

ビジネスパーソンのための アメリカ・カリフォルニア法実務講座

〈その5〉ベンチャー・キャピタル・ファイナンス —証券法の基礎知識(1)

第52回

下田 範幸*

◇はじめに

アメリカの証券法はきわめて難解な法律として悪名高い。ロースクールで一緒だった学生が6カ月間証券法のコースを勉強した後に、結局さっぱりわからなかったと感想を述べていたのを覚えているが、それだけ複雑で難しい分野なのである。しかし、ベンチャービジネスとしてのアメリカの会社（start-up とか emerging company とか呼ばれる。以下「スタートアップ」と呼ぶ。）の株式に投資をするプロジェクトや、アメリカでスタートアップとして立ち上げた会社が外部のベンチャーキャピタルなどから投資を集めるプロジェクトを担当する場合には、証券法のことを理解する必要があるから、そのようなプロジェクトを担当する可能性のある人は難解だからといって敬遠するわけには行かない。実は、日本の会社がアメリカに100パーセントの子会社を設立するような場合にも、その子会社は親会社に対して株式を発行するわけであるから、本来、証券法の適用はあり、証券法遵守の義務があることに変わりはない。ただ証券法遵守が重大な問題になるのは、スタートアップなどへ外部資本が投資されるような場合が多いので、本稿は原則として、スタートアップに投資する場合に理解しておかなければならない証券法問題という観点から説明をしていく。ただし、証券法は100パーセント子会社による株式の発行や、100パーセント子会社によって発行された株式を親会社が将来譲渡する

必要がでてきたような場合等にも、同様に適用される法律であるから、いわゆるスタートアップへの投資というプロジェクトとは縁がなさそうな人にとっても、アメリカに子会社を持っている会社の担当者には役に立つ内容になると思う。証券法という法律の特殊性から、なかなか面白い説明ができないと思うが、できるだけわかりやすく興味を持ってもらえるように説明をするつもりである。また説明するのは、私自身がスタートアップへの投資のプロジェクトを担当した経験から実務的に知っておく必要があると考えられる事項を中心にするものであり、証券法の体系を解説するような大それた考えは持っていない。ただ、アメリカのスタートアップへの投資をする場合に理解しておくべき実務的に必要十分な法律知識は一通りわかりやすく説明する予定である。

たとえば、アメリカのスタートアップに投資することを考えてスタートアップの担当者に接触すると、投資条件の骨子を記載した Termsheet（この内容は後に詳しく説明する。）という書類とともに、Investment Questionnaire と呼ばれるアンケート調査用紙のような書類を渡され、投資家が個人の場合には、その年収や純資産額や、学歴等についての質問に答えなければならない。会社の場合も、資産額が500万ドル以上あるか、とか、アメリカの会社なのか、株主にアメリカ人がいるかどうか、その会社の投資担当者が投資プロジェクトにどの程度の経験があるか等の質問に答えなければならない。私が投資案件を実際に担当するようになった最初のころ、依頼者にこれは何

*しもだのりゆき、日本国及びカリフォルニア州弁護士

のためですか、このアンケートに答えなければ投資を受け入れてもらえないのですかと質問され、十分な説明ができなかったことを覚えている。

また、投資のための契約書の中の、投資者による表明と保証 (Representation and Warranty) の中には、かならず、「私は Accredited Investor である、」ということを表示し、保証するための条文が出てくる。これを拒否すると多分、投資は拒否されるだろう。この Accredited Investor というのは証券法においてきわめて重要な概念であるが、それが何なのか、どうしてそれがそれほど重要なのかを理解している人は多くはないと思う。

つぎに、投資した結果取得した株券をみてみると、その表面、または裏面に、ほとんどかならず以下のような文章が記載されているのであるが、見たことがあるだろうか。

“THESE SECURITIES HAVE NOT BEEN REGISTERED UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED. THEY MAY NOT BE SOLD, OFFERED FOR SALE, PLEDGED, OR HYPOTHECATED IN THE ABSENCE OF AN EFFECTIVE REGISTRATION STATEMENT AS TO THE SECURITIES UNDER SAID ACT OR AN OPINION OF COUNSEL SATISFACTORY TO THE CORPORATION THAT SUCH REGISTRATION IS NOT REQUIRED.” (これらの証券は1933年証券法における登録がされておらず、同法に基づく登録がされるか、会社が満足する内容での、登録が不要であることについての弁護士の見解書がないかぎり売却したり、売却の申し込みをしたり、担保に入れたりすることができないものである。—注—もちろん翻訳は株券には記載されていない。)

スタートアップが発行する株券だけでなく、100パーセント子会社が親会社に対して発行している株券にも同様な記載がある。このような文章が株券に記載されなければならない理由、そして、株式を譲渡するとき等に、この文章との関係でどのような対応をとらなければならないのか、等、証券法の基礎および株式譲渡をめぐる実務がわからないと理解できないものであ

る。

以上のようなアメリカのスタートアップへの投資案件を担当する場合、またはアメリカで会社を設立し株式を発行するとき等に出会う株式に関する書面、用語、制度、および実務的対応方法等をわかりやすく説明するのが本稿の目的である。

◇証券法の基礎知識

1. なぜ証券法遵守が重要か (Why is Securities Law Compliance Important?)

それでは証券法の基礎の解説を始めるが、まずは、スタートアップが証券法の遵守をしないで株券の発行等をした場合にどのような問題が発生するのかを説明することからはじめたい。

まず、アメリカにおいては、証券の発行と発行後の証券の転売については、きわめて厳密に法律上の規制の対象となっていることを理解する必要がある。私の印象では日本人は株式の売買を一般の物品の売買と同じようにたやすく考えている傾向があるように思う。違法な物品でないかぎり、物品の売買は、当事者の同意があれば原則自由である。しかし、アメリカの会社の株式の売買の場合は、原則は反対である。株式の新規発行の場合にしろ、発行後の既存の株式の転売の場合にしろ、「株式の販売をすることは禁止される」のがアメリカの証券法の原則である。これが、アメリカの証券法を理解するためのスターティングポイントである。そしてどのような場合に株式の売買が例外として許されるのかと考えることが必要になる。

証券法に違反して株券を発行したり、転売したりすると大変厳しい処罰の対象になる。そして処罰される主体は、株式を発行した会社だけでなく、その会社をコントロールする立場にいる大株主や、取締役や役員などの個人も含まれるから注意が必要である。有限責任が大原則の株式会社であっても、株式取引についての証券法違反のペナルティーは個人に及ぶのである。

また、証券法違反の株式の売買契約は、投資家はそれを取り消して投資した金額の返還請求をすることができることになっている。そして、その返還義務を負うのはその会社だけでなく、

その会社をコントロールする大株主、取締役や役員で、その株式売買について関与した者も含まれることになっている。したがって、投資された金額をその会社がすでに費消してしまっていたら、それら個人の資産から投資金額を返還しなければならない事態にもなりうるのである。

さらに、その株式売買契約を取り消して投資した金額の返還請求ができるのは、証券法違反のあった売買の直接の当事者だけではないところが問題である。後で詳しく説明するところであるが、アメリカのスタートアップが投資を募る場合、1回の募集で複数の投資家から投資を得ることが多い。たとえば、シリーズA優先株の発行によって、10人の投資家から100万ドルずつ投資を得て、合計1000万ドルの投資を集めたとしよう。このような1回の募集による投資プロジェクトを1つのラウンド (round) と呼ぶ。この優先株のシリーズAの1つのラウンドにおいて10人の投資家と締結した株式売買契約のうち、ある1人の投資家との株式売買契約に証券法違反があったとしよう。この場合、この投資家は、その株式売買契約を取り消して、投資した金額の返還請求ができるわけであるが、1つのラウンドの中で1つでも証券法違反の取引があると、それによってその1つのラウンドの他のすべての取引も違法なものとなり、他の9人の投資家も、自分の株式売買契約自体には証券法違反がないにもかかわらず、その契約を取り消して投資した金額の返還を請求することになっているのである。そしてその金額を返還する義務は、前述した通り、その会社だけでなく、その会社をコントロールする立場にある大株主や、取締役、役員などの個人にも発生するのである。そのような取り消しと投資金額返還請求が、会社が投資金額を使い切った後にも起こされれば、巨額の責任追及が個人の資産にまで及ぶ可能性があるのである。

