

米国における私募市場へのアクセス改善： 小口募集取引規制の見直し

若 園 智 明

要 旨

第45代合衆国大統領であった Donald Trump の4年間を資本市場の面から振り返ると、その特徴の1つとして、いわゆる私募による資本や資金の調達が顕著に増加している点を挙げるができる。このような私募市場の発達にはテック系を中心としたスタートアップ企業の成長の糧ともなり、結果として Unicorn と呼称される巨大な未公開新興企業を数多く輩出した重要な要因ともなっている。わが国でも、次世代を担う新興企業の育成は国家戦略に位置づけられており、米国の私募市場の分析はわが国の経済成長を考える上でも重要であろう。

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正をまとめる。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、プロ投資家を意味する自衛力認定投資家 (Accredited Investor) の定義を見直す最終規則も公開されており、これらを合わせて米国私募市場へのアクセスには総合的な見直しが実行されたと言えよう。

ただし、このような私募市場の規制見直しは、伝統的な共和党の方針に則った施策であるため、21年1月に発足した Joe Biden 政権ならびに連邦議会両院 (ともに民主党が多数政党) では、改めて修正が加えられる可能性がある点を指摘しておく。

目 次

- | | |
|----------------------|----------------|
| I. はじめに | 2. 利用状況 |
| II. 改正前の制度の全体像 | 3. Reg. A の変遷 |
| 1. 登録除外等が適用される取引の全体像 | 4. Reg. CF の導入 |

III. 2020年のSEC改正

- 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
- 2. 発行体による募集上限および個人投資家の投

資上限の見直し

- 3. Reg. CFの発行体の適格性の見直し
- 4. その他

IV. まとめ

I. はじめに

第45代合衆国大統領を務めた Donald Trump の時代（2017年1月から2021年1月）を資本市場の面から評価すると、大統領の私的信条ではなく、伝統的な共和党の方針に則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）と呼ばれる主にテック系の新興企業の勃興が注目されていた。これら Unicorn を象徴として、いわゆる私募による資本等の調達が増加していたことを特徴の1つとして挙げる事ができる（佐賀 [2019], 若園 [2019]）。

この時代の金融規制に関する行政の評価は、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）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。特に同命令が提示するコア・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²⁾。

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正をまとめる。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、プロ

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)

投資家を意味する自衛力認定投資家 (Accredited Investor) の定義を見直す最終規則も公開されており、これらを合わせて米国私募市場へのアクセスに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 (ならびに民主党が多数政党となった連邦議会両院) では、このような共和党的な規制の見直しには批判も強く、更なる修正が行われる可能性もある³⁾。

II. 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。規制群の利用状況とともに、改正の主な対象となった Reg. A と Reg. CF の概要も記す。

1. 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、州をまたいで証券や目論見書等の輸送、また関連する通信や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 (別途規定が無い限り) 33年証券法の適応を受けない「適用除外証券」として扱っている。

SEC への登録届出書の登録とは、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。特に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で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、登録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。1982年に SEC が導入した Regulation D (Reg. D) に含まれている Rule506は、実務者からの要求に応えた Sec.4 (a) (2) のセーフハーバーに位置づけられる⁴⁾。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] を参照願いたいだが、2012年に成立した Jumpstart Our Business Startup Act (JOBS 法) は Rule506を拡充している。同法の 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月の最終規則をもって Reg. D に 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。

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連邦証券諸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

図表2 Reg. A の流通市場 (2015年6月から2019年末まで)

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

[出所] Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis.

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33年証券法の Sec.3(b) は、投資者保護を維持しつつも、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)、Rule701や Reg. A などの規則を制定している⁵⁾。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2) 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⁶⁾。

この他 Reg. A や Rule504 と並んで、JOBS 法の Sec.302は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33年証券法に Sec.4(a)(6) を追加し、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・売付行為を登録の適用除外の対象に加えた。この Sec.4(a)(6) 基づいて SEC が2015年10月に導入した規制が Reg. CF である⁷⁾。

本稿が扱う SEC による見直しが適用される

前の、登録の適用除外や簡素化された登録を定めた規制群を図表3でまとめた。類似した規制が多数存在しているが、これら規制・規則は、①過去12ヶ月間で調達可能な金額 (募集上限額)、②一般勧誘や広告の可否、③投資家の要件、④ SEC への報告形式 (フォーム)、⑤転売の制限、および⑥州規制による適用 (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 (州登録は本稿では割愛)。

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⁸⁾。

2. 利用状況

いわゆる私募である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) の記述を中心として、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。

