による見直しが適用される前の、登録の適用免除や簡素化された登録を定めた規制を図表 6 でまとめた。このように一見すると類似した規制が複数存在しているが、これら登録の適用免除等の規制は、①過去12ヶ月間で調達可能な金額、②転売の制限、③投資家の要件、④一般勧誘や広告の可否、⑤SEC への報告（ファイリング）形式および⑥州規制の適用（登録要求）を受けるか、の6つの項目で分類することが可能である。

これらの中から、今回の SEC の主な見直し対象となっている Reg. A と Reg. CF の概要を以下でまとめる（注13）。

図表6 今回の改正前の主な登録の適用除外等の取引規程

	過去12ヶ月の募集上限	一般勧誘	対象となる投資家	SECへのファイリング	転売制限
33年法Sec.4(a)(2)	無し	不可	公募を含まない	無し	有り
33年法Sec.4(a)(5)	500万ドル	不可	自衛力認定投資家のみ	Form 4(6)	有り
Regulation A: Tier 1	2,000万ドル	可：資格付与 (qualification)の前であれば潜在的な需要の事前調査 (test the waters)	特に無し	Form 1-A (注1)	無し
Regulation A: Tier 2	5,000万ドル	も可能	非自衛力認定投資家は所得もしくは純資産を基準とし多い方の金額を上限 (注2)	Form 1-A	無し
Rule 504(Regulation D)	500万ドル (注3)	条件付きで可 (注4)	特に無し	Form D (注5)	有り (注6)
Rule 506(b)(Regulation D)	無し	不可	自衛力認定投資家は制限無し 洗練された非自衛力認定投資家は35人を上限	Form D	有り
Rule 506(c)(Regulation D)	無し	可	自衛力認定投資家のみ 発行体はすべての購入者が自衛力認定投資家であると確認する必要	Form D	有り
Regulation Crowdfunding (Sec.4(a)(6))	107万ドル	Form Cが提出された後に広告が可能 募集は登録された仲介者によるプラットフォーム上のみで可能	所得もしくは純資産を基準に投資額の制限あり (注7)	Form C 監査等を受けた2年分の財務諸表 プログレスおよび アニュアルレポート	12ヶ月間は転売が制限 (注8)

(注1) Form 1-Aは簡易な募集届出書 (Offering Statement) であり、中には目論見書に相当する募集回状 (Offering Circular) や財務諸表等が含まれる。財務諸表は過去2年分が要求されるが、Tier1の財務諸表は監査を必要としない。ただし、募集届出書はSECのレビューの対象となる。

この他、Tier1はExit Report、Tier2はAnnual、Semi-Annual、CurrentおよびExit Reportの提出が求められる。

(注2) ただし、証券が国法証券取引所に上場されない限りにおいて。

(注3) 2016年に100万ドルから500万ドルに増額。

(注4) 州の規制を遵守すれば一般勧誘・広告の禁止の適用除外を受けることが可能

(注5) Reg. DのForm Dは提出が求められるものの、適用除外を受ける条件ではない。

(注6) Rule 504およびRule 506で発行された証券はRestricted Securityとなり、6ヶ月間は転売不可。また12ヶ月以内に転売する場合、SECへの登録が必要。

(注7) ①年間所得もしくは純資産が10万7,000ドル未満の場合は、2,200ドルか、所得もしくは純資産額の小さい額の5%の大きい金額を超えない、

②年間所得もしくは純資産が10万7,000ドル以上の場合は、所得もしくは純資産額の小さい額の10%を超えない (ただし最大で10万7,000ドル)。

(注8) 12ヶ月以内であっても、①証券の発行体や自衛力認定投資家への譲渡や、②SECに登録した募集の一部として譲渡、③親族への譲渡等は可能。

Reg.CFで発行された証券は1年間の転売制約があるがrestricted securityではない。

9) Steinberg [2018] によれば、SEC は 1974 年に 33 年法の Sec.4(2) (現在は Sec.4(a)(2))

のセーフハーバーとして Rule146 を設定したが、Sec.4(2)に関する判例で示された条件よりも制限的な条件であるとの批判もあり、1982年にRule146を廃止してReg. Dを定めている。

10) 少額募集を除外とする規定はSec.3(b)の他にSec.4(a)(5)がある。Sec.4(a)(5)は自衛力認定投資家のみを対象とした募集であり、Sec.3(b)が規定する金額を上限として広告や一般勧誘は出来ない。ただし、今日ではほとんど利用されていない。

11) Reg. A を利用した募集や売付時に提出を求められる Form 1-A は募集届出書 (Offering Statement) であり、募集回状 (Offering Circular) と財務諸表などから構成されている。

Form 1-A は SEC のレビューの対象となり、これらを SEC にファイルする必要がある。

12) 若園 [2020]ではReg. CFの評価を行っている。

13) この他 SEC は、従業員等への報酬にあてられる証券の発行や売付に対する登録の適用除外要件であるRule701 (33年証券法のSec.3(b)に基づく) についても、2020年11月24日に提案規則を公開している。