最後に、投資を募集する会社は投資契約である株式売買契約書の中で、自社の過去の株式発行について常に証券法を遵守してきたことを表明し保証することが求められる。もし、過去の株式発行手続において証券法違反があった場合には、当然このような表明、保証ができないことになる。実際には証券法違反があったのに、

そのような事実はない等と表明し保証すれば、それ自体が違法、契約違反であるとともに、詐欺の問題になりかねない。したがって、実際に証券法違反の事実があれば当然ながら正直に投資家に対して、過去の証券法違反の事実を開示しなければならない。証券法違反を行なった会社に対しては株主等から何らかのクレームが起こされる危険性があり、場合によれば裁判を起こされる危険性があるから、そのような証券法違反を犯したことのある会社に対する投資については、投資家は大変慎重になるのは当然である。そのような危険のある会社に対しては一切投資をしない決定をするかも知れず、投資をするにしても会社の価値を大幅に低く見積もって株式の価格を決定することになる。このように、証券法違反は将来の投資募集活動に対する大きな妨げにもなるのである。また、それは将来の投資募集の場合だけでなく、事業売却や合併などのM&Aの際にも同様に大きな妨げになりうるものなのである。

2. 証券の種類 (Types of Securities)

証券法の難しさの1つに、証券 (security) の定義の複雑さ、広範さがあり、それだけで大論文の対象になるのであるが、実務的にはそれが問題になる事はあまりない。ここでは実務的によく出てくる、スタートアップがよく発行する証券という観点から証券の分類をするだけにとどめる。

a. Common Stock (普通株)

もっとも基本的な株式の種類はもちろん common stock (普通株) である。もっともシンプルな株で、法定の決議権、配当を受ける権利等の基本的で、他の普通株と平等な権利を持つ株式である。スタートアップの普通株は、その設立時点で創業者 (founders) に発行され、また設立後まもないころに出資する投資家、役員、従業員などに発行される。その理由は、その発行手続が比較的簡単であり、その権利内容も法定の権利だけであって複雑さがないこともあるが、もっとも大きな理由は、後の述べる preferred stock (優先株) と比較して、低い値段で売却することができることである。

マイクロソフトのビル・ゲイツをはじめとして、自ら立ち上げた会社を上場させて、ビリオネアーとなったアメリカンドリームの実現者である株長者たちは、いずれも自ら設立した会社の大量の普通株をたとえば1株1セントとか、0.1セントとかで購入し、後に外部の投資家にもっと高い金額で優先株を買ってもらって資金を調達し、その資金を使って会社のビジネスを成功させ、ついには、会社を上場させて1株、たとえば10ドルの価値の株式にする、という方法で、その巨額の資産を築いたのである。1株0.1セントが10ドルになれば、1000倍になった事になる。10万ドルを出資したとすれば上場時には、その1000倍の1億ドルの資産を築いた事になる。これはまさに現代の錬金術である。

b. Preferred Stock (優先株)

Preferred stock (優先株) は、普通株とは違った特別な優先的権利を持つ株式である。たとえば、配当金を株主に分配するときには、まずは優先株に対して支払い、残った金額から普通株に配当される。解散等があった場合にも、まず会社の資産は債権者の支払いに当てられるが、その支払いの後に残額があればまずは優先株に対して分配され、その後残額ある場合にはじめて普通株に支払われることになる。優先株の優先性はそれにとどまらず、普通株と同様な基本的な議決権を持つとともに、会社の重要なビジネスについての決定において拒否権 (veto power) を持つ場合もあり、大変強力な権利を持つ株式である。この優先性の具体的な中身は、法律で決まっているわけではなく、それぞれの投資契約の中で、会社と投資家の間の交渉によって決定される。日本人が優先株と聞くと、「議決権はないが配当金を優先的にもらえる株式」と考えてしまいがちであるが、アメリカにおける優先株の場合はその理解とは大きく違うものだと考えたほうがよい。この優先株について、後に優先株による取引を特別なテーマとして取り上げて詳細に説明をする予定であるから、ここでは余り深くは説明しない。一点だけとくに重要なことを以下説明する。

スタートアップがベンチャーキャピタルなどの外部資本からの投資を得る場合発行される株

式はほとんど例外なく優先株である。その理由は、優先株のほうが、普通株よりも高い値段をつけることができるからである。普通株の場合では、ほぼ同じ時期に、ある投資家には1株1セントで売り、ある投資家には1株10セントで売るということはできない。厳密に言うことができなくはないが、大きな問題が起こる危険性がある。たとえば、founders が会社を設立して、自ら1株1セントで普通株を買ったとする。そして、その直後に外部資本であるベンチャーキャピタルに普通株を1株10セントで売ったとした場合どんな問題が起きるか、というと、重大な税金問題が起こるのである。本来同じ時期の会社の普通株は同じ金額でなければならないから、founders は、本当は1株10セントの価値の株を1セントで買ってしまったことになり、差額である9セントの儲けが発生したと判断され、税金当局から、9セント分に対して所得税がかけられる危険性があるのである。たとえば、1株1セントで10,000,000株を買ったとした場合、儲けは90万ドルになり、税金はその30パーセントから40パーセント相当金額になってしまう可能性がある。これを避けるための1つの方法が優先株の利用である。優先株は普通株より多くの面で優先性が認められる強力な権利がついている株であるから、同じ時期に販売しても普通株より高い値段をつけられると考えられ、税金当局も問題視しないことになっている。ただし、だからといっていくらかでも高い値段をつけることができるわけではない。通常、同時期に発行される普通株と優先株の値段の差は、会社設立からまもないところで最大限10倍まで許されると一般に理解されている。したがって、例として上述したような、founders に売る株は1セントで、ベンチャーキャピタルに売る株は10セントというのも、普通株と優先株を使い分けすることによって可能となる場合がある。ただ、外部からの出資の場合はfounders が支払った株式価格の10倍以上の値段になるのはよくあることである。それを実現するにはどうするか。それは普通株の売却と優先株の売却との間に時間を置き、その間に、会社のビジネスが充実してきて、会社の価値が大きく上がったといえるまで待つことである。そのためにどの程

度の期間をあけなければならないかについては格別なルールはない。仮に3カ月であっても、その3カ月の間に、たとえばすばらしい発明をして特許の出願をしたというような、会社の価値を大幅に増大させる出来事があれば、優先株に設立時発行の普通株の100倍の値段をつけることができる場合もあるだろう。

c. Convertible Securities (転換証券)

証券の種類の説明の最後として、convertible securities (転換証券) の説明をする。これは通常、将来一定の数の普通株に転換されうる証券のことを意味する。例として、ストックオプション(stock option)、ワラント(warrant)、転換約束手形(convertible promissory note) などである。また優先株もたとえば将来上場(IPO)等された場合には強制的に普通株に転換される

ことになっているのが普通なので、転換証券の1つである。ストックオプションは一定数の普通株式を、一定の金額(exercise price, 行使価格)で購入することができる権利である。将来株式の値段が大きく上がった場合には、その高い価値の株式を事前に決まっている安い金額で買える権利であり、従業員やコンサルタントに対するインセンティブとして使用される。ワラントは、法的な性格はストックオプションと同様であるが、従業員やコンサルタント以外にも発行できるもので、しばしば優先株に投資する投資家へのいわば「おまけ」として使われたりする。転換約束手形はつなぎ融資(bridge loan)などに利用されるもので、将来優先株に転換されるものも多い。以上のそれぞれの証券に関しては、将来より詳しく説明をする予定である。

IBL

オー! ミステイク

侃侃諤諤, 新年早々失礼!

