

米国の私募市場の発展を支える包括的な制度改革

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 証券取引委員会（SEC）は 2020 年 11 月に、登録免除募集に係る規則（エグゼンプト・オファリング規則）を採択した。これは、日本の制度に即していえば、私募制度の拡充を図ったものであり、レギュレーション D、レギュレーション A、レギュレーション・クラウドファンディング（レギュレーション CF）を包括的に見直し、改正するものである。
2. エグゼンプト・オファリング規則は、高い投資家保護の水準を保持しながらも、スタートアップ企業や中小企業等の資本形成の促進を目的としており、レギュレーション CF 及びレギュレーション D ルール 504 の年間調達上限額を引き上げ、レギュレーション A ティア II については年間調達上限額だけではなく、発行済み証券の転売上限額も引き上げた。
3. また、エグゼンプト・オファリング規則は、投資家及び発行体間のコミュニケーションを促進すべく、大学やアクセラレーター等によるデモ・デーや、登録免除募集の実施を検討する発行体によるテスト・ザ・ウォーターにおいて一般的勧誘規制を免除する要件を明確化した。更に、エグゼンプト・オファリング規則は、同一の発行体が、ほぼ同時期に実施する複数の募集を、単一の募集とみなす通算ルールの要件を明確化した。これにより、スタートアップ企業や中小企業等が、短期間に複数回にわたって資金調達をすることを促した。
4. エグゼンプト・オファリング規則は、過去 50 年間に渡って、度々改正されてきた登録免除募集制度を包括的に見直すことで、発行体による同制度の活用と要件の遵守がし易くなることから、投資家保護の水準も向上するという考え方の下、採択された。すなわち、エグゼンプト・オファリング規則は、発行体による効率的な制度活用の促進こそ、リスクマネーの循環を促すという理念に基づく規制改革であると言える。今後、日本においても、発行体による効率的な制度活用の促進という観点で、公募及び私募制度の改革が進展することが期待される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み－自衛力認定投資家の規制緩和を中心に－」『野村資本市場クォーターリー』2020年秋号。
- ・ 岡田功太「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号。

I はじめに

証券取引委員会（SEC）は2020年11月に、登録免除募集（exempt offering）に係る規則（エグゼンプト・オファリング規則）を採択した¹。エグゼンプト・オファリング規則は、非上場企業による資金調達を促進を目的とした規制改革であり、1933年証券法第5条が規定する証券募集等に係る登録義務の免除に関する一連の規則を改正するものである。日本の制度に即していえば、私募制度の拡充を図ったものと言える。

米国では、発行体が SEC に登録届出書を提出し、効力が発生した後に、有価証券の募集をすることが義務付けられている。登録届出書において要求される開示事項は、詳細かつ複雑であり、その準備は発行体にとって一定の負担となる。ただし、これには条件付きで登録免除規定が設けられており、レギュレーション D、レギュレーション A、レギュレーション・クラウドファンディング（レギュレーション CF）等がある。今般採択されたエグゼンプト・オファリング規則は、これら登録免除募集を包括的に見直し、改正するものである。

近年、米国では、IPO 等を規定する登録募集制度よりも、私募発行等を規定する登録免除募集制度の方が多用されている。2019年の登録募集の資金調達額は約1.2兆ドルであったのに対して、登録免除募集の資金調達額は約2.7兆ドルに達している²。スタートアップ企業や中小企業等が登録免除募集制度を活用し、資金調達を積極的に実施することで、ユニコーンと呼ばれるような非上場の大企業が生まれている。つまり、登録免除募集制度は、投資家による成長著しい非上場企業への投資機会の拡大に貢献していると言える。しかし、登録免除募集制度は、過去50年間にわたって度々改正されており、「パッチワーク」とも呼称されている。そのため、スタートアップ企業や中小企業等による効率的な資金調達活動が阻害されている側面もある。

そこで、エグゼンプト・オファリング規則は、高い投資家保護の水準を保持しながらも、スタートアップ企業や中小企業等の資本形成を促進すべく、登録免除募集制度の簡素化及び改善を目指しており、①発行体が複数の登録免除募集制度を同時に活用する際の通算ルール（詳細は後述）の明確化、②投資家及び発行体間のコミュニケーションに関する明確なルールの設定、③登録免除募集制度の年間調達上限額の引き上げを内容としている。

実は、ジェイ・クレイトン前 SEC 委員長は、2017年の就任当初より、個人投資家に対して、非上場市場における投資機会を提供する必要があるとの見解を示し、特に2020年に入ってから相次いで施策を打ち出してきた。例えば、SECは2020年8月に、自衛力認定投資家に分類される個人の定義を拡大し、認定教育機関から資格を得た者にも私募証券

¹ Release No. 33-10884; 34-90300, Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets.