2-3 Reg. A の変遷

Reg. A は少額発行に対する除外規定として、1936年にSECが最初に定めた規制である（注14）。これまで段階的に見直しが行われてきた。例えば過去12ヶ月間での調達の上限金額は、制定時は10万ドルであったが、1945年に30万ドル、1970年に50万ドル、1978年に150万ドル、1992年に500万ドル、2015年6月に5,000万ドルへと増額されている（今回の改正ではTier2を7,500万ドルに増額）。ただしFeldman [2018]によれば、1936年の10万ドルは2017年時点の175万ドルに相当する。むしろ1992年の見直しまでは、Reg. Aが適用される調達金額は抑制されてきたとも言える。Reg. Aの利用促進を考えるに、今回の改正とともに、後述する1992年と2015年において重要な改正がSECにより加えられている。

Hazen [2016]はReg. Aのメリットとして、①34年証券取引所法が求める定期的な報告に自動的に従わない、②一般勧誘が可能、③証券の転売制約が無い、④Tier 1での発行は財務諸表の監査が求められない、⑤発行体による潜在的な需要調査（Test the Waters）（後述するRule255）が可能、⑥要求される開示に関して発行体は3つのフォーマットから選択することが可能、⑦SECへのForm 1-Aの提出はSEC登録よりも遙かに低コスト、の7点を挙げている。このようなReg. Aのメリットの多くは、1992年と2015年のReg. Aの改正によってもたらされた。

第1に、SECは1992年7月に公開した最終規則において、Small Business Issuerに対する統一された登録および報告形式の導入とともに（注15）、Reg. AとRule504の見直しを行っている。Reg. Aについては、①過去12ヶ月間での調達金額の上限を150万ドルから500万ドルへの引き上げ、②従来の開示フォーマットに加えてシンプルなQ&A方式による開示フォーマットの使用を可能とするとともに、③募集回状（Mandated Offering Circular）の作成前にTest the Watersを認めた。またRule504についても、34年証券取引所法が報告を求めないNon-Reporting Companyの調達上限を100万ドルと定めている（注16）。

第2に、JOBS法のTitleIVを受けて2015年にSECはReg. Aを大幅に見直している。詳細は若園[2019]を参照願いたいだが、JOBS法はTitleIIからTitleIVにおいて私募市場へのアクセスの改善を企画している。特にJOBS法のTitleIV (Sec.401)が33年証券法のSec.3(b)に加えた修正は重要であろう。JOBS法以前のSec.3(b)は、ある種類の証券による公募総額が500万ドル未満の場合に、投資者保護の必要性に照らして当該証券をSec.3が規定する適用除外証券に加える権限をSECに認める内容のみであった（現在のSec.3(b)(1)）。JOBS法はこの規定を拡充してSec.3(b)(2)から(5)を新たに追加することで、ある種の証券のクラスを新たな除外証券とする権限をSECに与えるとともに対応する規制の作成を命じた（図表7はSec.3(b)(2)の主要項目）。

図表7 33年法Sec.3(b)(2) (Additional issues)

委員会 (SEC)は規則もしくは規制により下記のタームおよび条件に合致するある種の証券を本章の除外証券に加えなければならない。

- (A) 過去12ヶ月間での総ての証券の募集と売付の総額5,000万ドルを超えない。
- (B) 公に募集と売付が行われる証券。
- (C) 連邦証券諸法や規制が意味する制限証券 (restricted security) ではない。
- (D) Sec.12(a)(2) (民事責任) はその証券の募集と売付を行うすべての者に適用される。
- (E) 発行体は、投資者保護等を鑑みてSECが規定する条件に基づき、募集届出書 (offering statement) を提出する前に募集への関心を募ることができる。
- (F) SECは発行体に年次の監査済み財務諸表の提出を求めることができる。
- (G) 投資者保護等に鑑みてSECはターム、条件、要求を行うことができる (略)。

2013年12月の提案規則を経て、SECは2015年3月にReg. Aを改正する最終規則を公開した (施行は6月)。この最終規則によってReg. AはTier1とTier2に分割されている。過去12ヶ月間での調達上限をそれまでの500万ドルから、Tier1での調達上限は2,000万ドルとし、さらにTier2での調達上限を5,000万ドルまで大幅に引き上げるとともに、それぞれのTierにより対象となる投資家やSECに提出させる情報に差異を設けている (前掲図表6)。(この改正以前のReg. Aは投資家の数や資格に制限はなかったが、Tier2では非自衛力認定投資家に制限を設けている。)

JOBS法のSec.402がGAOに命じたReg. Aの調査結果 (GAO [2012])によれば、1997年頃よりReg. Aの利用は大きく減少していた (注17)。Reg. A利用の低迷がJOBS法の問題意識にあり、2015年の大幅な改正に繋がったのであろう。Reg. Aの利用が減少した理由の1つとして、1996年に成立したNational Securities Markets Improvement Act (NSMIA)によって、Reg. DのRule506を用いた募集や売付が増加したことを挙げることができる。NSMIAのSec.102は33年法Sec.18 (証券募集における州規制の適用除外)を修正し、対象証券 (Covered Security) の概念を導入し、この対象証券を州規制 (登録や適格性の要求)の対象外とした。Reg. DのRule506に基づく証券はこの対象証券となるため、SEC登録の適用除外と同様に州登録からの免除対象となったことが同規則の利用を増加させた (注18)。