春の入試間近になったロースクールの宣伝キャッチフレーズのなかに「競争力を育む」というのが多いのは、国内の司法試験ランキング競争に勝つことを目指しているようで、何故か国際競争力云々というのがない。(平成13年6月大学の構造改革の方針のなかでは指向しているが)。

法曹資格のないものが斯界の関係者にハッパをかけるのも烏滸がましいが、識者のコトバを借りてIBLのキャッチフレーズの裏がとれればと思う。

—13年前の手形研究(No.466-'92年5月号の巻頭記事)法務時評, 第四の法曹の一節「……私どもの周りには、法曹資格をもたないけれども、質的にはるかに私どもを凌駕する法律実務家が多いことは事実である。いわゆる企業法務のきわめて多くの人が海外留学をし、国際取引や国際紛争の現場で実に多くの仕事を、日夜こなしていることを否定できる法曹は一人もいない。たとえば外国為替の法律紛争が発生したとき、鑑定人または鑑定証人として海外銀行取引業務にくわしいエキスパートを呼ぶことは、公知の事実である。……」(弁護士松尾翼氏)

—5年前の建設業界(2000.6)のEssay・国際取引専門弁護士の実像のくんだり「国際取引を扱う弁護

士を最近では国際取引弁護士とか国際弁護士と呼ぶようになった。戦後の国際弁護士は外為法を中心の問題処理が多かったのに対し、1980年代以降外為法の障壁も低くなり、近時は対日または対外進出後の企業法務のアドバイスが中心となった。具体的には契約書の作成・交渉も多岐にわたり、なかにはこの契約書がいくつかの複合契約となって一千ページを超える「デール(deal)もの」と呼ぶ大変な交渉作成実務にへとへとになることが通常である。……企業法務の専門家になるためには、刻々と変わる外国の法令について常に研究し時代の最先端にいることが要求される。」(弁護士蒲野宏之氏)

—1年前の金融法務事情(No.1685 2003.9.15 座談会)法科大学院開校に寄せての指摘を要約すると、「法科大学院は法曹養成のためのプロフェッショナルスクールだということはわかるが、本当は将来の実務に適合するような授業をするのが法科大学院の使命ではないかと思う。なのに法研究者は実務を知っていると理論の純粋さが汚されるとまで真顔で忠告する人がいて驚いた。」(司会の上智大学小林秀之教授の締め)

最後にひとこと。論理なき実務はリスク、実務なき理論はユースレスと、国際社会でいられないためにもIBLの事業活動が期待される。

(小原三佑嘉)

ビジネスパーソンのための アメリカ・カリフォルニア法実務講座

〈その5〉ベンチャー・キャピタル・ファイナンス
—証券法の基礎知識(2)

第53回

下田 範 幸*

3. アメリカの証券法 (U.S. Securities Laws)

証券取引を規制する法律についても、連邦と各州がそれぞれ法律を制定している。それぞれの概要を説明する。

a. 連邦証券法 (Federal Securities Laws)

連邦法としての証券法には大きな二つの法律がある。一つは、1933年証券法 (The Securities Act of 1933) であり、もう一つは1934年証券法 (The Securities Act of 1934) である。

A. 1933年証券法 (The Securities Act of 1933)

1933年証券法 (以下この法律を「33年法」と呼ぶ。) は、証券の一般投資家への販売、販売の申込を規制する法律である。この法律は、証券を一般の投資家に販売したり、販売を申し込む場合には、事前に証券取引委員会 (the Securities and Exchange Commission, 以下「SEC」と呼ぶ。) に対してその会社と証券についての情報開示を内容とする登録書を提出して (filing of a registration statement) 承認を得ることを義務付けている。その登録書の中の詳細な情報開示の文書を、「prospectus」と呼ぶ。Prospectus は日本の目論見書に相当する。これがアメリカにおける証券取引の大原則である。そして33年法はその大原則を担保するために、一般投資家への証券の販売に関する詐欺行為やその他の不実表示等に対する責任を確立してい

る。証券を販売するためには販売の前に証券をSECに登録しなければならない、それに違反するとペナルティーが課せられる。この証券を登録する、ということが一般に言う、上場をすることを意味する。したがって言い換えれば、「上場をしなければ証券を販売してはいけない」というのが大原則である。もちろん、どの会社も設立と同時に上場できるはずがなく、まずは、会社を設立し、株式を発行して得た資本を活用してビジネスを開始し、そのビジネスが成功した後に上場を考えるわけであるから、上場前の会社も当然株式を発行し、販売しているのである。ただ、それは証券法の大原則からは違法になってしまう危険がある行為であり、どのような手続をとれば上場前の会社の株式発行が証券法違反にならないかを説明するのが本稿の目的である。

B. 1934年証券法 (The Securities Exchange Act of 1934)

二つめの証券法である1934年証券法 (The Securities Exchange Act of 1934, 以後、「34年法」と呼ぶ。) は、上場した会社のSECに対する定期的な報告義務を規定している。

また、この法律に基づいて、SECが設立され、連邦証券法の実施、強制についての権限がSECに付与されている。同法は、証券産業一般、発行された証券の取引一般も規制しており、ニューヨーク証券取引所やNASDAQなどの証券取引所や証券会社、証券取引のブローカー等もこの法律が規制している。

*しもだのりゆき、日本国及びカリフォルニア州弁護士

b. 州証券法 (State Securities Laws)

A. ブルースカイ法 (Blue Sky Laws)

連邦とともに各州も証券取引を規制する法律を採用している。州レベルの証券法は、ブルースカイロー (Blue Sky Law)、青空法と呼ばれる。なんだかさわやかな印象を与える名前であるが、その由来は全然さわやかではない。実は本当の由来は明確ではないが、証券というのは、実態としての価値があるようでないようなものであり、それを販売するというのは青空の一部を販売するような、膨大であるが実態のないような取引であり、結局何も得られないようなリスクの高いものである、というようなことから青空法と呼ばれるようになったようである。

連邦法と青空法（以下、「ブルースカイ法」とよぶ。）との関係については、原則として、その優先関係はなく、どちらも適用されることになっている。ただし、それには例外があり、連邦証券法上定義される“covered security”と呼ばれる証券に関しては連邦証券法だけが適用され、ブルースカイ法の実体法の適用はなく、一定の届出義務だけが適用されることになっている。ニューヨーク証券取引所やアメリカ証券取引所および NASDAQ などの証券取引所で取引されている株式が“covered security”の例である。いわゆる上場株式は連邦法だけが適用され、ブルースカイ法の遵守の心配をする必要はない。また、後で詳しく説明するが、33年法が規定している登録義務の例外として一定の場合に登録なしの株式を発行することを認める根拠条文の中の、Section 4(2)および、規則Dのルール506 (Rule 506 of Regulation D) に基づいて発行、販売された株式も“covered securities”として州の証券法の適用はない。

連邦法と同様にブルースカイ法は、証券の販売行為一般、証券ブローカーや証券会社の活動を規制し、証券販売をめぐる詐欺行為や不実表示等を違法としてペナルティーを課している。ただしブルースカイ法は複数の州をまたぐ証券取引所における証券取引を規制対象とはしていない。

ブルースカイ法に関しては、Uniform Commercial Code のような統一法典は存在していないことから、各州ごとに独自の法規制を

しており、複数の州に所在する投資家への株式販売のプロジェクトの場合などには、それぞれの州のブルースカイ法の遵守が問題となり、大変複雑になる。したがって、実務的には何とかブルースカイ法の適用を受けない株式発行をするように工夫をすることが必要になる。

B. カリフォルニア・ブルースカイ法 (California Blue Sky Laws)

カリフォルニア州のブルースカイ法は、1968年証券法 (Securities Law of 1968) と呼ばれる。以下 CA 証券法と呼ぶ。CA 証券法の規制対象は、上記のブルースカイ法に関して説明したところと同じであり、カリフォルニア州内で行なわれた株式取引に関してのみ適用される。その意味での株式取引は、以下のような場合にはカリフォルニア州内で行なわれたと解釈される。すなわち、売却の申込 (offer to sell)、または、購入の申込 (offer to buy)、およびそのような申込の承諾 (acceptance) がカリフォルニア州内で行なわれた場合、株券がカリフォルニア州内で投資家に渡された場合、および、購入する者と売却する者双方がカリフォルニア州内に住所、本拠を持っている場合などである。

したがって、CA 証券法は、株式の発行会社の設立州が、たとえば、Delaware などの他の州であっても、さらには日本などの他の国であっても、シリコンバレーなどカリフォルニア州内の地域にその本拠を持っている会社のほとんどに適用されることになる。カリフォルニア州内で販売される証券については、CA 証券法に基づく登録手続 (Qualification と呼ばれる。)を行なうか、その例外にあたらぬ限り、取引をすることはできないことになっており、その違反行為に対しては民事刑事両分野のペナルティーが課せられる。