² 米国の IPO 件数は概ね減少傾向であり、米国上場企業数は過去20年間で半減している。詳細は、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号（ウェブサイト版）、岡田功太、下山貴史「米国の IPO 活性化及びスタートアップ企業への投資促進に係る政策－JOBS法3.0を中心に－」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号を参照。

投資を認めた³。また、2020年10月には、長年にわたって要件が曖昧であったファインダー（非上場企業と投資家を繋ぐ者）に許容される行為を明確化する道筋をつけた⁴。そして、今般、SECが採択したエグゼンプト・オファリング規則は、ドナルド・トランプ政権の下、SECが打ち出してきた数々の米国資本市場の活性化策の集大成とも言うべき規制緩和として位置づけられている。

本稿は、エグゼンプト・オファリング規則の主な規定である、登録免除募集制度を活用する発行体及び投資家に係る要件の緩和、一般的勧誘規制の免除、募集の通算ルールの簡素化について整理を図る。

II 米国の登録免除募集制度の概要

米国の登録免除募集制度は、図表1が示す通り、10種類以上あり、乱立している⁵。以下では、エグゼンプト・オファリング規則の改正対象となったレギュレーションA、レギュレーションD、レギュレーションCFについて、同規則による改正後の概要を示す。

レギュレーションAは、1933年証券法第3条(b)項に基づいて、小規模事業による資本形成を向上させることを目的とした規則である⁶。SECは、レギュレーションAをティアIとティアIIに大別しており、年間調達上限額は、前者が2,000万ドル、後者が7,500万ドルとなっている⁷。ただし、両者共に、投資家の人数、一般的勧誘、転売等の制限は規定されていない。そのため、レギュレーションAはミニIPOとも呼ばれている。レギュレーションAのフォーム1-Aには、発行体の事業内容、発行済み株式の状況、投資リスクの説明、資金使途、財務諸表等が求められるが、ティアIは監査済みの財務諸表である必要はない一方で、ティアIIは監査済みの財務諸表でなければならない。そして、ティアIIに基づいて資金調達を行った発行体には、年次報告書の作成等の継続開示義務が生じる。

レギュレーションDルール504は、レギュレーションAと同様に、1933年証券法第3条(b)項に基づいて策定された規則であり、発行者がミニ公募（mini-public offering）を行うことを許容している。ルール504は、投資家に関する制限を設けていないことに加えて、条件付きで発行済み有価証券を転売可能としている。その条件としては、当該有価証券が一般的勧誘（general solicitation）を許容している州法に基づいて発行され、その売付が自衛力認定投資家のみに対してなされること等が規定されている。一般的勧誘とは、資金調達のために公に行う活動を指し、新聞や雑誌、誰でもアクセス可能なウェブサイト、テレ

³ 詳細は、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み—自衛力認定投資家の規制緩和を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020年秋号を参照。

⁴ 詳細は、岡田功太「SECによる起業家と投資家を繋ぐ「ファインダー」区分の導入提案」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号（ウェブサイト版）を参照。

⁵ 米国の登録免除募集制度は、本稿で取り上げているレギュレーションA、レギュレーションD、レギュレーションCF以外に、レギュレーションSやルール701等がある。

⁶ 1933年証券法第3(b)は、SECに対して少額募集の登録除外に係る権限を付与している。

⁷ レギュレーションAに基づいて発行された株式の一部は、OTCマーケットにおいて取引されている。詳細は、岡田功太、片寄直紀「米国株式市場の競争を促すOTCマーケット」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