この州規制の適用問題に関しても、JOBS法のSec.401(b)は、33年法のSec.18(b)(4)を修正し、国法証券取引所において販売される証券やSECが定義する適格購入者 (Qualified Purchaser) に対して募集・売付がされる証券を州規制の適用除外を受ける対象証券に加えている。SECは2015年に33年法のRule256を新設し、Reg. AのTier2において募集や売付の対象となる者を適格購入者の定義に含めることでReg. Aの州規制の適用問題に対応していた (注19)。

このような1992年と2015年の見直しに加えて、2018年のEconomic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection ActによってReg. Aの発行体の制限が緩和さ

れている。以前は、34年証券取引所法の Sec.13 もしくは Sec.15(d)が継続的な報告を要求している企業 (Reporting Company) は Reg. A を利用できなかったが、同法の定めに応じ、2018年12月に公開された最終規則で SEC が Reg. A の Rule251 を改正したことで Reporting Company も Reg. A を利用することが可能となった。ただし、同じく改正された Rule257により、Tier2 を利用する Reporting Company は 34年証券法の Sec.13 の報告要求に従う必要がある。

- 14) 34年証券取引所法によって SEC が設立されたのは 1934年6月であるが、1936年までは Federal Trade Commission が資本市場の監督を担っていた。
- 15) この 1992年7月の規制改正では、Small Business Issuer の定義も見直されており、議決権が付与する不働株式 (Public Float) が 2,500万ドルを超えず、年間収益 (Annual Revenue) が 2,500万ドル以下へと変更された。Reg. A に関しては、同規制を利用可能な発行体に適格なカナダ企業が加えられている。
- 16) また、近年注目を集めている Blank Check Company (Special Purpose Acquisition Company、SPAC) について、SEC はこの改正で Rule504 から SPAC を除外している (Rule504a は利用可能)。Reg. A は従前より SPAC は利用できない。
- 17) GAO [2012]によれば、SEC に届けられた Reg. A による募集は 1997年の 116件から 2011年は 19件まで減少していた。(同じく SEC が募集回状を適格とみなした適格募集は 1998年が 57件であったが、2011年は僅か1件のみであった。)
- 18) Reg. D の Rule504 (および廃止された Rule505) は州が要求した場合に登録する必要がある。
- 19) GAO [2012]の時点で、北米証券監督者協会 (North American Securities Administrators Association) が 1996年に提示した州登録のスタンダード (SCOR Form) を 44州が採用しているが、州登録の際に州によって要求される情報や内容等は同一ではない。そのため、Reg. A により複数の州にまたがって募集や売付を行う場合は、相当の負担となろう。(州における登録の方法や要求については GAO [2012]を参照のこと。) ただし Reg. A の州登録に関しては、1956年および 2002年の統一証券法 (Uniform Securities Act) が定める、ある種の証券や取引を州登録から除外する規定を適用することが可能である。例えば機関投資家や連邦に登録した投資アドバイザーなどのみに販売されるケースなど。

2-4 Reg. CF の導入

JOBS 法の TitleIII (Crowdfunding) は特にテック系のスタートアップ企業の資本等の調達手段として投資型クラウドファンディングについて定めている。TitleIII の Sec.302 の求めに応じて、SEC は 2015年10月の最終規則により Reg. CF を導入した。

JOBS 法の TitleIII は Sec.302 (Crowdfunding Exemption) で 33年証券法に Sec.4(a)(6)

(登録除外取引)を追加し、ブローカー・ディーラーないしはファンディング・ポータルを経由する少額の調達(過去12ヶ月間で100万ドルを上限、Reg. CFでは107万ドル)を登録の除外取引に加えている。また同項が33年証券法に加えたSec.4Aにおいて、この取引の仲介者(ブローカー・ディーラーないしはファンディング・ポータル)への要求および義務を詳細に明記している。このファンディング・ポータルはJOBS法が定義した新たな仲介業者であり、TitleIIIのSec.304(33年証券法のSec.3(h))により規制の対象となっている。

JOBS法のTitleIIIの背景には、新たな調達行為である投資型クラウドファンディングを規制対象とするとともに、SNS等を利用した投資型クラウドファンディングを騙る詐欺的行為への対処がある(注20)。投資型クラウドファンディングはインターネットを通じて多数の投資家から資金を調達する行為であるため、瞬時に多数の投資家へアクセスすることが可能となる。Reg. AやRule504とは異なり、インターネットを通じた新たな調達行為に対応するために取引の仲介者の機能を経由した投資者保護が求められていた。

SECのReg. CFは、Rule100でSec.4(a)(6)の適用を受ける条件を定め、Rule300により投資型クラウドファンディングで証券の募集と売付を担う仲介者(Intermediaries)をSECならびにFinancial Industry Regulatory Authority(FINRA)に登録されたブローカー・ディーラーもしくはファンディング・ポータル(Rule400で定義)に限定するとともに、Rule301でこれら仲介者に詐欺のリスクを軽減させる措置を求めている。またRule204により、別途定められた仲介者が運営するプラットフォームを通じた場合に限り、潜在的な投資家に対して募集の広告を可能とした。

しかしながら、このような投資型クラウドファンディングを整備したReg. CFの利用は活発であるとは言えない。若園[2020]ではReg. CFの評価を試みている。