4. 証券法の目的 (Purpose of Securities Laws)

連邦証券法であれ、ブルースカイ法であれ、証券法の制定目的は、投資家の保護である。そもそも、連邦証券法は、1930年代の株式暴落に端を発した大恐慌以前に行なわれていたさまざまな株式取引をめぐる詐欺的行為、腐敗行為に対応するものとして制定された経緯がある。

証券法は、投資の決定に必要なすべての関連情報の開示を徹底的に義務付けることによって一般投資家を保護しようとしている。すなわち、投資判断に必要なすべての情報を公に開示させることによって、一般投資家が、投資によるリスクと可能性のある見返りを正確に判断できるようにして、いわゆる投資に関するインフォームド・デシジョン (informed investment decisions) を可能にしようということが証券法の狙いである。

それと関連するもう一つの証券法の目的は、証券詐欺の防止である。この目的を証券法は、民事および刑事のペナルティーを課すことによって達成しようとしている。

以上の証券法の目的から、証券法違反が争点となる裁判では、裁判所は証券法の大原則である、証券取引を行なうには、証券法上の登録をした証券でなければならないという立場を積極的に維持する方向で判断する傾向があり、その例外を認めることには消極的である。そして、例外にあたり登録が不要な取引であることの証明責任は、その株式の発行会社または、譲渡する側に課せられている。その例外に必要な要件を満たしているかどうかの判断は、それぞれの事案に応じた事実判断であり、その証明のためには大変高度な立証活動が必要となる。

裁判所はことに、投資に関して洗練されておらず、または、十分な情報にアクセスすることのできない投資家（自己を守ることができない投資家）の保護を第一に考える傾向がある。この観点から、まず株式取引に関してもっとも気をつけなければならないのは、以下の二点である。一つは、株式を売却する相手方としては投資に十分な経験と知識をもつ洗練された個人または会社を選ぶべきである、という点であり、二つ目は、投資家に対しては投資先の会社に関する十分な情報を開示することが必要であるという点である。

5. 登録義務の概要 (Outlines of Registration Requirement)

a. 33年法における登録義務の原則 (Principles of Registration Requirement under the 33 Act)

33年法の Section 5 が登録義務を課す大原則

を規定している。同条は、証券法上規定される例外が認められる場合を除いて一切の証券を一般に販売するためには登録がなされなければならないと規定する。この条文の要約からもわかるように、この義務は証券を一般に販売する場合について規制するものであり、より具体的には、発行会社 (issuers), underwriters および dealers による販売の場合に適用される。発行会社については説明は不要であろう。Dealers というのは証券販売を業とする株式ブローカーを意味する。そして、underwriter というのは、典型的には、上場する会社の株式を引き受けて一般に販売する証券会社などがあたるわけであるが、一般投資家に対して株式を販売する者、会社を意味する。これだけを考えると、一般の株主が他の人に株式を販売する場合にはそのいづれにも該当しないので、登録義務が課せられることはないようにも理解されるが、それがそうはいかない。発行会社と dealer についてはそれが何を意味するかは明らかで、格別問題はないが、問題は、underwriter の意味である。これは実は判例法上きわめて幅広く解釈されており、株式の転売に関与するすべてのものを包含するように理解されている言葉である。この underwrite の解釈によって、この Section 5 は、ほとんどすべての株式取引を規制対象としてしまうのである。

b. 登録手続の概要 (Outline of The Registration Process)

本稿の一番の目的は、上場前のスタートアップが証券の登録という時間も費用もたくさんかかる手続を経ることなく証券を発行する手続を説明することであるが、その説明の前に、証券の登録手続の概要を簡単に説明しておく。証券をはじめて登録することを Initial Public Offering (IPO) という。IPO の手続は時間的に大きく分けると、以下の3段階に分けられる。

A. 登録前時期 (The Prefiling Period)

登録前時期は、発行会社が上場を具体的に考えはじめた時点から開始される。一般的には上場を目的として証券会社 (underwriter) とのコンタクトを開始した時点にこの時期が開始されると解釈されているようである。この時期に

は、その会社の株式を販売することは許されず、販売のための申し込みも禁止される。もちろん株式を引き受けてくれる証券会社と発行会社との間の株式引き受けの条件等の交渉はその例外として許される。

B. 待機時期 (The Waiting Period)

登録書 (registration statement) が SEC に提出され SEC によって受理された時点に開始し、登録書が承認されるまで継続するのが待機時期である。この間には、証券の販売は禁止されるが、購入の申し込みは書面でも口頭でも許される。ただし、売却の申し込みは、口頭であれば許されるが、書面によるものは厳格な要件にしたがってのみ許されることになっている。その厳格な要件の一つが、かならず投資家に対して、詳細にわたる会社に関する情報を開示した prospectus (目論見書) が提供されなければならないことである。

C. 登録後時期 (The Posteffective Period)

そして、登録書が SEC によって承認され、有効となると、登録後時期が開始される。この時期には、口頭でも書面でも、売却の申込が原則許されるが、書面による申し込みの場合には厳格な要件を満たす必要がある。またこの時期では申し込みだけでなく、実際の証券の売買が許されるが、売買にはつねに prospectus の交付も伴わなければならない。

c. 登録書 (The Registration Statement)

証券の登録に使用される登録書には、対象の証券と発行会社に関して、法律の要件に従って詳細な説明を記載する必要がある。そしてその登録書は SEC に提出され厳格な審査の対象となる。登録書は大きく分けて二つのパートに分けられる。一つ目は、prospectus であり、二つ目が補充情報である。(supplemental information)。Prospectus には、発行会社の概要、そのビジネス、リスクとなる要因、経済的状態、経営陣に対する報酬の内容、株主構成、主要株主、会計士による監査を受けた決算書等を記載しなければならない。また、Prospectus には、発行証券についての情報および証券の発行によって得た金額 (proceed) の用途についても

記載しなければならない。そして、prospectus は明瞭な英語 (plain English) によって記載されなければならないという要件がある。Prospectus は通常、上場手続を担当する証券法分野の若手弁護士がドラフトするのであるが、一般人が理解に困難を感じるような法律専門用語を使ってはいけないことになっている。

二つ目のパートには、prospectus の理解を容易にするさまざまな添付書類や、発行会社のビジネスの実態を説明するさまざまな補充書類がまとめられている。

d. 3種類の登録様式 (Three Registration Forms)

SEC に証券を登録するために使用される登録様式には以下のとおり3種類ある。

A. Form S-1

まず IPO の時に必要とされる登録様式が Form S-1 である。最初の登録に使われるものだけでもっとも詳細な情報を開示することを要求する Form である。

B. Form S-2

すでに上場した会社でその後も、SEC に対して定期的な情報開示を少なくとも過去1年間行ってきた会社が利用できるものが Form S-2 である。Form S-2 を利用できる場合には、SEC に提出済みの情報開示の書類に記載した情報を引用することによって実際の記載に代えることができる。ただし、Form S-2 によって登録された会社の株式を販売する場合には、投資家に決算書を交付しなければならない。

C. Form S-3

Form S-2 と同様に上場済みの会社で、定期的な情報開示を SEC に少なくとも1年間行ってきた会社で、かつ、一般株主によって保持されている株式の価値が \$75 Million 以上である会社の場合には、Form S-3 を利用することができる。Form S-3 を利用する場合には、すでに SEC に提出済みの情報開示書面に記載してあるものを引用することができるとともに、決算書の交付も不要となり、最も簡易な登録 FORM である。

ビジネスパーソンのための アメリカ・カリフォルニア法実務講座

〈その5〉ベンチャー・キャピタル・ファイナンス —証券法の基礎知識(3)

第54回

下田 範幸*

6. 株式発行が許される主な例外規定 (Key Issuer Exemptions)

