

アメリカ私募市場におけるアクセスの改善

若園 智明

一、はじめに

二〇二二年一月にバイデン政権が無事に発足し、ドナルド・トランプ時代の四年間が幕を閉じた。

本稿はトランプ政権の評価を目的とはしないが、この四年間を資本市場の面から振り返ると伝統的な共和党の方針に従った施策であったと言える。金融関連の規制をみると、トランプ氏が第四五代合衆国大統領への就任直後に発令した複数

の行政命令が、米証券取引委員会（以下、SEC）などの監督機関の規制行動の基盤になっていたように見える。中でも一七年二月に発した大統領令一三七七二は、その中で掲げた「コア・プリンスイプル」において①規制を効率的、効果的かつ適切に調整することや、②監督機関に公的な説明責任や金融規制のフレームワークの整合化などを要求したことで注目された。本稿が対象とするSECによる資本市場へのアクセス改善策も、規制間の調整や規制の単純化が目的の一つとなっている。

それにしても、この四年間におけるアメリカ資本市場の変化には改めて驚かされる。例えば、今話題のSPAC（特別目的買収会社）は一七年から上場数が増え始め、二〇年には二四七社のSPACが上場してIPOにより約七三四億ドル（約九兆円）の資本を調達した（二一年はすでに前年超え）。また国法証券取引所においても、インベスターズ取引所やロングターム証券取引所、メンバーズ取引所が新設され、取引所間競争が促進されている。しかしながら最も重視すべきは、未公開企業による資本や資金の調達（発行市場）や、これら未公開企業が発行した証券の流通市場の成長であろう。主にテック系企業のユニコーン（時価総額が一〇億ドルを超える未公開企業）が顕著に増加した背景には、国法証券取引所に上場しなくとも比較的容易に資本調達が可能であったことがある。日本証券業協会に設置された「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」の資料によれば、一九年に「上場時・上場後」のエクイティ・ファイナンスで調達された金額はアメリカが日本の一九倍であったのに対して、「非上場・私募」で調達された金額はアメリカが日本の七六倍にのぼった。

本稿は、ミニIPOとも呼ばれるレギュレーションAおよびインターネットを経由した募集であるレギュレーション・クラウドファンディング（以下、レギュレーションCF）を中心に、二〇年一月にSECが公開した最終規則の主要点を報告する。これら規制は、証券の募集により資本等を調達する際のSECへの簡易登録ないしは登録除外（登録免除）を定めており、いわゆる私募市場へのアクセスの更なる改善が期待される改正である。このような少額募集は、スタートアップ段階の企業にとって重要な調達手段であり、制度

の充実は更なる成長の糧へと繋がる。本稿では、SECに登録届出書を登録する募集を公募と呼び、このような登録が免除されている、あるいは簡易登録で済む募集を私募と呼ぶこととする。

二、改正前の制度の全体像

(1) SECへの登録と簡易登録・登録除外

米国債や州債（地方債）などの登録除外証券を除いて、アメリカの三三年証券法（連邦法）は証券の募集や売付の際に、発行体が登録届出書を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（三三年法五条）。

ここで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り、それ故にスタートアップ段階の企業などにとって登録届出書の作成にかかるコストの負担は重い。このような点に考慮して、同法第四条には登録の適用除外取引も記されている。その代表例は「発行体による、いかなる公募も含まない取引」、すなわち私募取引となる。しかしながら、この四条には私募とみなされる条件が明記されておらず、実務家からは安心して私募を行うための環境や条件（セーフハーバー）の設定が求められていた。八二年にSECが導入したレギュレーションDは、私募とするためのセーフハーバーの代表例であり、後述するように、その中の規則五〇六（b）は突出して利用が多い規則である。

レギュレーションDに類似する規制として、レギュレーションAを挙げることができる。このレ

ギユレーションAはSECが設定した最古の規制として知られている。スタートアップ段階の企業のような証券の募集や売付が比較的少額の場合に限り、投資者保護に照らしながら、登録届出書よりも簡素な情報開示（簡易登録）を認める規制であり、ミニIPOとも呼ばれている。この他、二年のJOBSS法を受けて導入されたレギュレーションCFは、JOBSS法が新たに定義したファウンディング・ポータル等を通じた少額の募集・売付行為を登録の適用除外取引とする規制である。さらにレギュレーションDの規則五〇四など、いわゆる私募として利用可能な規制や規則は多くある。今回のSECの改正前の規制群を図表1でまとめた。