図表1 エグゼンプト・オファリング規則施行後の主な登録免除募集制度の概要

	12ヵ月以内の調達上限額	一般的勧誘	発行体の要件	投資家の要件	SECへの届出	転売規制
証券法4条(a)項(2)	上限なし	不可	制限なし	判例法上の「発行による公募を含まない取引」に限る	不要	転売不可
レギュレーションDルール506(b)	上限なし	不可	「前科者」は不適格	自衛力認定投資家及び35名以下の洗練された投資家	フォームD	転売不可
レギュレーションDルール506(c)	上限なし	可	「前科者」は不適格	自衛力認定投資家(合理的な手続きに基づく確認が必要)	フォームD	転売不可
レギュレーションAティアI	2,000万ドル	可(TTW可)	「前科者」は不適格、登録投資会社等は不可	制限なし	2年分の財務諸表を含むフォーム1-A	転売可
レギュレーションAティアII	7,500万ドル	可(TTW可)	「前科者」は不適格、登録投資会社等は不可	非上場証券の場合は自衛力認定投資家以外の投資家について投資金額等の制限あり	2年分の監査済み財務諸表を含むフォーム1-A	転売可
レギュレーションDルール504	1,000万ドル	限られた場合にのみ可	「前科者」は不適格、登録投資会社等は不可	制限なし	フォームD	原則転売不可
レギュレーションCF	500万ドル	届出後は限定的に可(TTW可)	「前科者」は不適格、米国外の発行者や登録投資会社は不可	自衛力認定投資家以外の投資家については所得及び純資産基準あり	2年分の財務諸表を含むフォームC	12ヵ月間の転売禁止
証券法第3条(a)(11)に基づく州内発行	連邦法上の制限なし、州法上は100万～500万ドルの上限規制	対象者は州内居住者に限る	州内で事業を営む州で設立された発行者に限る(登録投資会社は不可)	州内居住者に限る	不要	州外への転売不可
ルール147に基づく州内発行	連邦法上の制限なし、州法上は100万～500万ドルの上限規制	対象者は州内居住者に限る	州内で事業を営む州で設立された発行者に限る(登録投資会社は不可)	州内居住者に限る	不要	6ヵ月以内の転売は州内に限る
ルール147Aに基づく州内発行	連邦法上の制限なし、州法上は100万～500万ドルの上限規制	対象者は州内居住者に限る	州内で事業を営む発行者に限る(登録投資会社は不可)、発行者の設立地は州外も可	州内居住者に限る	不要	6ヵ月以内の転売は州内に限る

(注) 1. TTWはテスト・ザ・ウォーターを指す。

2. 前科者(bad actor)とは、一定の違反を行い、SECによる行政処分等を受けた者を指す。

(出所) SECより野村資本市場研究所作成

ビヤラジオ、誰でも入場可能なセミナー等における広告等が含まれる。

レギュレーションDルール506(b)及びルール506(c)は、私募発行の要件を規定している⁸。つまり、ルール506(b)及びルール506(c)は、いかなる発行者も利用可能であり、調達上限額に関する制限はないが、転売制限が付与されている。ルール506(b)及びルール506(c)の主な差異は投資家の要件である。ルール506(b)は、自衛力認定投資家及び35人以下の洗

⁸ 1933年証券法4条(a)項(2)は、「発行者による取引で公募を含まないもの」を登録義務の適用除外対象としており、所謂、私募(private placement)の規定として知られている。しかし、「発行者による取引で公募を含まないもの」とは、具体的にどのようなものを指すのか明らかではないため、SECは1974年にルール146を制定したが、その内容は1933年証券法4条(a)項(2)に関する解釈を示した判例よりも、制限的な内容であった。そこで、SECは1982年にレギュレーションDを制定した。そのため、本稿では、レギュレーションDルール506を、所謂、私募として記載している。

練された投資家 (sophisticated investor) による投資を認めている。自衛力認定投資家とは、銀行、保険会社、投資会社といった金融機関等の法人と、純資産及び所得実績が一定水準以上の個人や、認定教育機関から資格を得た個人等であり、洗練された投資家とは、投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに係る知識と経験を有している者を指す。他方で、ルール 506(c)は、「合理的な手続き (reasonable steps)」を経た上で、投資家全員が自衛力認定投資家であることが確認されている場合において、投資家に一般的勧誘の実施を許容している。

レギュレーション CF は、株式投資型クラウドファンディングの要件を規定しており、数多くの個人投資家による非上場株投資を促していることから、投資家の人数に係る制限を設けていない⁹。その代わりに、レギュレーション CF は、自衛力認定投資家以外の投資家に対して所得及び純資産基準を設けており、年間の調達上限額については 107 万ドルと規定している。また、レギュレーション CF は、有価証券取得後 12 か月間の転売を原則として禁止しているが、転売先の取引相手が自衛力認定投資家である場合には、当該有価証券取得から経過した期間にかかわらず、転売可能としている。

III 登録免除募集制度を活用する発行体及び投資家に係る要件の緩和

エグゼンプト・オファリング規則は、登録免除募集制度について、発行体及び投資家に係る各種要件を緩和している。例えば、年間調達上限額の引き上げや、買付上限額や発行体に係る要件の緩和、募集可能な対象投資家の認証要件の明確化等である。