前回までに、アメリカでは、株式の発行、転売は原則として禁止されており、上場した株式か、証券法上特別に認められる例外規定に当てはまる場合の株式だけ、発行、転売が許されると説明した。株式発行等が許される場合の一つとして上場の手続きの概要を前回説明したが、今回から、上場していない株式の発行、転売が許される例外規定を説明する。ベンチャー・キャピタル・ファイナンスという場合の株式投資は、上場前のスタートアップの未公開株に対する投資であるから、今回からの説明が本稿のメインである。株式発行の場合に認められる連邦法上（33年法）の例外規定の中でベンチャー・キャピタル・ファイナンスの取引に、実際にしばしば使われる主な例外規定に焦点を当てて説明する。

a. 第4条(2)、伝統的な私的募集例外規定 (Section 4(2): The traditional private placement exemption)

33年法第4条(2)では、「公開募集（“public offering”）によらない株式発行者による株式発行取引は33年法の例外として許される」との趣旨が規定されている。きわめて単純な条文であり、そこには、発行できる株式の数や、購入者

の人数や、株式売却の金額等についての制限は一切規定されていない。また、株式売却の際に公開すべき会社情報についての義務も、担当官庁への届出の義務等も一切規定されていない。条文上明示的に要求されている要件はただ一つ、公開募集（public offering）によらないこと、である。これだけを読むときわめて簡単な印象を与えらると思う。公開募集でなければいい、ということであれば、株式購入者を募集するに当たって、不特定多数の人への宣伝等をせず、個人的なつてから知り合った投資家にだけ声をかければ公開募集にならず、自由に株式を売れる、という印象を与えるだろう。この例外規定に基づいた株式発行はたくさん行われている。たとえば、日本の会社がアメリカに進出する際に100パーセント子会社を設立するような場合とか、事業を起こす人がまずは自分が100パーセント出資して会社を設立するような場合は、いずれも、この第4条(2)の例外規定に基づいて行われていると考えられる。この規定によれば、SECへのなんらの登録、届出も要らず、発行株式数や調達金額についての制限もない。こんな便利な規定はないであろう。

もちろん、そんな簡単なことではすまないのが証券法である。ことに、33年法の制定経過および立法目的は何であったかということ、大恐慌において無数の一般投資家が株式投資によって大損をしたことを教訓に、一般投資家を強力に保護するためにできたのが33年法である。この観点から、裁判所およびSECはこの条文、こ

*しもだのりゆき、日本国及びカリフォルニア州弁護士

とにその“public offering”の意味を極めて厳格に解釈することによって、この例外規定を簡単には使えないものにした。裁判所とSECによる同条の厳格な解釈によって、第4条(2)による株式発行が許されるのは以下の4要件を満たした場合だけに限られることになっている。

- (1) 株式購入を勧誘する相手の数が限定的であること
- (2) 株式募集の規模と方法が限定的であること、すなわち、募集金額が小規模であり、募集方法も一般公衆に向けた宣伝などを含まないこと
- (3) 株式購入を勧誘する相手が投資経験があり洗練されていて自分の権利を守る能力があり、かつ経済的に投資リスクに耐えられること
- (4) 株式発行会社と株式購入を勧誘される相手との間にすでに一定の関係があり、それによって、相手が投資判断に必要な株式発行会社に関する十分な情報を入手できる立場にあり、現実に十分な情報の提供を受けたこと

以上の4要件はすべての勧誘対象の投資家に存在しなければならず、そして、4要件が満たされていることを証明する責任は、発行会社に課されている。すなわち、第4条(2)の例外に基づいて株式発行を行った会社に対して、株式を購入した投資家が後に、株式購入が証券法第4条(2)違反であることを理由に投資金額の返還を求めてきた場合、上記の4要件がすべて満たされていることを発行会社が証明できない限り、投資金額の返還に応じなければならないのである。そして、その証明の程度は通常高度なものが要求されている。例えば、上記の(1)の要件については、勧誘の相手の正確な人数や、勧誘が行われた日、勧誘の対象になった人たちが特定されて書面で記録されていないと証明は困難となる。その他の要件もいずれも書面による記録がないと証明は大変困難である。特に上記(4)の要件を満たすためには、上場の際に要求される目論見書による情報開示と同程度の詳細な情報を記載した書面を勧誘対象の相手に提供して、

その提供した事実を書面で記録しておかないと、要件を満たしたと判断してもらえない可能性が高い。したがって、この例外規定に基づく株式発行を安全に進めるためには、用意周到な準備に基づいた慎重な手続きにのっとりて株式購入者への勧誘と株式売却が行われ、そしてそれに至るすべての過程においての適切な記録作成が必要となる。ところが、第4条(2)によって株式発行を行うのは、できたばかりのスタートアップの場合が多く、経済的にも能力的にもそのような綿密な手続きに従った株式発行を行えない場合が多い。したがって、多くの場合、裁判で争われれば、第4条(2)に基づく株式発行は、その要件を満たしたことを証明することができず、違法であったと判断される危険性があるのである。したがって、自分で100パーセント所有する会社を作るような場合、またはそれに近いような場合で、将来出資者から出資に関して争いが起こされる可能性がおよそ考えられないような場合以外には、第4条(2)の例外規定に基づく発行はお勧めできないことになる。

b. 規則D、第4条(2)のための安全港 (Regulation D; The safe harbor for Section 4(2) exemption)

規則Dは33年法の下における規則であり、どのような要件を満たせば、公的募集(public offering)に当たらない私的募集(private placement)として許される株式発行になるかを規定している。規則Dの規定に従った株式発行であれば、上記で述べた第4条(2)の例外にあたるための要件の厳格な証明も不要になり、比較的安全に株式発行を行うことができるので、規則Dは安全港(“safe harbor”)と呼ばれている。したがって、スタートアップがベンチャー・キャピタル・ファイナンスを実行する場合の株式発行はほとんど例外なく、この規則Dに基づいて行われていると言える。規則Dの中にもいくつかのカテゴリーがあり、それらを以下説明する。

A. ルール504——100万ドルまでの発行価格の場合 (Rule 504 : Sales up to \$1,000,000)

1年間に一度、かつ株式総発行価格が100万ドル以下の場合に認められる例外規定がルール504である。このルールは33年法の第3条に規定する発行総額が小額である場合の例外規定を認める条文に基づいた規則である。これによる株式発行の場合は、格別な情報開示に関する義務は法定されていないし、株式購入を勧誘する相手についても限定されていないので、相当簡易で便利な株式発行ができる。この例外の場合には、以下で説明するルール505と506の場合で規定される勧誘相手の要件である、“accredited investors”（以下「適格投資家」と訳す。）としての要件を満たさない投資家に対しても株式の売却が比較的困難な手続きなしにできるので、スタートアップができたばかりの早い段階で、適格投資家ではない創設者や、その友人や家族に株式を発行する時などに使用するのに便利である。ただ、ルール504によって発行される株式は、連邦法が優先されて、ブルースカイ法の適用のないいわゆる“covered securities”（どう訳していいかわからないが、「州法適用外証券」と呼んでおく。）ではないために、州法が要求する一定の情報開示や、投資家の洗練性の要件を満たす必要がある点は要注意である。

B. ルール505——発行価格500万ドルまで (Rule 505 ; Sales up to \$5,000,000)

1年間に一度、かつ株式総発行価格が500万ドル以下の場合に認められる例外規定がルール505である。このルールも33年法の第3条に規定する発行総額が小額である場合の適用除外を認める条文に基づいた規則である。勧誘相手の人数については、適格投資家に対しては無制限であり、それ以外の投資家については35人までの制限がある。

ここで、適格投資家にあたる要件を説明する。実際上の規定はもっと細かいものとなっているが、大雑把に言うと、適格投資家とは、その発

行会社の取締役 (directors) や重要な役員 (executive officers), 総資産 (total assets) 500万ドル以上を保有する法人、純資産100万ドルを保有するか、過去2年間年間収20万ドル以上の収入を取得している個人等となっている。法人の場合は、総資産額が500万ドルあればいいので、それを上回る負債があっても適格投資家になれるが、個人の場合は純資産が100万ドルなければならない。したがって、150万ドルの価値のある不動産を持っているが100万ドルのローンを負担している個人は適格投資家とはならない。ちなみに個人の収入に基づく要件について、配偶者がある個人の場合、配偶者の収入も合算して、30万ドルの年収が過去2年間あれば適格投資家となる。