20) 若園[2020]を参照願いたい。

3. 2020年のSEC改正

本節で、2020年11月に公表されたSECの最終規則の要点をまとめる。先に、今回の改正に繋がるSECの主な規制見直しや活動を図表8で示す。

図表8 証券登録除外要件に関連する近年の主な見直し

年	月	
2007	8	Revision of Limited Offering Exemptions in Regulation D (ガイダンス)
2012	4	Jumpstart Our Business Startups Act, (JOBS法)
2013	7	Amendments to Regulation D, Form D and Rule 156 (提案規則)
2015	3	Amendments for Small and Additional Issues Exemptions under the Securities Act (最終規則、JOBS法を受けたReg. Aの修正)
2015	10	Crowdfunding (最終規則)
2015	12	Fixing America's Surface Transportation Act (FAST法)
2018	5	Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act
2018	12	Amendments to Regulation A (最終規則)
2019	6	Concept Release on Harmonization of Securities Offering (今回の改正の下地)
2019	6	Report to the Commission: Regulation Crowdfunding (スタッフ・レポート)
2019	9	Solicitations of Interest Prior to a Registered Public Offering (最終規則)
2020	3	Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets (提案規則)
2020	3	Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis (スタッフレポート)
2020	5	Small Business Capital Formation Advisory CommitteeによるSECへのリコメンド
2020	11	Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets (最終規則)

2019年6月のコンセプト・リリースは今回の改正の下地となっており、同リリースに寄せられたコメントを見ると、現状の制度を評価する声が多い一方で、これまでの修正等により規則が複雑化していることや規則間のギャップを懸念する声もあった。また、2020年5月のSmall Business Capital Formation Advisory Committeeでは、3月に公開された提案規則を支持しつつも、①より少額の募集(Micro-Offering)の除外を追加で考慮する、②個人投資家が投資ビークル(Pooled Investment Vehicle)を通じて小規模事業に幅広く投資をする為の手法(Pathway)、③小規模事業の資本形成促進の観点から、仲介者の機能を持つ未登録の事業者(Finder)に対して明確なフレームワークを適用、の3点を奨励(Encourage)している。

以下で、SECが公表した最終規則の主要点をまとめる。同規則の採択が大統領選挙の前日である2020年11月2日(施行日は2021年3月15日)であった点は重要であろう。

3-1 一般勧誘ならびに募集時のコミュニケーションの扱い

前掲の図表でみたように、登録除外等の規定を活用する場合に各々の規制等が要求する条件を満たす必要がある。その条件の1つである一般勧誘や一般広告は、例えばReg. DのRule502(c)(募集方法の限定)でも明確な定義が示されていない(注21)。そのため、潜在

的な投資家とのコミュニケーションや投資需要の見積もりにおいて、発行体等の行為が一般勧誘・広告に該当するか否かの判断は容易ではない。SEC は一般勧誘・広告として、新聞や雑誌などでの広告、テレビやラジオで広められるコミュニケーション、出席者が勧誘や広告で招待されるセミナー、または公に利用可能なメディア（閲覧制限のないウェブサイトなど）等を例示しているが、実務上の行為を判断する基準の明確化が求められてきた（注 22）。

今回の改正の柱の 1 つが、一般勧誘やコミュニケーションに関連する見直しである。この改正は、①デモ・デイ（Demo Days）の一般勧誘からの除外（Rule148 の新設）と②募集への関心を引く行為（Solicitations of Interest）（潜在的な投資家に対する需要調査）に関する規制間の調整と統合から構成されている。

第 1 にデモ・デイおよび類似の行為の一般勧誘からの除外に関して。デモ・デイとは、主にスタートアップ段階の企業に初期投資をしている投資家が主催し、潜在的な投資家に対して発行体自らがビジネスプランを説明する場である（注 23）。SEC は 33 年証券法に Rule148 を新設し、当該規則で定めるスポンサーが主催するデモ・デイを一般勧誘・広告の対象外とすることを提案した（注 24）。Rule148 が定めるスポンサー（適格スポンサー）には、①高等教育機関（College や University）、②地方政府（州政府、州および地方自治体に関連する機関）、③NPO、④Angel Investor Group（注 25）、⑤アクセラレータおよびインキュベーターが含まれている。また Rule148 は、これらスポンサーの禁止行為も定めている（注 26）。

第 2 に、募集への関心を引く行為に関して。今回の改正に先立ち、2019 年に SEC は登録を前提とする募集に関して発行体（および代理人）の Test the Waters を認める 33 年証券法 Rule163B を導入している（注 27）。この規則により、発行体（および代理人）は登録届出書提出の前後に適格機関購入者（Qualified Institutional Buyer、QIB）や適格機関投資家（Institutional Accredited Investor、IAI）を対象とした需要の調査（口頭や文書によるコミュニケーション）を認めている。また前述したように、Reg. A を利用した調達の場合は、Rule255（Solicitations of Interest and Other Communications）により Test the Waters（潜在的な需要の事前調査）が認められている。Rule255 により、Offering Statement（募集届出書）等を SEC に提出する以前であっても、規則の条件を満たせば（注 28）、潜在的な投資家との口頭や文書でのコミュニケーションを可能となっている。