1. 年間調達上限額の引き上げ

エグゼンプト・オファリング規則は、第一に、登録免除募集制度の年間調達上限額を引き上げた。SEC によると、2019 年のレギュレーション A ティア II、レギュレーション D ルール 504、レギュレーション CF の調達額は約 12.9 億ドルであり、登録免除募集の合計調達額に占める割合は約 0.047%に過ぎない (図表 2)。SEC は 2015 年 6 月に、レギュレーション A を改正し、同規則の調達上限額を引き上げたが、それでも、同規則に基づく調達額はレギュレーション D に比べて少額である¹⁰。また、レギュレーション D ルール 504 の調達額は約 2.28 億ドルであるが、レギュレーション D の調達額の約 0.015%に過ぎず、多くのスタートアップ企業や中小企業等によって活用されているとは言い難い。更に、SEC は、コロナ禍の影響を受けている企業等に対して、株式投資型クラウドファンディングを実施することで、資金調達を積極化することを推奨しており、レギュレーション CF

⁹ 詳細は、岡田功太「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号、齋藤芳充、吉川浩史「米国で活発化する株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号、神山哲也「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号を参照。

¹⁰ 2015 年 6 月に改正されたレギュレーション A は、レギュレーション A+と呼ばれることがある。

図表 2 2019年の登録免除募集額

	調達額 (10億ドル)	合計調達額に 占める割合
レギュレーションDルール506(b)	1,492	54.8%
レギュレーションDルール506(c)	66	2.4%
レギュレーションAティアII	0.998	0.037%
レギュレーションDルール504	0.228	0.008%
レギュレーションCF	0.062	0.002%
レギュレーションAティアI	0.044	0.002%
その他	1,162	42.7%
合計	2,721	100%

(出所) SECより野村資本市場研究所作成

の活用を促したいと考えている。

そこで、エグゼンプト・オファリング規則は、①レギュレーションCFの年間調達上限額を107万ドルから500万ドルに¹¹、②レギュレーションDルール504の年間調達上限額を500万ドルから1,000万ドルに¹²、③レギュレーションAティアIIの年間調達上限額を5,000万ドルから7,500万ドルに引き上げた¹³。また、レギュレーションAティアIIについては、発行済み証券の転売の上限額についても1,500万ドルから2,250万ドルに引き上げた¹⁴。

なお、2019年のレギュレーションAティアIの調達額は約0.44億ドルであり、登録免除募集の合計調達額の約0.002%である。しかし、SECは、ティアIの調達上限額を引き上げなかった。これは、州政府がティアIの見直しに係る権限を有しているためであり、エグゼンプト・オファリング規則の対象外とされた。

¹¹ SECは、1933年証券法第4条A項(h)に基づいて、少なくとも5年毎に、レギュレーションCFの年間調達上限額を見直すことが義務付けられている。SECは2019年6月に、レギュレーションCFの活用状況に関する包括的な報告書（SEC, “Report to the Commission: Regulation Crowdfunding,” June 18th 2019）を公表し、発行体による調達行動が規制要件によって抑制されている可能性を示した。また、スタートアップ企業や中小企業等は、一般的に、株式投資型クラウドファンディングとは別に、100万ドルから500万ドルの資金調達需要があるとの指摘もあった。そこで、SECは、今般、レギュレーションCFの年間調達額を引き上げた。

¹² SECは2016年10月に、1933年証券法第3条(b)項(1)に基づいて、レギュレーションDルール504の年間調達上限額を100万ドルから500万ドルに引き上げた（Exemptions to Facilitate Intrastate and Regional Securities Offerings, Release No. 33-10238）。しかし、本稿で指摘した通り、ルール504の活用は限定的である。他方で、ルール504を活用する発行体は、連邦法だけではなく、州法も遵守する必要があり、投資家保護が著しく棄損される可能性は限定的であることから、SECは、今般、同ルールの年間調達上限額を引き上げることで、小規模事業者に対する低コストな資金調達が促した。

¹³ SECは1933年証券法第3条(b)項(2)において、レギュレーションAの年間調達上限が適切なのか否か、2年毎に検証することが義務付けられている。SECは2020年3月に、レギュレーションAの活用状況に関する包括的な報告書（SEC, “Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis,” March 4th 2020）を公表した。同報告書は、レギュレーションAが、レギュレーションD等に基づく調達額よりも少額である理由として、既存の要件の下では、レギュレーションAの活用に興味を持つ発行体及び投資家が限定的であることや、引受を行う仲介者や流通市場の流動性が低いことを指摘した。これを受けて、SECは、今般、レギュレーションAの年間調達額を引き上げた。