このルール505に従って株式発行する場合、適格投資家以外の投資家にも35人までは勧誘してもいいことになっているが、適格投資家以外の投資家を勧誘する場合には、大変厳格な会社情報の開示の義務が発生する。そのような私的な株式発行の場合に行われる情報開示は Private Placement Memorandum (私的募集メモ、以下“PPM”という。)と呼ばれる書面によってなされるが、その程度は、ほとんど上場の際に目論見書で要求されるものと同様であると理解されている。このような本格的な PPM を作成するには大変な費用がかかり、できたばかりのスタートアップではとても困難である。さらに、適格投資家以外の投資家を勧誘する場合には、その投資家が、投資リスクを理解し、自分の利益を守るに十分な投資に関する知識と経験を持っている洗練された投資家であることを確認する必要も出てくる。

したがって、株式発行会社は、適格投資家以外の投資家へは株式を売却せず、そもそも勧誘の対象にも入れないようにすることによって、株式発行の手続きをより容易に安全に行うことができることになる。

ルール504と同様、ルール505によって発行される株式は、州法適用外証券ではないために、州法が要求する一定の情報開示や、投資家の洗練性の要件を満たす必要がある点も注意しなけ

ればならない。

C. ルール506, 無制限の発行価格 (Rule 506; Unlimited sales)

ルール506は、無制限の人数の適格投資家と35人までの適格投資家以外の投資家への勧誘が認められる点で、ルール505と同様であるが、発行価格に制限がない点が特長である。さらに、ルール506によって発行される株式は、州法適用外証券とされており、このルール506にしたがって株式を発行すれば、ブルースカイ法の遵守について配慮する必要がない点で便利である。この点は実務的に大きな意味がある。大規模な資金調達をするために、多数の投資家から投資を集めることが必要な場合、勧誘対象の投資家は多くの州に所在することになることも多い。株式発行に対してどの州のブルースカイ法が適用されるかは、その株式発行がどの州で行われるかによることになるが、通常投資家の所在する州において株式発行が行われたと解釈される。したがって、投資家の所在する州のブルースカイ法の適用があることになる。例えば、5つの州にそれぞれ所在する5人の投資家から投資をしてもらうためには、その5つの州でのブルースカイ法を調べてそれぞれの要件を遵守する義務が発生することになる。それにかかる手間と時間と弁護士費用はとて大きな負担になるのがふつうである。ルール506を利用した株式発行あれば、そのような負担を避けることができる点で大変有利である。

しかし、ルール506でも、ただ一人でも適格投資家以外の投資家を勧誘する場合には、PPMによる本格的な会社情報開示が必要とされるという点は、ルール505の場合と同様である。したがって、ルール506を利用する場合にも勧誘相手は適格投資家だけにすることによって大きな負担の軽減ができる。

以上からすると、ルール506を利用したうえで、適格投資家だけを対象として株式購入を募集する方法がもっとも安全で費用がかからない方法で、大規模な資金調達にも適していることが分かる。

ベンチャー・キャピタル・ファイナンスについての解説の第一回の冒頭で、スタートアップに対する投資を考えて担当者にコンタクトをすると、まず最初に渡される書類の一つとして Investor Questionnaire (投資家アンケート)があると説明した。この Investor Questionnaire のもっとも大きな目的は、まさに株式売却対象の投資家を適格投資家だけに絞り込むための情報収集である。例えば投資をしたいと思った個人投資家がこの Investor Questionnaire の中の純資産を記載する欄に、100万ドル以下と書いて、さらに年収を記載する欄に年間20万ドル以下と記載したら、その個人投資家は株式購入を拒否されることになるだろう。もちろん、PPMを準備して投資を募る場合には、適格投資家以外の投資家に対する株式売却も行われるから、必ず拒否されるわけではない。適格投資家以外の投資家に株式を売却する場合には、その投資家が投資取引において自分の利益を守ることができるだけの知識と経験があることを確認する必要があることから、Investor Questionnaire には、投資家の学歴や、投資経験を訊く事項も含まれている。

D. 規則Dに共通する要件 (Common Requirements for Regulation D)

上記規則Dに基づいた株式発行のいずれの場合も、公的募集とはならないための共通の要件として、株式購入を勧誘するための一般的な宣伝、勧誘活動をしてはならないことが義務付けられていることは当然である。さらに、株式発行会社は転売目的を持っている投資家に対して株式を販売してはならず、かつ投資家に対して、取引対象の株式が上場されていない株式であり、株式の転売が原則禁止されていることを明確に示すことが義務付けられている。この株式の転売が禁止されていることを株券上にも明示するための文章が、本稿第一回のときにも引用した以下の文章である。

“THESE SECURITIES HAVE NOT BEEN REGISTERED UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED. THEY MAY

NOT BE SOLD, OFFERED FOR SALE, PLEDGED, OR HYPOTHECATED IN THE ABSENCE OF AN EFFECTIVE REGISTRATION STATEMENT AS TO THE SECURITIES UNDER SAID ACT OR AN OPINION OF COUNSEL SATISFACTORY TO THE CORPORATION THAT SUCH REGISTRATION IS NOT REQUIRED.” (これらの証券は1933年証券法における登録がされておらず、同法に基づく登録がされるか、会社が満足する内容での、登録が不要であることについての弁護士の見解書がない限り売却したり、売却の申し込みをしたり、担保に入れたりすることができないものである。)

つぎに、規則Dに基づく株式発行が有利な理由の一つとして、株式購入勧誘の対象が適格投資家に対してだけ行われる場合には(ルール504の場合にはいずれの場合でも)、PPMが必要とされないことを説明したが、それは、適格投資家に対して勧誘する場合一切の情報開示が不要であるということではない。株式売買だけでなく、すべての取引に共通することであるが、取引の対象について十分な情報を開示せず、不利な情報を隠したり、不正確な情報を開示したりして契約したような場合は、詐欺などの一般取引法の観点から争いになる可能性があるから、PPMほどでなくても、十分な情報開示が常に必要であると考えべきである。

つぎに、規則Dに基づいて株式発行売却を行う場合には、SECが定める一定の書式(Form

Dと呼ばれる。)に基づいた届出をSECにしなければならない。原則として、株式発行時点から15日以内の届出が必要となっている。

以上の説明から、ベンチャー・キャピタル・ファイナンスにおいて、規則Dに基づいた株式発行がもっとも多く行われている理由が理解できると思うが、さらに、もう一つ有利な理由がある。それは、規則Dを利用した株式発行のラウンドについては6カ月間の期間をあけることによって、それぞれのラウンドが別々のラウンドとして明確に判断されることになっていることである。証券法上、複数回にわたる株式発行が実態的に一つのラウンドとして判断される場合がある。これをintegrationといい、証券法上の重要な概念の一つである。これもまたどう訳していいか困るが、「通算統合」と訳しておく。通算統合された複数回の株式発行は全体として一つのラウンドとして判断され、原則としてそのラウンド全部に共通した例外規定の要件を備えていないとその株式発行は違法になってしまう。言い換えると、その複数回の株式発行のうち一つにでも証券法違反があると、通算統合された一つのラウンド全体が違法になり取り消しの対象になってしまう可能性がある。これに対して規則Dに基づいた株式発行であれば、6カ月間の間隔を空けることによって、明確に別個のラウンドと判断され、一つのラウンドに発生した証券法違反の効果が他のラウンドに影響を与えることを防止することができるのである。

IBL

■ IBL マテリアルズについて

すでに当研究所会員(IBL会員)に限り配布しております下記「IBL マテリアルズ」について、入手希望の向きは事務局までご連絡下さい。

- Vol. 26, No. 1 (2000. 6) 「FTC/米司法省：競争企業間の協力的行為に関する反トラスト・ガイドライン」
- Vol. 26, No. 2 (2000. 9) 「米司法省『不起訴処分方針』, EU委員会『カルテル事件の過料の免除・減額に関する告示』」
- Vol. 27, No. 1 (2001. 7) 「米国対マイクロソフト社独禁法事件コロンビア特別区米国控訴裁判所判決(2001年6月28日)」
- Vol. 28, No. 1 (2002. 9) 「電子呈示に関する信用状統一規則の補則～eUCPバージョン1.0」
- Vol. 29, No. 1 (2003. 6) 「フォース・マジョールとハードシップ条項例」
- Vol. 30, No. 1 (2004. 8) 「フォームからみた信用状(SWIFT MT700)の発行と通知について」
- Vol. 30, No. 2 (2004. 12) 「使途別スタンドバイ信用状の文例」