これら規制・規則は、①過去一二ヶ月間で調達可能な金額（募集上限）、②一般勧誘や広告の可否、③投資家の要件、④SECへの報告（ファイ

リング）形式、⑤転売の制限、および⑥州規制の適用（登録要求、本稿では割愛）を受けるか、の六つの項目で分類することが可能である。

(2) 利用状況

それでは、SECが公表したデータを元に個々の規制・規則の利用状況を見てみよう。

SECによれば、一九年にアメリカで調達された資本や資金は総額で約三兆九、〇〇〇億ドルであり、その内、公募で調達された資本および資金は約一兆二、〇〇〇億ドル（三〇・七%）、私募では二兆七、〇〇〇億ドルが調達されている。つまり総調達金額の約七〇%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。この私募調達の内訳を図表2で示した。

図表2から明らかのように、総額および平均金

図表 1 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へのフアインソク	転売制限
33年法4条(a)(2)	無し	不可	公募を含まない	無し	有り
33年法4条(a)(5)	500万ドル	不可	自衛力認定投資家のみ	フォーム4(6)	有り
レギュレーションA: Tier1	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	特に無し	フォーム1-A(注1)	無し
レギュレーションA: Tier2	5,000万ドル	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	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)	フォーム1-A	無し(注3)
規則504 (レギュレーションD)	500万ドル (注4)	条件付きで可(注5)	特に無し	フォームD(注6)	有り(注7)
規則506(b)(同)	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	フォームD	有り
規則506(c)(同)	無し	可	自衛力認定投資家のみ発行体はすべて自衛力認定投資家であるとして確認する必要	フォームD	有り
レギュレーションCF	107万ドル	フォームCが提出された後に広告が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8)	フォームC 監査等を受けた2年分の財務諸表フログレスおよびフアナリポート	12ヶ月間は転売が制限(注9)

- (注1) フォーム1-Aは簡易な募集届出書であり、その中には目論見書に相当する募集回状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。
- (注2) 年収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。
- (注3) ただし、転売額は1,500万ドルに制限。(今回の改正で2,500万ドルに増額)
- (注4) 2016年に100万ドルから500万ドルに増額。
- (注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
- (注6) レギュレーションDのフォーム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。
- (注7) 規則504および規則506で発行された証券は制限証券となり、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)。
- (注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。レギュレーションCFで発行された証券は1年間の転売制限があるが制限証券ではない。
- (注10) これらの他、規則144Aは適格機関購入者(機関投資家)間での転売が自由。ただし、その8割は債券での利用。

図表2 2019年の私募調達の内訳

	調達金額	平均
規則506 (b) (レギュレーションD)	1兆4,920億ドル	2,650万ドル
規則506 (c) (同)	660億ドル	1,700万ドル
レギュレーションA Tier1	4,400万ドル	—
レギュレーションA Tier2	9億9,800万ドル	—
規則504 (レギュレーションD)	2億2,800万ドル	60万ドル
レギュレーションCF	6,200万ドル	—
その他	1兆1,670万ドル	—

(注) レギュレーションD合計で1兆5,600億ドル(平均で2,540万ドル)。

[出所] SEC提案規則の9頁。

額ともにレギュレーションDの規則五〇六(b)を利用した調達が突出している。〇九年から一七年の期間を調査した学術研究によれば、レギュレーションDによる調達の六五・五%が株式による調達であり、以下、投資ファンドの持分(二六・四%)、負債証券(二三・〇%)であった。レギュレーションDは募集金額に上限は無く、また、投資可能な投資家は主に自衛力認定投資家(いわゆるプロ投資家)であることから、機関投資家を対象とするような大口の調達に利用されている規制であることがわかる。(それゆえに、SECへ提出されるフォームDに記載されている情報は極めて簡便である。)

対して、レギュレーションAによる調達は一九年で約一〇億四、〇〇〇万ドルの調達額に留まる。またSECによれば、一五年六月から一九年一二月末までの期間の通算で、レギュレーション

図表3 レギュレーション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
株式による募集 (%)	93	—

(注) Property, Plants and equipment

【出所】 Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis。

Aによる調達は合計で二四億五、〇〇〇万ドル（一七三件）であり、うちTier1による調達は二億三、〇〇〇万ドル（九・四%）、Tier2による調達が二億ドル（九〇・六%）であった。図表3はレギュレーションAを利用した発行体の特徴であるが、中央値をみると、小規模かつ若い企業であることがわかる。同様にスタートアップ企業が利用するレギュレーションCFによる調達、すなわち投資型クラウドファンディング（日本では株式投資型クラウドファンディング）をみると、一九年で調達されたのは僅か六、二〇〇万ドルである。SECによれば、一六年五月から一九年一二月末の期間を通じて、投資型クラウドファンディングで調達されたのは合計一億七、〇〇〇万ドル（七九五件、平均で二二万ドル）にすぎない⁽¹⁾。

次節で述べるように、今回のSECの改正の中

心に位置するのはレギュレーションAやレギュレーションCFの見直しであり、すなわち私募による少額募集手段の改善である。これら少額募集は、スタートアップ企業がベンチャー・キャピタル等から資本を調達する際のシード・ステージからシリーズAステージに該当する。そのため、今回のSEC改正の目的の第一として、未公開企業の資本等の調達ルートの整備（多様化）を挙げる事ができる。