今回の改正は Reg. A の Rule255 をベースとした Rule241 および Rule206 を 33 年証券法に新設した。この内 Rule 241 は包括的な規則であり、当該規則が示す所定の条件を満たせば、登録除外の募集行為において潜在的な需要の事前調査が可能とされた。つまりは、いずれかの登録除外等の規制を選択する前であっても、この包括的な規則の適用を受けて需要調査が可能となる。また Rule206 は Reg. CF に属しており、同規制を利用する場合には、プラットフォーム等でのコミュニケーションに限定している Rule204 を改正すること

で、Form C のファイル後であれば投資家との口頭でのコミュニケーションを可能とした（注 29）。このような一連の改正では、登録募集と登録免除募集との規制の調整とともに、登録除外における規制の統合が意図されている。

- 21) そもそも、募集（Offer）や売付（Sale, Sell）についても、その定義は 33 年証券法の Sec.2(a)(3)で与えられているが、例えば募集であれば「証券（もしくは証券に対する権利）を有償で処分するための総ての試み、もしくは申込みまたは有償で買い付けるように勧誘すること」（日本証券経済研究所『新外国証券関連法令集、アメリカ（Ⅲ）、証券法・証券取引所法』2008 年、3-4 頁）と記述されているに過ぎない。ただし、発行体とアンダーライターやアンダーライター間での事前の協議や合意は含まない。
- 22) Steinberg [2018]によればこの判断の基本的な基準は、①コミュニケーションが一般勧誘や広告であるか否か、②そうであるならば発行体（もしくは証券の募集・売付の代理人）が利用しているのか、である。また、Reg. D に照らして一般勧誘・広告に該当するのかの判断には、ノーアクションレターが活用されているようである（Steinberg [2018]、Sec.3.08）。
- 23) 最終規則の 76 頁。
- 24) 最終規則では、主催者は大学・エンジェル投資家・アクセラレータ・インキュベーターが挙げられている。これまでは、デモ・デイの参加者が限定されている場合は（発行体や主催者との個人的なネットワークを持つなど、従前からの関係がある者）一般勧誘とはみなされなかった。しかしながら、このような取扱いは事務上の困難さを伴っていると指摘されていた。
- 25) Angel Investor Group は今回の改正で定義され、①自衛力認定投資家（Accredited Investors）、②投資の意思決定において定期的な会合があり、文書化された手順（Processes）と手段（Procedures）を持つ、個人ないしはグループ全体のメンバーのいずれか、および③ブローカー、ディーラー、投資アドバイザーの関連（Associated）でも系列（Affiliated）でもないグループとされた。ただし、最終規則の注 224 によれば、この Angel Investor Group はブローカー、ディーラー、投資アドバイザー業に従事する個人を含むことが出来る。（そのような個人が参加していること自体で、グループがこれらの業務に関連しているとはみなされない。）
- 26) Rule148 が定める適格スポンサーの禁止行為は、①当該イベントに対する投資推奨や投資アドバイス、②発行体とイベントに出席した投資家の間での投資ネゴシエーションへの従事、③合理的な管理費以外に、イベント出席者からのフィーの徴収、④出席者と発行体との紹介に対する、もしくはパーティー間の投資のネゴシエーションに対する報酬の受け取り⑤ブローカー・ディーラーや投資アドバイザーとしての登録を要求されるイベントに関連する報酬の受け取り、の 5 つ。また投資家保護の観点から、イベントに関しても、イベントの広告でその発行体による証券の特定の募集に言及することを禁じてお

り、イベントで伝達される証券の募集に関連する情報も、①その発行体が募集を進めているもしくは証券の募集を計画しているという注意 (Notification)、②募集される証券の種類および量、③募集で集められた資金の用途、に限定される。

27) 最終規則「Solicitations of Interest Prior to a Registered Public Offering」(2019年9月26日公開)。Rule163Bの導入以前は、このような事前調査はJOBS法の規定によりEmerging Growth Company (EGC) (年間総収入が10億ドル未満の成長力のある新興企業、JOBS法で定義、若園[2019])には認められていた(33年証券法Sec.5(b))。EGCであれば、株式公開に関連する費用を負担する前に潜在的な投資家の需要を調査することが可能であった。2017年の財務省レポート(後述)はSECに対して、EGC以外の企業であってもQIBやIAIに対する潜在的な需要の事前調査を認めるべきとの提言を出している。

28) 当該規則の条件は①何らの金銭もしくは他の報酬が請求されないことを表示(これらを受け取らない)、②募集届出書がSECにより認められるまでは、証券の購入申込みや購入の対価を受け取らないとの表示(承認後もその旨の通知前であれば、なんらの義務等も付随せずに、それらの購入申込み等は撤回・無効化される)、③募集に対して興味を示した投資家には何らの義務(Obligation、Commitment)も生じないとの表示、④募集届出書のファイル後は、最新の仮目論見書(Preliminary Offering Circular)の入手先の表示、仮目論見書や募集届出書がファイルされているURLおよび仮目論見書(Preliminary Offering Circular)全文の添付が求められる。

29) Reg. CFにおいて、Form Cのファイル後はRule204(Advertising)の広告規制の適用を受ける。最終規則によれば、このようなRule204の改正はReg. CF上のコミュニケーションをRule255に近づけることが目的とされている。