ビジネスパーソンのための アメリカ・カリフォルニア法実務講座

〈その5〉ベンチャー・キャピタル・ファイナンス —証券法の基礎知識(4)

第55回

下田 範幸*

6. 株式発行が許される主な例外規定 (Key Issuer Exemptions)

今回は、株式発行に適用される例外規定の続きとして、ルール710 (Rule 701) と規則 S (Regulation S) についての説明を行うとともに、発行済み株式の転売に適用される例外規定の説明を開始する。

C. ルール701 (Rule 701) : スtockオプションその他の報酬としての株式発行 (Exemptions for stock options and other compensatory awards)

前回、スタートアップが証券法を遵守し、かつ、比較的大きな費用の負担なしに、株式の発行、売却を行って投資を集める方法として、売却の相手方である投資家を適格投資家 (accredited investors) だけに限定することが適切である、ということの説明した。ところで、スタートアップの株式は、そのスタートアップの従業員自身も取得する 경우가少なくない。典型的なのは、従業員がスタートアップからストックオプションを取得して、それを行使して株式を取得する場合である。ストックオプションの行使によるものであっても、株式の発行会社による株式の売却に変わりはないのであるから、「上場するか、証券法の例外規定の適用がない限り株式売却は違法である。」との証券法

の原則の適用はある。そして、一般のスタートアップの従業員は、年収20万ドル以上、または、純資産100万ドル、という適格投資家の要件を満たしていない場合が通常である。そこで、適格投資家としての要件を満たしていない従業員による株式購入を可能にする例外規定が必要となるが、それが、ルール701 (Rule 701) である。この例外規定は、未上場の会社による、書面によって採用された制度に基づいて会社の従業員などの会社に対してサービスを提供している個人へ、報酬としての性格を有する株式購入の申し込みおよび売却を行うことを例外として許すものである。ちなみに、上場会社がストックオプションによって株式を従業員に購入させるためには、S-8 Form によって SEC へ株式の登録をしなければならない。

本例外規定の重要な要件は、株式があくまで報酬としての性格を有するものでなければならないという点である。そして、さらにそのような報酬としての株式の発行は書面によって事前に取り決められた制度に基づくものでなければならない。したがって、スタートアップが設立されたばかりのころに、当初の従業員たちに口頭によって株式売却の約束をしても、この要件を満たさないことになる。

ルール701によって認められる株式販売の相手方には、その会社の従業員のほか、取締役 (directors)、役員 (officers)、コンサルタントなど、その会社に何らかのサービスを提供する個人が含まれる。ただし、コンサルタントの

*しもだのりゆき、日本国及びカリフォルニア州弁護士

サービスは、その会社への投資募集に関するものであってはならない。

このルール701によって、適格投資家の要件を満たしていない従業員に対しても株式を発行できることから、将来の上場を目指すスタートアップは、設立当初の早い段階でストックオプションの制度を作るのが一般的である。特に、スタートアップは当分の間、経済的に安定しないことが予想され、当初の段階で雇用する従業員に対して高額な給料を支払うことが困難な場合が通常である。他方で、優秀な人材を確保しない限り、ビジネスの成功はありえず、ことに短期間での上場などを実現することはできないから、高額な給料に代わる強力なインセンティブが必要となる。それがストックオプションである。通常、スタートアップは、資本政策として、全発行株式数の15パーセントから20パーセントに当たる普通株式をストックオプション用に確保する。これをオプションプール (option pool) と呼ぶ。スタートアップにとってオプションプールの確立は成功に向けての不可欠なステップの一つである。そして、そのようなストックオプションの設定を証券法の面で可能にするのがルール701である。このルール701によって、適格投資家でない従業員にも株式を購入させることが可能となり、また、規則Dなどで要求される詳細な会社情報の開示や、株式購入者の洗練性の確認などについても必要とされず、多くの面における要件が大変緩和されており、運用が比較的容易である。また、スタートアップの成功のためには、ストックオプションが不可欠であることは、スタートアップに投資するベンチャーキャピタルも承知しており、自己が保有する株式の価値が薄められることには大変敏感に反対するベンチャーキャピタルも、オプションプールの規模がスタンダードな範囲内である限り、オプションプールの設立には文句を言わない。

ルール701の適用によって証券法上の例外として認められる要件としてはすでにいくつか上記で述べたが、数量的な限度は以下のとおりで

ある。ルール701によって12カ月間内に発行される株式は以下の三つのうちの一番大きな数字を限度とする。(i)株式発行価格の総額として100万ドル、(ii)発行会社の全資産額の15パーセントにあたる金額、および(iii)ルール701に基づいて発行される株式の種類(通常は普通株であるが、優先株をストックオプションの対象にすることもできなくはない。)と同じ種類の株式の総発行済み株式数の15パーセントに当たる株式数。

ルール701を利用することのさらなるメリットとして、ルール701に基づく発行株式は、他の規則Dなどを利用した株式発行とは別枠と考えられ、通算統合 (integration) されないことになっているという点がある。したがって、例えば同じ時期に、規則Dに基づく株式発行とルール701に基づく株式発行が行われたとして、規則Dに基づく株式発行の方に証券法違反があった場合にも、その影響はルール701に基づく株式発行には及ばないし、その反対も同様である。

ただし、もちろんルール701によって発行された株式も証券法の制限を受ける株式 ("restricted securities") であるから、その株式をさらに転売するようなことは、その株式をSECに登録して上場株式とするか、または他の証券法上の転売を許す例外規定の適用がない限りできないことに変わりはない。したがって、ストックオプションによって取得した株式も速やかに転売することができないのが原則であるから、ストックオプションを手に入れた従業員は、そのストックオプションを行使できるようになったとしても、すぐには行使せず、スタートアップが上場することが確実にになったときや、または他の大きな会社を買収されることが確実にになったときまで待つのが普通である。

d. 規則S (Regulation S) : 海外における販売についての例外規定 (Offshore sale exemption)

日本の投資家に大いに関係がありそうな例外

規定が、規則 S (Regulation S) である。規則 S は、アメリカ国外で行われるアメリカの会社の株式取引を例外として許すものである。その条件は、アメリカ国外で取引された株式がアメリカ国内に舞い戻ってこないことを確保するために一定の手続きを遵守することである。アメリカの証券法は、アメリカ国内にいる投資家を保護するための制度であり、外国での株式取引についてはその外国における証券法によって、投資家保護が行われることを期待して、外国での取引についてはアメリカ証券法の適用を大幅に制限することにしたのが規則 S だと言っている。

規則 S は、格別な会社情報の開示義務を課しておらず、また、適格投資家とそうでない投資家の区別もしていない。したがって、大変緩やかに株式発行等を許す内容となっている。ポイントは、外国で取引されるアメリカの会社の株式が、アメリカに舞い戻ってくることをないように、脱法的なアレンジメントを厳しく禁じていることである。

規則 S に基づいて発行された株式も、アメリカ証券法の制限を受ける株式であり、その後の転売については、上場するか、転売における規則 S などの例外規定に当たる場合でない限り許されない。それを担保するために、規則 S によって発行された株式の株券には、その趣旨を明示した文章を記載しなければならないことになっている。

規則 S による株式発行が許されるための要件は、以下のとおりである。

(1) 株式の購入の勧誘および実際の売却がアメリカ国外で行われること、すなわち、国外取引 (“offshore transaction.”) であること。どのような場合に国外取引と認められるかについては、株式の購入の勧誘および売却がアメリカ国内にいる者に対して行われないことが必要である。また、投資家が株式の購入申し込みを実際に行う時点においても、その投資家がアメリカ国内に滞在してはいけな

(2) 次に、株式購入の勧誘および実際の売却が、「非アメリカ人」(non-U.S. persons) に対して行われなければならないこと。規則 S において、誰が“アメリカ人”かという点、原則として、(i)国籍に関係なく、アメリカに滞在しているすべての個人、(ii)アメリカ法に基づいて設立されたすべての法人、および、(iii)アメリカ国内に所在する支店や代理店を有するすべての外国法人である。