¹⁴ レギュレーションAにおける発行済み証券の転売上限額は、当初の発行体の調達額の上限30%と規定されている。

2. 自衛力認定投資家に対する所得及び純資産基準の撤廃

第二に、レギュレーション CF における投資家に係る買付上限額の要件緩和である。レギュレーション CF は、投資家の買付上限額を 10 万 7,000 ドルとしながらも、投資家の年間所得や純資産に応じて段階的に規定している。具体的には、①過去 12 か月間の所得または総資産のいずれかが、10 万 7,000 ドル未満だった場合、所得または総資産のいずれか小さい額の 5%と 2,200 ドルを比べて大きい方の額、②過去 12 か月間の所得及び総資産の両者が、10 万 7,000 ドル以上だった場合、所得または総資産のいずれか小さい額の 10%であるが、その上限は 10 万 7,000 ドルとされている。

エグゼンプト・オフアリング規則は、レギュレーション CF を改正し、投資家が自衛力認定投資家である場合においてのみ、所得及び純資産基準を撤廃した。レギュレーション A のティア I には買付上限額の制限がなく、レギュレーション D のルール 506(b)、ルール 506(c)、レギュレーション A のティア II には、自衛力認定投資家による買付上限額の制限がない。そのため、エグゼンプト・オフアリング規則は、レギュレーション CF についても、自衛力認定投資家による投資額に係る制限を撤廃することで、他の登録募集免除制度との整合性をとった。

3. クラウドファンディング・ビークルの活用

第三に、レギュレーション CF の発行体要件の緩和である。従前、レギュレーション CF は、1940 年投資会社法第 3 条に定義される投資会社に該当する特定目的ビークル (SPV) が、発行体になることを禁じてきた。これは、株式投資型クラウドファンディングが、スタートアップ企業等による資金調達を促すものであり、ミューチュアルファンドによる投資家からの資金の受託を促すものではないと位置づけられていたためである。しかし、スタートアップ企業が株式投資型クラウドファンディングを実施した場合、株主数が増大し、経営戦略やガバナンス変更、資金調達等に関する投資家の合意を得ることが難しくなるという問題が生じていた。

そこで、エグゼンプト・オフアリング規則は、1940 年投資会社法のルール 3a-9 を新設し、発行体によるクラウドファンディング・ビークルの活用を容認した。クラウドファンディング・ビークルは、レギュレーション CF に基づいて、株式投資型クラウドファンディングを実施する場合においてのみ活用される SPV であり、単一の発行体によって発行される有価証券の直接購入を目的としている。他方、クラウドファンディング・ビークルは、①外部からの借り入れ、②株式投資型クラウドファンディングを実施する発行体以外のエンティティから報酬を得ること、③他のクラウドファンディング・ビークルに投資すること等は禁じられている。

また、エグゼンプト・オフアリング規則は、クラウドファンディング・ビークルに対して、レギュレーション CF に基づく開示を求めており、発行体とクラウドファンディン

グ・ビークルが共同でフォームCを届出することを義務付けている。すなわち、株式投資型クラウドファンディングを実施する発行体は、クラウドファンディング・ビークルの開示内容についても責任を負う。

エグゼンプト・オファリング規則が、クラウドファンディング・ビークルの活用を容認したことで、発行体は効率的にキャップテーブル（株式の保有者リスト）を管理しながら、株式投資型クラウドファンディングを実施できる。

4. 適格な投資家の認証要件の明確化

第四に、レギュレーション D ルール 506(c)における自衛力認定投資家の認証要件（verification requirement）の明確化である¹⁵。発行体は、同規則において、「合理的な手続き」を経た上で、投資家全員が自衛力認定投資家であることを確認している場合においてのみ、投資家への一般的勧誘の実施を許容している。ここで言う「合理的な手続き」とは、①購入者の性質及び種類、②発行体が有する購入者に関する情報の量と種類、③発行の性質（勧誘を受ける購入者が発行に参加する手法等）及び発行の条件（最低投資金額等）を踏まえることを指す。つまり、「合理的な手続き」は、規則上、詳細な要件が定められているわけではなく、発行体が各取引の事実や状況を鑑みて定めるプリンシプル・ベースの規定と言える。

発行体は、「合理的な手続き」に係る要件を満たすために、レギュレーションDルール506(c)に基づく資金調達を実施する度に、投資家に対して金融資産等のプライバシーに関する情報を繰り返し照会する必要がある。その結果、場合によっては、発行体と投資家の関係が悪化することも考えられる。このような事態を回避するために、スタートアップ企業や中小企業等は、レギュレーションDルール506(c)に基づく資金調達活動に消極的になり、同ルールの活用が抑制されている可能性がある。