3-2 発行体による募集および個人投資家の投資上限の見直し

今回の改正で最も注目されるのは、少額募集であるReg. A、Reg. CFならびにRule504(Reg. D)の調達上限金額および投資上限の引き上げであろう。

すでに第2節で利用状況を見たが、登録除外等の規制を利用して調達した資金等の総額(私募での調達金額)は2018年が2兆9,000億ドル、2019年が2兆7,000億ドルであり、公募による調達額を遙かに凌いでいる(注30)。しかしながら、この私募調達においてReg. A・Reg. CF・Rule504により調達された金額の総額は2018年が30億ドル(全体の0.1%)、2019年では13億ドル(全体の0.05%)に過ぎない。Reg. DのRule506(b)による調達が総額および平均調達額でも突出している(図表2)。

大統領令を受けて2017年に財務省が公開した報告書は(注31)、特に国法証券取引所への上場数が減少した結果、企業の成長への投資機会が限定されている点を問題視している(注32)。財務省レポートは、Rule506(b)と比較して消費者でも投資が容易なReg. AやReg.

CFの利点を踏まえて（注33）、SECに対してこれら規制の改善を提言した。Reg. Aについては、Reg. AのTier2の上限を7,500万ドルまで引き上げを求め（注34）、Reg. CFに関しても、①自衛力認定投資家による投資上限の撤廃、および非自衛力認定投資家の要件の見直しとともに、②発行体による調達上限を過去12ヶ月間で100万ドルから500万ドルへ引き上げることなどを求めている。同様な要望は、SECが主催するSmall Business Forum（2017年、18年、19年）でも寄せられていた。このような提案や要望に応じて、SECは図表9のような改正を提示している。提案規則に寄せられたコメントを見ても、このようなSECの規制改正は概ね好意的に受け入れられていると言えよう。

図表9 提案された募集および投資上限の修正

	募集 上限		投資 上限	
	現行規則	規則修正案	現行規則	規則修正案
Regulation A: Tier 1	2,000万ドル	2,000万ドル	無し	無し
Regulation A: Tier 2（注1）	5,000万ドル	7,500万ドル	自衛力認定投資家は上限無し 非自衛力認定投資家は 所得もしくは純資産を基準とし 多い方の金額を上限	自衛力認定投資家は上限無し 非自衛力認定投資家は 所得もしくは純資産を基準とし 多い方の金額を上限
Regulation Crowdfunding	107万ドル（注2）	500万ドル	すべての投資家が所得もしくは 純資産を基準に上限	自衛力認定投資家は上限無し 非自衛力認定投資家は所得 もしくは純資産を基準とする
Rule 504 (Regulation D)（注3）	500万ドル（注4）	1,000万ドル	無し	無し

（注1） 転売規制について、現状の1,500万ドルから2,250万ドルに増額が提案されている。

（注2） Reg. CFは米国内で設立された企業が利用可であるが、公開会社や投資会社は利用不可。
2017年に100万ドルから107万ドルに物価調整された。

（注3） 転売に関して、最小で6ヶ月（もしくは1年間）は、証券を登録しない限り転売できない。

（Restricted Securityのままなら6ヶ月間は転売不可、6ヶ月から12ヶ月以内は転売時に登録が必要。）

（注4） 2016年に100万ドルから500万ドルに増額。

改正の要点は、規制間の調和（自衛力認定投資家の投資上限の撤廃等）と少額私募の要件の緩和（募集上限および投資家要件）となる。しかしながら、第2節でみたように、2020年3月のSECスタッフ・レポート「Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review」によれば、2015年のReg. Aの改正（上述）以降、2019年12月までにReg. Aで調達されたのは報告ベースで計24億ドル（183件）であり、うちTier1は2億3,000万ドル、Tier2は22億ドルであったが、Tier2で上限の5,000万ドルに達した調達は10%に過ぎない。またReg. CFに関しても、2019年6月のSECスタッフ・レポート「Report to the Commission: Regulation Crowdfunding」によると、2016年5月から2018年12月末までの期間で、1億800万ドルが調達されているが、平均金額は213,678ドルと少額であった（注35）。同時期のReg. Dを見ると、107万ドル（Reg. CF達上限金額）以下の調達が12,700件あり合計で45億ドルが調達されている。つまり、調達金額の上限の低さがReg. A等の利用を低迷させている理由であったとは言えないだろう。

- 30) 米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association、SIFMA) の統計データによれば、普通株式による公募調達金額 (IPO を含む) は、2018 年が 2,045 億ドル、2019 年が 1,941 億ドル、2020 年が 3,424 億ドルであった。
- 31) 「A Financial System That Creates Economic Opportunities, Capital Markets」(2017 年 10 月) の「Access to Capital」項。この財務省レポートは、Trump 政権下で 2017 年 2 月 3 日に発令された Executive Order (大統領令) 13772「Core Principles for Regulating the United States Financial System」に基づいて作成された。この大統領令は、ドッド・フランク法が設置した金融安定監督協議会 (Financial Stability Oversight Council、FSOC) の議長 (財務長官) に対して、金融規制等の見直しおよび大統領への報告を命じている。詳細は若園 [2018] を参照願いたい。
- 32) 前掲の図表でみたように、私募調達において最も利用されている Rule 506(b) は発行体の調達金額に上限が無いものの、基本的には自衛力認定投資家による投資に限定される。
- 33) 財務省レポートは、Reg. A の Tier 2 を用いた調達に関して、① IPO より低コストである、② 転売が可能 (ただし州法では制約がある)、③ SEC の EDGAR システムで情報が開示されている、④ 需要の事前調査 (Test the Water) が可能である等の利点を挙げている。
- 34) この他には、34 年証券取引所法の報告会社 (Reporting Company) でも Reg. A を利用した調達を認める等の提案が含まれている。
- 35) さらにこの期間で、Reg. CF による調達は 1,351 件が企画 (Initiated) されたが、コンプライトしたのは 519 件であった。