SEC の提案規則によると、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

図表3 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)も可能 (Rule 255については本文を参照)	特に無し	Form 1-A ^(注1)	無し
Regulation A: Tier 2	5,000万ドル		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(条件付き) ^(注3)
Rule 504 (Regulation D)	500万ドル ^(注4)	条件付きで可 ^(注5)	特に無し	Form D ^(注6)	有り ^(注7)
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可能	所得もしくは純資産を基準に投資額の制限あり ^(注8)	Form C 監査等を受けた2年分の財務諸表プロダクトおよびアニュアルレポート	12ヶ月間は転売が制限 ^(注9)

- (注) 1) Form 1-Aは簡易な募集届出書 (Offering Statement) であり、その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、Tier 1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。その他、Tier 1はExit Report、Tier 2はAnnual, Semi-Annual, Current およびExit Reportの提出が求められる。
- 2) 年取もしくは純資産額の10%を超えない。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。
- 3) ただし、転売額は1,500万ドルに制限。(今回の改正で2,250万ドルに増額)
- 4) 2016年に100万ドルから500万ドルに増額。
- 5) 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
- 6) Reg. DのForm Dは提出が求められるもの、適用除外を受ける条件ではない。
- 7) 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。
- 8) 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)。
- 9) 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。
- 10) これらの他、Rule144AはQualified Institutional Purchaser間での転売が自由。ただし、その8割は債券での利用。

であり、その内、公募(募集時に登録届出書をSECに登録)で調達された資本および資金は約1兆2,000億ドル(30.8%)、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4で示した。

図表4から明らかなように、総額および平均金額ともにReg. DのRule506(b)を利用した調達が突出している⁹⁾。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による調達であり、以下Pooled Investment Fund Interests (26.4%)、Debt (13.0%)と続く(詳細は佐賀[2019]や若園[2019]を参照願いたい)。図表3でみたように、Rule506(b)は投資家が主として自衛力認定投資家に制限されるものの募集時の金額に制限はない。またSECに提出されるForm Dが要求する情報開示は、公募時に求められる登録届出書とは比較にならないほど簡便である(低コストでの募集が可能)。

図表 4 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 Tier 1	4,400万ドル	-
Reg. A Tier 2	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 5 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 (中央値金額)	590万ドル (410万ドル)	1,540万ドル (550万ドル)	1,340万ドル -

〔出所〕 Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis。

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。2020年3月の SEC スタッフ・レポートによれば¹⁰⁾、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24億4,600万ドル (発行体数183) であり、うち Tier 1 による調達が2億3,040万ドル (9.4%)、Tier 2 による調達が22億1,600万ドル (90.6%) であった (図表5)¹¹⁾。

このスタッフ・レポートは、発行体の属性も掲載している (図表6)。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。

また、Reg. A と同様に SEC の見直し対象となった 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¹²⁾。(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。)

このように 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 ステージに該当していると言えよう¹³⁾。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

図表6 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, %)	47	-
純所得 (Net Income)	▲490,100ドル	▲14,000ドル
(0以上の比率, %)	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。

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を整備（多様化）にあると言えよう。

3. Reg. A の変遷

Reg. A は少額発行に関する除外規定（簡易登録）として、1936年にSECが最初に定めた規制である¹⁴⁾。これまでも段階的に見直しが行われてきた。例えば過去12ヶ月間での募集の上限金額は、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Tier 2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 の募集上限額は抑制されてきたとも言える。Reg. A の利用

促進策を考えるに、特に後述する1992年と2015年においてSECが加えた改正は重要である。

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の提出は公募時のSEC登録よりも低コスト、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¹⁵⁾、Reg. A とRule504 (Reg. D) 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

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)。

500万ドルへと引き上げ、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¹⁶⁾。

第2に、JOBS法の Title IV を受けて SEC は2015年に 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。JOBS法は Title II から Title IV 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 Title IV (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適用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)。

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 (施行は同年6月)。この最終規則によって Reg. A は Tier 1 と Tier 2 に分割されている。過去12ヶ月間での募集上限をそれまでの500万ドルから、Tier 1 での上限は2,000万ドルとし、さらに Tier 2 での上限を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3)。(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、Tier 2 では非自衛力認定投資家に制限を設けている。) この改正を受けた規制を Reg. A+ と呼ぶこともある。

JOBS法の Sec.402が U.S. Government Accountability Office (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) により、Reg. D の Rule506を用いた募集や売付が増加したことが挙げられている。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除外対象となったことが同規則の利用を増加させたと言われている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Tier 2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た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により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、同法の定めに応じてSECが2018年12月に公開した最終規則により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、Tier 2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。

4. Reg. CFの導入

JOBS法のTitle III(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。Title III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Title III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、Title III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Title III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、Rule 100でSec.4(a)(6)の適用を受ける条件を定め、Rule 300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 Author-

ity (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 (Rule 400で定義) に限定するとともに、Rule 301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 Rule 204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。

Ⅲ. 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。

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いる。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

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)