そこで、エグゼンプト・オファリング規則は、レギュレーションDルール506(c)を改正し、①発行体が証券を売付ける時点で、投資家が自衛力認定投資家の要件を欠いているという事実を知っていた場合を除き、②過去5年以内に自衛力認定投資家であることが承認されていた投資家であり、③投資家自身が自衛力認定投資家に該当する旨を宣明する書面を交付している場合は、一般的勧誘の対象として容認すると規定した。これにより、「合理的な手続き」について、プリンシプル・ベースの規制アプローチを保持しながらも、投資家に繰り返しプライバシー情報を照会するコストと手間を削減できる。

¹⁵ 近年、レギュレーションDルール506(c)は、セキュリティ・トークン・オファリング（STO）の実施時に活用されている。詳細は、神山哲也、塩島晋「新たな資金調達手法として期待される STO—海外の事例と日本における可能性—」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号（ウェブサイト版）を参照。

IV 一般的勧誘規制の免除

エグゼンプト・オフアリング規則は、投資家及び発行体間のコミュニケーションを促進すべく、一般的勧誘規制を免除することで、デモ・デー（Demo Days）の開催や、登録免除募集の実施を検討する発行体によるテスト・ザ・ウォーター（testing the waters）の活用に係る要件を明確化した。

1. デモ・デーの要件の明確化

エグゼンプト・オフアリング規則は、ルール 148 を新設し、デモ・デーにおける情報伝達が、一定の要件を満たす場合、一般的勧誘に該当しないことを明確化した。デモ・デーとは、発行体が潜在的な投資家に対して、経営戦略やビジネス・モデル等に関するデモンストレーションを行うイベントであり、スタートアップ企業とエンジェル投資家等を繋ぐ役割を果たす。

エグゼンプト・オフアリング規則は、デモ・デーの主催者として、大学、その他の高等教育機関、地方政府、非営利団体、エンジェル投資家グループ、インキュベーター、アクセラレーターを挙げた。ここで言うエンジェル投資家グループには、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者と資本関係がないこと等が求められる。その上で、エグゼンプト・オフアリング規則は、デモ・デーの主催者に対して、①イベントの出席者へ投資推奨や投資アドバイスを提供すること、②イベントに参加している発行体及び投資家間の投資に関する交渉に参加すること、③合理的な運営費用以外の手数料を参加者から徴収すること、④イベントの参加者と発行体を紹介することの対価として報酬を得ること、⑤ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者としての登録が必要とされるような報酬を得ることを禁じた。

また、エグゼンプト・オフアリング規則は、デモ・デーに参加する発行体に対しては、①有価証券の募集中であること、または募集を計画していることの通知、②募集予定の有価証券の種類と数、③調達資金の用途、④募集における未購入の有価証券（unsubscribed amount）を提供することを許容した。更に、エグゼンプト・オフアリング規則は、主催者がオンライン上でデモ・デーを開催する場合、その参加者は、①スポンサーの関係者である個人、②スポンサーが自衛力認定投資家と合理的に考える個人、③スポンサーが投資経験に基づいて選定し招待した個人に限られると規定した。

2. 登録免除募集におけるテスト・ザ・ウォーターの活用促進

エグゼンプト・オファリング規則は、デモ・デーの開催に加え、テスト・ザ・ウォーターの活用促進も目指している。テスト・ザ・ウォーターとは、適格機関購入者（qualified institutional buyer）¹⁶と自衛力認定投資家に分類される機関投資家を対象とする需要動向調査であり、有価証券の募集に関心があるか否かについて、口頭または文書によるコミュニケーションを行うものである。エグゼンプト・オファリング規則は、ルール 241 を新設し、発行体が、具体的にどの登録免除募集制度に基づくのか決定する前の段階で、テスト・ザ・ウォーターを実施することを容認した。これにより、発行体は、投資家の需要を踏まえて、レギュレーション D に基づく募集をするのか、または、レギュレーション A に基づく募集をするのか等、判断し易くなる。

更に、エグゼンプト・オファリング規則は、ルール 206 を新設した。従来、発行体がレギュレーション CF に基づく募集をする際、フォーム C を SEC に届出する前に一般的勧誘を行うことは禁止されていた。しかし、レギュレーション CF と同様に、一般的勧誘を認めているレギュレーション A においてテスト・ザ・ウォーターの実施は容認されていることから、エグゼンプト・オファリング規則は、両規則の整合性をとった。すなわち、ルール 206 は、株式投資型クラウドファンディングを行う発行体によるテスト・ザ・ウォーターの実施を認めて、目標調達額を設定し易くした。