3-3 Reg. CF の発行体の適格性の見直し

33 年証券法 Sec. 4A(f)(3) は、40 年投資会社法が定義する投資会社 (Investment Company) (もしくは、同法の Sec. 3(b)・(c) が投資会社から除外している会社) が Reg. CF の除外規定を利用することを禁止している。2017 年の Small Business Forum や同年の財務省レポートは、例えば、登録投資アドバイザーの投資アドバイスを受ける等の一定の条件下で、Special Purpose Vehicle (SPV) を通じた Reg. CF への投資を可能とすることを提案している。また、2019 年 6 月の SEC スタッフ・レポート「Report to the Commission: Regulation Crowdfunding」でも SVP の利用解禁が提言されている。このスタッフ・レポートに寄せられたコメントでは、① Reg. CF を利用しない理由の 1 つとして、SPV を用いないことで多数の投資家の管理が困難 (例えば投票権等) となることが挙げられている一方で、② Reg. CF は少額募集であるため、SPV のマネージャーへのフィーを支払うことが出来ない、などの意見が寄せられていた。

上述した Reg. CF の募集上限の増額と合わせて、このような要望に対応すべく、SEC は 40 年投資会社法に追加する Rule 3a-9 をもってクラウドファンディングに限定された SPV である Crowdfunding Vehicle を定義し (注 36)、40 年法が定義する投資会社から Crowdfunding Vehicle を除外することで、同コンデュイットを通じた Reg. CF への投資を

可能とした。

最終規則では導入を見送られたが、提案規則ではこのような Reg. CF の使い勝手の向上策と合わせて、同規制に新たな制約も提案されていた。Reg. A で発行されるのは適格証券 (Eligible Securities) に限定される一方で (注 37)、Reg. CF を用いて売付けされる証券には特に制約が設けられておらず、結果として非伝統的な証券が同規制を用いて売付けられていた (注 38)。提案規則では、Reg. CF においても Reg. A と同一の適格証券の制約を導入することが提案されていたが、提案規則に寄せられたコメントに応じ、SEC はこのような問題は情報開示で対処すべきと判断して新たな制約を適用しないこととした。

36) Crowdfunding Vehicle は、Reg. CF に基づいた単一のクラウドファンディングの発行体によって発行された証券の取得や処分等のみに従事する組織として運営されなければならない、資金の借入等は認められていないなどの条件が付与されている。

37) Reg. A の Rule261(c)は適格証券の定義を定めている。この規則により、Asset-backed Security を除く、Equity Security、Debt Security、Security Convertible もしくは Exchangeable to Equity Interest (これらの証券に対する Guarantee を含む) が Reg. A で発行が可能な適格証券となっている。

38) 最終規則では、Simple Agreement of Future Equity (SAFE) や Simple Agreements for Future Tokens、その他レベニュー・シェア型の契約が挙げられている。

3-4 その他

1) 募集の統合フレームワーク

複数の登録募集および登録除外取引による募集を統合するフレームワークを見直し、包括的な規則を導入することで当該フレームワークをシンプルとする (注 39)。

すでに 1982 年の Reg. D の Rule502(a)において、募集の統合に関する条件が示されている。これは、その募集が①同じ調達計画であるか、②同じ証券 (Same Class of Security) が含まれているか、③同時であるか、④同じ種類の報酬 (Consideration) が受領されているか、⑤同じ目的 (General Purpose) か、の SEC がファイブ・ファクター・テストと呼称する基準が使用された。この他、2015 年の Reg. A の改正および Reg. CF 導入時、ならびに 2016 年の Rule147・Rule147A の規則制定時にも統合フレームワークに関する事実 (Facts) と環境を設定している。このような過去の取り組みに関して、その複雑さや対象となる範囲の不明確さが指摘されていた (注 40)。

今回の改正により、33 年証券法下のすべての証券の募集に対して適用が可能な包括的な規則が導入された。それまでの Rule152 (いわゆる私募の統合に関するセーフハーバー) および Rule155 (登録募集の中断後の私募、および中断された私募の後の登録募集の統合に関するセーフハーバー) に代わり、新 Rule152 が包括的規則として設置された。この新 Rule152 は、152(a) (統合の一般原則) と 152(b) (4 つのセーフハーバー) から構成されて

いる。

2) 自衛力認定投資家の確認義務の緩和 (Rule506(c))

JOBES 法を受けて Reg. D に新設された Rule506(c)は、投資家が自衛力認定投資家に限定されるものの、Rule506(b)と同様に募集上限に制限は無く、Rule506(b)とは異なり一般勧誘も認められている (図表 6)。しかしながら同規則を通じて調達された資本等の金額をみると、Rule506(b)とは比較にならないくらい少額に留まっている (図表 2)。