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。(SECは2020年10月7日に、Finderを登録除外とする条件の提案を行っている。)

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)であった点は興味深い。

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3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 Group²⁵⁾、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(潜在的な需要の事前調査)を認める33年証券法Rule163Bを導入している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、同規制のRule255(Solicitations of Interest and Other Communications)によりTest the Waters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 Form C の提出前であっても需要調査を可能とする規則である。さらに Reg. CF に関しては、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²⁹⁾。このような一連の改正では、登録募集と登録が免除される募集との間の規制の調整とともに、登録除外を定める規定の統合が意図されている。

2. 発行体による募集上限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) の募集上限金額および投資上限金額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本等の総額（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4）。

大統領令13772を受けて2017年に財務省が公開した報告書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³²⁾。この財務省レポートは、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 Tier 2 の上限を7,500万ドルまで引き上げを求め³⁴⁾、Reg. CF についても、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発行体による募集の上限を過去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。

今回の改正の要点は、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24億ドルであり、うち Tier 1 は2億3,000万ドル、Tier 2 は22億ドルであったが、Tier 2 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.

図表9 募集および投資上限の改正

	募集上限		投資上限	
	改正前	改正後	改正前	改正後
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。

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。

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。）

4) 2016年に100万ドルから500万ドルに増額。

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。

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、①Reg. 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（例えば投票権の取りまとめ等）となることが挙げられている一方で、②Reg. 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、SEC は提案規則に寄せられたコメントを検討した結果、このような問題は情報開示で対処すべきと判断し新たな制約の適用を見送った。

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) であるか、から判断する 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))

JOBS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3)。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) と比較して少額に留まっている (図表4)。

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)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3)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 Tier 1 と Tier 2 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 Table 4 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)⁴³⁾。この他、Reg. A の Form 1-A についても複数の見直しが含まれている。

IV. まとめ

本稿が対象にした SEC の最終規則は大統領選挙の前日である2020年11月2日に採択された。この最終規則の公表とともに、Jay Clayton 委員長(当時)を含めた5人の委員が意見を表明している。Clayton 委員長のパブリック・ステートメントは今回の SEC 改正の全体像をまとめており、この施策には規制フレームワークの合理化を通じて資本形成の効率化と促進が期待されている。今回の改正の中核にあるのが小規模な募集行為に関連する規制であることから、成長力のある SME (Smaller and Medium-Sized Company) の更なる育成を SEC が意図していたことは明白である。その一方で、採決で反対票を投じた民主党系の2人の委員が指摘するように、開示される情報が少ない私募市場が拡大することで様々な危険性が増す

ことも事実であろう。Clayton 委員長が退任後に委員長代行を務めた Allison Herren Lee が指摘するように、SEC への登録が免除された取引のデータは少ないため、今回の改正が与える影響は十分に分析されていない点は問題である。新たに SEC 委員長に就任した Gary Gensler は厳格な規制による秩序維持を重視しており、今後、私募市場に関しても何らかの方針を示していくと思われる。

2020年の予算請求に関する連邦議会下院のヒアリングで、本稿が焦点を当てた規制の変更に対して、金融サービス委員会の Maxine Waters 委員長が Clayton 委員長に投げかけた「SEC は規制を後退させている」との言葉は印象に残った。

注

- 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した(のちに廃案) 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強く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。若園 [2018] を合わせて参照願いたい。
- 2) 前 SEC 委員長の Jay Clayton (在籍期間は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正を全面的に見直す可能性が指摘されている。また、2021年6月11日に SEC が公開した Regulatory Agenda では私募規制の更なる見直しも提言されている。

米国における私募市場へのアクセス改善：小口募集取引規制の見直し

- 4) 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。
- 5) 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。
- 6) 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。
- 7) 若園 [2020] ではReg. CFの評価を行っている。
- 8) この他、Rule144Aによる募集もSECへの登録除外を定める規則である。ただしRule144Aは適格機関購入者 (QIB) 間であれば転売に制約がないものの、約8割が債券による利用であるため、図表3には掲載していない。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。
- 9) 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年はそれぞれ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。)
- 10) 「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。
- 11) 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。
- 12) 「Report to the Commission: Regulation Crowdfunding」(2019年6月)。
- 13) 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。
- 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、議決権が付与する浮動株式 (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を加えられている。
- 16) また、近年注目を集めているSpecial Purpose Acquisition Company (SPAC) (Blank Check Company) 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。
- 20) 若園 [2020] を参照願いたい。
- 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合共有り、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別および量、③募集で集められた資金の使途、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。
- 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 Rule506(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からの調達に限定される。
- 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、コンプリートしたのは519件であった。
- 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。
- 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

米国における私募市場へのアクセス改善：小口募集取引規制の見直し

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が含まれている（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。

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.

(当研究所主席研究員)