なお、SEC は 2019 年 5 月に、ルール 163B を新設し、登録募集を検討する全ての発行体によるテスト・ザ・ウォーターの実施を容認した¹⁷。同ルールが新設されるまでは、登録免除募集を検討する新興成長企業（EGC）のみが、テスト・ザ・ウォーターの実施を認められていたが、現在は、EGC 以外にも、報告開示義務を負う会社や登録投資会社等、全ての発行体によるテスト・ザ・ウォーターの実施が容認されている¹⁸。つまり、SEC は、登録募集及び登録免除募集を検討する多くの企業に対して、募集に係るコストが発生する前の段階で、有価証券の募集に係る需要のヒアリングを認めることで、あらゆる米国企業の資金調達を促している。

V 募集の通算ルールの明確化

エグゼンプト・オファリング規則は、同一の発行体が、ほぼ同時期に実施する複数の募集を、単一の募集とみなす通算ルール（integration doctrine）の要件を明確化した。これにより、スタートアップ企業や中小企業等が、短期間に複数回にわたって資金調達をすることを促している。

¹⁶ 一定規模の機関投資家、ブローカー・ディーラー、登録投資会社等であり、これらの投資家への売付けは、ルール 144A による登録免除の対象となる。ルール 144A の詳細は、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』2007 年秋号を参照。

¹⁷ Release No. 33-10699, File No. S7-01-19, Solicitations of Interest Prior to a Registered Public Offering

¹⁸ EGC とは、直近会計年度に係る年間総収益が 10 億 7,000 万ドル未満等の一定の条件を満たす企業を指す。

1. 募集の通算ルールの概要

1) 5ファクター・テスト

SECは、1933年に募集の通算ルールに係るコンセプトを公表し、1960年代に通算ルールを規則として定めた¹⁹。これは、本来、単一の募集をすべきところ、意図的に複数の募集に分割し、登録義務から逃れようとするような不適切な取り組みの抑止を目的としている。募集を通算する際の要件は、5ファクター・テストと呼称されており、①単一の資金調達計画の一部を成すものか、②同一の種類証券か、③ほぼ同時に行われているか、④対価は同一か、⑤目的は同一か、という5点から成る。

しかし、募集の通算には、長らく、課題も指摘されてきた²⁰。例えば、ある発行体が、レギュレーションDルール506(c)に基づいて、一般的勧誘を実施し、自衛力認定投資家に対して、投資制限を設けずに募集したとする。同時に、同一の発行体が、レギュレーションCFに基づいて、一般的勧誘を実施し、自衛力認定投資家以外の投資家にも募集をしたとする。その上で、これら2件の募集が5ファクター・テストを満たした場合、1件の募集が行われたと見なされ、通算される。この結果、自衛力認定投資家以外に募集した点がルール506(c)に違反し、投資制限を設けなかった点がレギュレーションCFに抵触する可能性がある。これにより、発行体は、意図して、規定に違反しようとしていたわけではないにもかかわらず、一定の違反を行った者、すなわち前科者 (bad actor) に該当し、5年間の資金調達行為の禁止等の罰則を受けてしまうことになり得る。

2) セーフハーバー・ルール

SECは、募集の通算ルールに係るコンセプトを公表した2年後の1935年に、ルール152を採択し、1933年証券法4条(a)項(2)について、募集の通算ルールの適用免除規定 (セーフハーバー・ルール) を設けた。その後、SECは、ルール152に基づいて、それぞれの登録免除募集についてもセーフハーバー・ルールを規定した。レギュレーションDを例に挙げると、同レギュレーションに基づく資金調達の前後6か月間の外で、同レギュレーションに基づく別の資金調達が実施された場合は、この2件の募集は通算されないと定められた²¹。

しかし、現在、米国の登録免除募集制度は、10種類以上あり、乱立している。つまり、通算対象となる登録募集及び登録免除募集の組み合わせの数だけ、セーフハーバー・ルールの種類も増加したことを意味している。結果的に、複雑化したセーフ

¹⁹ Release No. 33-4434, Section 3(a)(11) Exemption for Local Offerings (Dec. 6, 1961)及び Release No. 33-4552, Non-Public Offering Exemption (Nov. 6, 1962).