Rule506(c)を通じた募集を行う発行体には、総ての投資家が自衛力認定投資家であるかを、Rule506(c)(2)(ii)が記す合理的な手段によって確認 (Verify) する義務が課せられている。今回の改正は発行体の義務を緩和し、以前に発行体が自衛力認定投資家であると確認した投資家は、以降 5 年の期間であれば原則として自衛力認定投資家として扱うことを認めている (投資家から文書の提示が必要) (注 41)。

3) 財務情報開示要求の調和

Reg. D の Rule506(b)(2)は、自衛力投資家による投資の他に、35 名を超えないことを条件に自衛力認定投資家ではない投資家による投資を認めている (図表 6) (注 42)。ただし、同規則は非自衛力認定投資家が投資家として参加する場合に、証券を売りつける前に指定された財務情報や非財務情報を開示することが求められている。また、Reg. A においても Tier1 と Tier2 において財務情報や非財務情報を投資家に開示することが求められている (最終規則の Table4 参照)。今回の改正において、Rule506(b)が開示を要求する情報を Reg. A に合わせて簡素化することとした (情報開示の調和) (注 43)。この他、Reg. A の Form1-A についても複数の見直しが含まれている。

39) 提案規則によると、このような統合フレームワークの見直しは 1933 年に実行されており、その後 60 年代にも手当てが行われてきた。

40) 2007 年 8 月のガイダンス「Revision of Limited Offering Exemptions in Regulation D」では、このファイブ・ファクター・テスト以外の統合フレームワークが検討されている他、2016 年から 18 年の Small Business Forum や 2019 年のコンセプト・リリースへのコメントにおいても、現状の統合フレームワークをより明確に、現代化することが支持されている。

41) five-year period は最終規則で追加された。この SEC が Principle-Based Method of Verification と呼ぶ手段においても、発行体が考慮すべき項目として①購入者の性質や自衛力認定投資家のタイプ、②発行体が購入者に関して保有している情報量やタイプ、③購入者が募集に勧誘される手法や最小の投資額等 (最終規則の 110 頁)。

42) ただし、この非自衛力認定投資家 (もしくはその代理人) は投資のメリットやリスクを評価できる知識や経験を備えていることが求められる。

43) 提案規則に対するコメントでは、さらに Reg. CF とも開示情報を調和させることが求められているが、SEC は Reg. CF との調和は否定している。

4. まとめ

本ディスカッション・ペーパーは研究途中の中間発表的な位置づけであり、外部からの専門的な意見を受けてさらに研究を深化させることを目的として公表している。正式な学術研究の成果は、弊所『証券経済研究』に掲載する予定である。

本稿の最初に述べたように、SEC は本稿で扱った少額募集に関する改正と並んで、2020年8月に自衛力認定投資家の定義を見直す最終規則を公開している。この自衛力認定投資家の定義の見直しは別稿で取り扱う予定であるが、これら2つの改正をもって米国のいわゆる私募市場に関する改正は一区切りがつけられたように見える。

しかしながら、このような Trump 時代で実行された私募市場に関する SEC の施策は特に民主党系議員からの批判が強い。2020年に実行された SEC の予算請求に関する下院議会公聴会では、出席した Jay Clayton 委員長（当時）に対して金融サービス委員会で委員長を務める Maxine Water 議員が一連の SEC の改正を「金融規制を後退させる行為」として強く批判している。また、本稿で扱った最終規則の採決後に SEC の各委員が公表したステートメントを見ても、民主党系委員による反発は相当に強いものであった。

ただし、本ディスカッション・ペーパーは、主に2020年末から21年初めに執筆しており、その時点では Joe Biden 政権の金融規制に対する姿勢は明確ではなく、また新たな SEC 委員長も上院による審議前であるため、これら私募市場関連の改正が新政権下でどの様な扱いとなるかは不明である。

「引用文献」

佐賀卓雄 [2019] 「アメリカ株式市場における公募・私募の境界の曖昧化について」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第108号、1-15頁。

若園智明 [2018] 「トランプ時代の米国金融規制—マクロプルーデンスを巡る議論—」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第103号、1-19頁。

若園智明 [2019] 「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第107号、1-19頁。

若園智明 [2020] 「Token Offering を巡る SEC の規制的対応」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第112号、1-20頁。

若園智明 [2021] 「資本市場のデジタル化：Token Offering を巡る規制環境」『現代金融資本市場の総括的分析』証券経営研究会、日本証券経済研究所、第12章。

Bauguess, S. et al. [2018], "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017," *U.S. Securities and Exchange Commission White Paper*, August.

- Committee on Capital Markets Regulation [2018], *Expanding Opportunities for Investors and Retirees: Private Equity*.
- Feldman, D. [2018], *Regulation A+ and Other Alternatives to a Traditional IPO*, Wiley.
- GAO [2012], *Securities Regulation, Factors That May Affect Trends in Regulation A Offerings*, GAO-12-839.
- Hazen, T. [2016], *The Law of Securities Regulation, Seventh Edition*, West Academic Publishing.
- Hurt, C. [2015], "Pricing Disintermediation: Crowdfunding and Online Auction IPOs," *University of Illinois Law Review*, Vo.2015, No.1, pp.217-263.
- Kauffman Foundation [2019], *Access to Capital for Entrepreneurs: Removing Barriers*, April.
- Steinberg, M. [2018], *Understanding Securities Law*, Seventh Edition, Carolina Academic Press.