三、二〇二〇年のSEC改正の要点

本節は、二〇年一月に公表されたSECの最終規則の要点をまとめる。今回の改正は、SECが一九年六月に公開したコンセプト・リリースが下地になっている。同コンセプト・リリースに寄

せられたコメントを見ると、改正前の制度（図表1）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、SECの規則提案（二〇年三月）を受けて五月に開催された小規模ビジネスの資本形成に関する委員会では、SECの改正案を支持しつつも、①より少額の募集を登録除外行為に追加する、②個人投資家が投資ビークルを通じて小規模事業に幅広く投資をする為の手法、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、の三点を奨励している。

(1) 募集上限と投資上限の見直し

今回の改正で最も注目されるのは、少額募集であるレギュレーションA、レギュレーションCF

ならびに規則五〇四（レギュレーションD）の募集上限および投資上限の引き上げであろう。

すでに述べたように、私募調達に占めるこれら少額募集関連の規制の割合は小さく、レギュレーションA等を用いて調達された金額は、一七年が三〇億ドル（私募調達全体の〇・一％）、一九年では一三億ドル（同〇・〇五％）に過ぎない（SEC調べ）。

大統領令一三七七二を受けて米財務省が公開した報告書では、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（未公開企業への投資）が一部の機関投資家に集中限定している点を問題している。その上で、消費者でも投資が比較的容易なレギュレーションAやレギュレーションCFの利点を踏まえて、SECに対してこれら規制の改善を提言した。具体的には、①レギュレーションAのTier2の上限を七、五〇〇万

ドルまで引き上げる、②レギュレーションCFに關しては、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、発行体による調達の上限を過去一二月間で一〇〇万ドルから五〇〇万ドルへ引き上げること、などを提言した。

SECはこのような提言を受け入れて、図表4のように募集上限と投資上限の見直しを行っている。ここから、今回のSEC改正の目的の第二は、成長力のある未公開企業への投資機会の拡大を挙げることが出来る。

このような募集上限の増額と投資上限の見直し（規制間の整合）は、特に実務の観点から評価されよう。しかしながら、二〇年三月のSECスタッフ・レポートによれば、一五年から一九年にかけてレギュレーションAのTier2で上限の五、〇〇〇万ドル（改正前）に達した調達は一〇％に

図表4 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
レギュレーションA: Tier1	2,000万 ドル	2,000万ドル	無し	無し
レギュレーションA: Tier2 (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
レギュレーションCF	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
規則504 (レギュレー ション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) レギュレーション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。（制限証券のままなら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。

過ぎなかった。またレギュレーションCFに関しても、一九年六月のSECスタッフ・レポートによると、一六年から二〇一七年末までの期間で一億七〇〇万ドルが調達されているが、平均金額は二一三、六七七ドルと少額であった。つまり、募集上限の低さが必ずしもレギュレーションA等の利用を低迷させた主因であったとは言えないことに注意すべきである。

(2) 一般勧誘ならびに募集時のコミュニケーションの扱い

図表1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。その条件の一つとなる一般勧誘や一般広告は、アメリカの三三年証券法でも明確な定義が示されていない。SECは一般勧誘・広告として、①新聞や雑誌などでの広告、②テレビやラ

ジオで広められるコミュニケーション、③出席者が勧誘や広告で招待されるセミナー、④閲覧制限のないウェブサイトを例示するに留まっております、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。

上記の募集上限等の見直しと並んで、一般勧誘やコミュニケーションに関連する見直しは今回の改正の柱の一つなる。この改正は、①新たな規則によりデモ・デイを一般勧誘から除外する、②潜在的な投資家に対する需要調査に関して規制間での調整と統合から構成される。

第一にデモ・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。SECは規則一四七を新設し、この規則で定める適格スポンサーが主催するデモ・デイを一般勧誘・広告の対象外とし

た。適格スポンサーには、①大学、②地方政府、③NPO、④エンジェル投資家グループ（新たに定義）、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。

第二に潜在的な投資家に対する需要調査（テスト・ザ・ウォーター）に関して。すでに一九年にSECは、登録を前提とする募集に関しては、発行体（および代理人）のテスト・ザ・ウォーターを認める規則を導入している。またレギュレーションAは、規則二五五によりテスト・ザ・ウォーターが認められている。

今回の改正はレギュレーションAの規則二五五と同じ内容の包括的な規則を三三年証券法に新設し、この新規則の条件を満たせば、レギュレーションA以外の登録除外の募集行為においてテスト・ザ・ウォーターが可能となった。ただしレギュレーションCFに適用されるのは今回の改正