²⁰ C.Steven Bradford, "Regulation A and the Integration Doctrine: The New Safe Harbor," November 2nd 1994. Jason W. Parsont, "The SEC's Evolving Integration Doctrine: New Guidance on Combining Offering Methods," January 13th 2016.

²¹ Intra-Regulation D Combination と呼ばれている。

ハーバー・ルールが、スタートアップ企業や中小企業等の効率的な資本形成を阻害している可能性が指摘された。

2. 新たな募集の通算ルールとセーフハーバー・ルールの規定

エグゼンプト・オファリング規則は、1935年に策定されたルール 152を改正し、一般的な通算の原則（General Integration Principle）をルール 152(a)に規定し、新たなセーフハーバー・ルールをルール 152(b)に定めた。これらは、全ての募集の通算に係る共通ルールである。

ルール 152(a)は、発行体が、個別の事実と状況に基づいて、それぞれの募集が、登録規定あるいは特定の登録免除規定を満たしていることを認証できる場合、募集の通算は行われなかったとした。すなわち、ルール 152(a)は、5 ファクター・テストを撤廃し、発行体が、登録または登録免除の義務を履行していると明示できる場合において、結果的に、5 年間の資金調達行為の禁止等の罰則を受けてしまう等の事態の発生を抑止している。

その上で、ルール 152(b)は、新たなセーフハーバー・ルールとして、図表 3 が示す 4 点を規定した。ルール 152(b)は、発行体が、個別の事実と状況に基づいて、登録または登録免除の義務を履行していると明示できない場合においても、募集の通算の対象外となる要件を明記した。これにより、エグゼンプト・オファリング規則は、スタートアップ企業や中小企業等が、短期間に複数回にわたって、機動的に資金調達を実施することを促進している。

図表 3 新たなセーフハーバー・ルールの概要

1	他の募集の開始よりも 30 日以上前に行われた募集や、他の募集の停止または完了から 30 日以上後に行われた募集は、通算されない。
2	ルール 701 に基づく従業員福祉プラン向けの募集や、レギュレーション S に基づいて米国外で行われた募集は、他の募集とは通算されない。
3	下記のケースの後に、1933 年証券法に基づく届出書を登録した募集は、他の募集と通算されない。 <ul style="list-style-type: none"> • 一般的勧誘が認められない募集が停止または完了しているケース • 適格機関購入者と自衛力認定投資家に分類される機関投資家を対象とした一般的勧誘が認められている募集が停止または完了しているケース • 登録募集が開始される 30 日前までに、一般的勧誘が認められている募集が停止または完了しているケース
4	一般的勧誘が認められる登録免除募集は、それ以前に停止または完了した募集とは通算されない。

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

VI おわりに

クレイトン前 SEC 委員長は、エグゼンプト・オファリング規則を採択するにあたって、投資家保護の改善、効率性の向上、資本形成の促進をスローガンとして掲げた²²。過去 50 年間に渡って、度々改正されてきた登録免除募集制度を包括的に見直すことで、発行体による同制度の活用と要件の遵守がし易くなることから、投資家保護の水準も向上するという考え方である。すなわち、エグゼンプト・オファリング規則は、発行体による効率的な制度活用の促進こそ、リスクマネーの循環を促すという理念の下、採択されたと言える。

ヘスター・ピアース SEC 委員は、スタートアップ企業及び中小企業等を「資本蓄積のエンジン (engines of capital accumulation)」と呼んでいる²³。スタートアップ企業及び中小企業等が資金調達することで、新たな技術革新や雇用を創出し、その地域の繁栄をもたらすためである。発行体が資金調達する際に、レギュレーション A を活用すべきなのか、またはレギュレーション D を活用すべきなのか等、容易に判断できるような制度設計をデザインしなければ、「資本蓄積のエンジン」は円滑に稼働しない。つまり、エグゼンプト・オファリング規則を採択するにあたって、効率性の向上は重要な要素であったことが見て取れる。

現在、日本では、金融庁金融審議会市場制度ワーキング・グループや日本証券業協会の非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会などにおいて、非上場市場の活性化に向けた取り組みが議論されている。発行体による効率的な制度活用の促進という観点で、日本の公募及び私募制度の改革が進展することが期待される。

²² Chairman Jay Clayton, “Statement on Harmonizing, Simplifying and Improving the Exempt Offering Framework; Benefits to Small and Medium-Sized Business and Their Investors,” November 2nd 2020.

²³ Commissioner Hester M. Peirce, “Statement at Open Meeting on Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets,” November 2nd 2020.