(3) そして、株式売却時に、アメリカ国外で取引された株式がアメリカ証券法の遵守なしにアメリカ国内に舞い戻ってこないことを確保する一定の制限が課されること。その例が、規則 S に定める意味での「アメリカ人」に対しては、例外規定に当たらない限り転売できないことを明示する文章を株式売買契約書や株券自体に記載することである。

規則 S による発行が認められる場合には、購入を勧誘する相手が適格投資家でなくてもよく、格別法定の詳細な会社情報の開示が要求されるわけでもなく、投資家の洗練性の確認の要件もないので、アメリカ証券法の遵守という点からは大変有利なものと考えられる。他方、投資家が所在する外国における証券法の遵守の必要はあるだろうし、また、脱法を防ぐための具体的な要件はかなり細かい内容になっており、その要件を遵守するためにはそれなりに慎重な対応が必要であるから、単に外国で販売すれば済むというわけでもない。また実務的には規則 S に基づく株式発行について経験豊富な弁護士は少ないという実態があり、実際上は、外国投資家に対する株式発行でも規則 D に基づいて行われているほうがはるかに多いと考えられる。私自身の経験でも証券法の専門の弁護士の中でも、規則 S を使うとかえって面倒であるから規則 D を使った方がいいという弁護士がほとんどである。

ところで、もう一つ規則 S のメリットがある。通常一つのラウンドでの株式発行は同一の例外規定を使う必要があるが、規則 S に関しては、他の例外規定と一緒に使ってもいいことになっている。したがって、同じラウンドにおける複

数の投資家のうち何人かは外国にいるという場合には、アメリカ国内にいる投資家には規則Dを使い、外国にいる投資家には規則Sを使って株式を発行する、というように使い分けことが可能である。したがって、規則Sは使いようによって大変便利な例外規定といえる。

以上で、株式発行における例外規定の説明を終了する。

7. 転売のための主な例外規定 (Selected Key Federal Resale Exemptions)

a. 転売の際の例外規定一般 (Resale Exemptions in general)

すでに何度も説明したことだが、重要なことなので繰り返すと、すでに発行された株式を転売する取引もアメリカ証券法によって原則として禁止されている。転売が許されるのはその株式の発行会社が上場し、その対象株式が SEC に登録されて上場株式となるか、証券法の例外規定によって許されている場合か、のどちらかでなければならない。以下転売の場合に認められている例外規定の説明をする。

まず転売を認める例外規定は数少なく、限定されている点が特徴の一つである。そして、証券法違反の転売は、もともとの株式発行において使われた例外規定の有効性を破壊し、もともとの株式発行自体を違法なものとしてしまうリスクがあるので、注意が必要である。

一般的に言って、上場されていない会社の株式の保有者がその株式を転売するには、以下の三つうちのどれかの方法を採用しなければならない。

- (1) 購入した株式を、当初の株式購入時点では転売する意思が客観的になかったと確実に判断される程度に長期間保有したうえで、例外規定である Section 4(1)に基づいて転売する。
- (2) 証券法上認められるルール144 (Rule 144) などの安全港ルールや規則Sなどの要件を満たした方法で転売する。
- (3) 適格投資家の要件を満たし、転売の意思が

ないなどの規則Dに記載されている適格投資家への株式発行と同様な要件を満たした取引によって転売する。(セクション4と2分の1の例外 (Section 4(1)1/2 exemption) と呼ばれる方法である。なぜそう呼ばれるかは後述する。)

以下、上記の三つの例外についてそれぞれ詳しく説明する。

b. セクション4(1)の例外規定 (Section 4(1) Exemption)

セクション4(1)は、登録していない株式であっても、株式発行会社 (an issuer), 株式引受人 (an underwriter), または株式のディーラー (a dealer) 以外による株式売却は登録の例外として許されるとの趣旨を規定している。これらにあたる株式保有者以外は自由にその保有株を転売していいということであるから、なんだかずいぶん簡単に思われるだろう。通常の株主は、もちろん、株式発行会社自体ではないことは明らかである。また、underwriter というのは一般的には、株式を一括して会社から引き受けてそれを一般に転売する証券会社などを意味すると理解されているから、一般の株主はそれにも当たらないように思える。また、ディーラーというのは、いわゆる株式の購入などを取り次ぐブローカーのことを意味するので、やはり一般の株主はそれに当たらないだろう。したがって、一般の株主による転売は幅広く例外として許されるかのような印象を与える条文である。ところが、アメリカの証券法はそのような簡単な株式の転売を許さない。証券法自体のその他の条文、および SEC の判断、および判例法によって、この条文は大変厳格に解釈され、簡単には例外規定としては使えない条文となっている。この点は前回説明したセクション4(2)の「公的募集によらない株式発行の例外規定」と状況が似ている。具体的には上記の転売が原則禁止される3つのカテゴリーの中の、株式引受人 (underwriter) の意味を大変幅広く解釈することによって、この条文を大変使用困

難な条文としているのである。

このようなセクション4(1)の厳格な解釈は、セクション4(2)の私的募集の例外規定の脱法を防ぐことを目的としている。当初の株式発行が私的募集として限定された少人数の適格投資家に対してなされたとしても、その株式発行を受けた株主が、一般の投資家に幅広く株式を転売したとしたら、間接的に公的募集をして株式の一般公開をしたのと同じことになる。そしてそれは本来上場しなければならないことであり、このような間接的な株式公開売買を防ぐためにセクション4(1)の厳格な解釈が必要になるのである。セクション4(1)に記載された“underwriter”は、このように株式を転売目的で購入して転売する者を幅広くとらえるためのものとして定義され、使われている言葉である。その目的を達成する観点から“underwriter”は、証券法上、株式を転売する考えを持って、または転売に関連して、発行会社から株式を購入したすべての者、または、発行会社のためにその株式の購入を勧誘し、または、販売したすべての者、または、そのような転売に直接であれ、間接であれ、なんらかの形で参加したすべての者と定義されている。この定義は大変幅広いものであり、また、これにあたるかどうかは、客観的な事実に基づく個別の事実認定しだいということになるが、判例は、どのような場合がこのunderwriterとして活動したことになるかについて明確な基準を示しておらず、大変不確実性が高い。一応、投資目的 (investment intent) で株式を購入した者は、転売目的 (with a view to distribute) で購入した者ではないので、投資目的が認定されれば、その株主による転売はセクション4(1)に基づいて許されると理解されている。その「投資目的」とは、すぐに転売したりせずに、投資のリスクを自らが長期間負担し続ける意思と理解されている。そして、本来株式を購入した際の意味として投資目的があればいいはずであるが、意思というのは証明困難であるから、事実上この投資目的は、実際に株式を転売せずに保有した期間の長さによって

判断される場合が多い。この観点からは少なくとも2、3年は保有し続けることが必要と理解されているので、このセクション4(1)による例外規定の最低条件は2、3年の保有ということになる。が、それだけでは十分とは限らない。保有期間のほか、当初購入した株式の数、その会社の発行済み株式におけるパーセンテージ、転売先の投資家の数等からの総合判断によって決定される。また、転売する株主が、その会社の取締役や役員であったり、10パーセント以上の株式を保有する大株主であった場合には、その会社を支配する立場の者 (control person) として上記の要件はさらに厳格となる。

この投資目的か、転売目的かの判断は実際上大変困難である。また、転売が例外として認められる場合かどうかについての立証責任は、転売する株主にある。発行会社としては、転売について承諾することを求められた場合、その転売が例外として許される場合であることを、転売する株主が依頼する弁護士の見解書で確認することを要求することができるが、依頼される弁護士としても投資目的の認定の困難さから、自分の意見書が不正確であるとなると将来の責任問題となりうるので、厳密な事実および判例調査を行わない限り、意見書を書けない。したがって、弁護士費用も大変高額になる傾向がある。他方で、スタートアップは、当初投資してくれた株主から、転売を承諾するように要求されると断りにくい立場にあるのが普通である。そして、そのような株主に対しては、高額な弁護士費用を要する、弁護士の見解書を要求することも躊躇され、つい、厳密な検討を行うことなしに転売を認めてしまう、ということが出てくるが、その転売を行った株主が、後に、underwriter であったと判断されてしまうとその転売は証券法違反となり、もともとの株式発行自体が、一般への株式売買と判断されて違法となってしまうリスクがあるので注意が必要である。