で別途追加された規則二〇六であり、この規則二〇六によりSECへフォームCを提出する前でもテスト・ザ・ウォーターが可能とされた。

さらにレギュレーションCFでは、今回の改正前は潜在的な投資家とのコミュニケーションはプラットフォーム等に限定されていたが、規則二〇四を修正することでフォームCのファイル後であれば投資家との間で口頭でのコミュニケーションも可能とされた。

これらを見ると、最初に述べた大統領令一三七七二がSECに命じる金融規制のフレームワークの整合化が今回のSEC改正の基盤にあることが確認でき、第三の改正目的として挙げるができる。

(3) その他の改正

① レギュレーションCFの適格性の見直し

四〇年投資会社法が定義する投資会社は、レ

ギュレーションCFを利用することができない。

しかしながら、レギュレーションCFの利用が低迷している理由として、投資会社にカウントされるSPV（特別目的ビークル）が利用できず、例えば投票権等に関して多数の個人投資家等の管理が困難であることが指摘されていた。上述した募集上限等の見直しと合わせて、SECは投資型クラウドファンディングに限定されたSPVとして新たにクラウドファンディング・ビークルを定義し、この投資ビークルを四〇年法が定義する投資会社から除外することで、投資ビークル（コンデュイット）を通じたレギュレーションCFへの投資を可能とした。

② 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にしている。

これまでもレギュレーションDでは、その募集が①同じ調達計画であるか、②同じ証券が含まれているか、③同時であるか、④同じ種類の報酬が受領されているか、⑤同じ目的であるか、から構成されるファイブ・ファクター・テストと呼称する基準が複数の募集を統合する際に使用されている。この他、レギュレーションAやレギュレーションCFにおいても募集の統合に関する規定がある。しかしながら、それぞれが必ずしも同じ基準ではないことが複雑さを招き、また、対象となる範囲の不明確さも指摘されていた。

今回の改正により、三三年証券法下のすべての証券の募集に対して適用可能な包括的な規則が導入された。

③ 自衛力認定投資家の確認義務の緩和（規則五〇六（c））

J O B S法を受けてレギュレーションDに新設された規則五〇六（c）は、投資家が自衛力認定投資家に限定されるものの、規則五〇六（b）と同様に募集上限に制限は無く、規則五〇六（b）とは異なり一般勧誘も認められている。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、規則五〇六（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）。

規則五〇六（c）を通じた募集を行う場合、総ての投資家が自衛力認定投資家であるかを合理的な手段によって確認する義務が発行体に課せられており、この義務が過度な負担となっているとの指摘があった。今回の改正は発行体に課せられる義務を緩和し、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、以降五年の期間であ

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（ただし投資家から文書の提示を受けることが必要）。

四、まとめ

詳細は別稿で扱う予定であるが、二〇年七月には自衛力認定投資家の定義を見直す最終規則も公開されており、本稿の内容と合わせて、アメリカでは私募市場へのアクセスが総合的に見直されたと言える。本文で述べたように、今回の改正の目的として①未公開企業の資本等の調達ルートを整備、②成長力のある未公開企業への投資機会の拡大、③規制フレームワークの整合化を指摘することができるといえる。

資本調達や成長への投資が多様な制度によって担保されることには大いに意義がある。その一方

で、私募市場の拡大には慎重な評価も求められよう。本稿で述べたように、少額私募の募集上限の引き上げなどは、実務からの要望に応じた改正である。しかしながら、レギュレーションDを通じた調達が圧倒的に多額である最大の理由は、SECに提出するフォームCが求める情報の簡便さにあることを考えると、市場の公正性の維持を注視していく必要があるだろう。

アメリカの私募市場（発行市場および流通市場）の拡大は、いわゆるプロ投資家（および洗練された個人投資家）による取引の拡大と言い換えることができる。プロ同士であるため、規制による過度な情報開示は求められず、それゆえに外部からは（SECにとっても）透明性が十分には確保されていない市場となる。投資者保護や市場の公正性はSECが第一義に掲げており、新たにSEC委員長に就任するゲイリー・ゲンスラー委員

長の執行体制では、今回の改正の再検討や、レギュレーションDなどの情報開示が見直しの対象となる可能性もあろう。

本稿は、紙幅の都合もありSEC改正のエッセンスを記すに留めている。より詳細な内容は、弊所のディスカッション・ペーパーNo.2021-01（三ヶ月掲載）、もしくは『証券経済研究』に掲載する予定の拙稿を参照願いたい。

(注)

(1) 各州がレギュレーションCFに類似した規制を制定しており、投資型クラウドファンディングが州内で完結する場合は、各州の規制が適用される。本稿が用いた数値は、連邦法が対象とする複数の州をまたぐ行為が対象である。従って、州内で完結する投資型クラウドファンディングの数値は含まれてはいない。

(わかぞの ちあき・当研究所主席研究員)