

# ヘッジ・ファンドにおける投資家等への 情報開示としての登録・報告制度

— 米国証券諸法を中心として —

畠 田 公 明\*

- 1 はじめに
- 2 ヘッジ・ファンドの沿革・意義
- 3 投資会社法の登録規制
- 4 証券法の登録制度
- 5 証券取引所法におけるブローカー・ディーラーおよび証券等の登録に関する規制
- 6 投資顧問法における登録・報告に関する規制
- 7 レギュレーション・クラウドファンディングおよび州内募集の免除規制
- 8 結び

## 1 はじめに

近年、わが国において、基金または資金を意味する「ファンド」(fund)という言葉が、投資の世界で一般的に使われている。「金融商品取引法」においても、集団投資スキーム(ファンド)持分<sup>(1)</sup>について、同法2条2項5

---

\*福岡大学法学部教授

- (1) 金融庁「ファンド関連ビジネスを行う方へ(登録・届出業務について)」、<https://www.fsa.go.jp/common/shinsei/fund.html> (令和3年11月22日更新) 参照 (なお、集団投資スキームは、英語版では、collective investment schemes (funds) という)。

号により、民法の組合契約、商法の匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約に関する法律の投資事業有限責任組合契約または有限責任事業組合契約に関する法律の有限責任事業組合契約に基づく権利、社団法人の社員権その他の権利のうち、当該権利を有する者（「出資者」という）が出資または拠出をした金銭を充てて行う事業（「出資対象事業」という）から生ずる収益の配当または当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利を、有価証券とみなして同法の規定を適用すると規定されている。そして、集団投資スキーム（ファンド）持分の自己募集や出資を受けた財産の自己運用（有価証券等投資に限る）を業としている者に対して、登録義務や届出義務などが課される<sup>(2)</sup>。

また、「投資信託及び投資法人に関する法律」（「投資信託法」という）は、投資信託または投資法人を用いて投資者以外の者が投資者の資金を主として有価証券等に対する投資として集合して運用し、その成果を投資者に分配する制度を確立し、これらを用いた資金の運用が適正に行われることを確保するとともに、この制度に基づいて発行される各種の証券の購入者等の保護を図ることに係る規定をしている<sup>(3)</sup>。わが国において、ファンドの発行する証券、投資運用会社や投資顧問などに関する登録・届出・報告書等の情報開示規制、業者の行為規制については、主要な法律による規制は金融商品取引法と投資信託法によることになる。

ファンド規制について、わが国よりも長い歴史があるアメリカ合衆国（以下「アメリカ」という）では、その中心となる法律は、1933年証券法（Securities Act of 1933）、1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）、1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）および1940年投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）である。これに対し、アメリカの

---

(2) 金融庁・前掲注(1)参照。

(3) 投資信託法1条（目的）参照。

各州でも、1911年カンザス州において最初の証券規制に関する制定法が制定されて以来、多くの州で同様の証券規制法が制定された<sup>(4)</sup>。これらの州証券規制法は、ブルー・スカイ・ロー（blue sky law〔青空法〕）として知られている<sup>(5)</sup>。

ブルー・スカイ・ローは、一般的に、ブローカー・ディーラーの登録、州において募集または取引される証券の登録および詐欺的行動に対する制裁を規定している<sup>(6)</sup>。各州の証券法は、その制定の時期・目的などが異なっていたので、その規定内容はすべて同じというわけではなかった。そこで、統一州法委員全国会議（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws）は、各州が各自の州制定法のための基礎として利用できる模範法（model acts）を検討してきている。同統一法会議は、1956年統一証券法（Uniform Securities Act of 1956〔1956年法〕）<sup>(7)</sup>を制定し、その後、1985年改正統

---

(4) See, e.g., Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation* 5th Ed. 9-10 (Aspen Publishers 2004) (Fundamentals of Securities Regulation by Louis Loss (Little, Brown and Company 1983) の翻訳として、ルイ・ロス著／日本証券経済研究所・証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』9頁（商事法務研究所 1989）がある）；Thomas Lee Hazen, *Securities Regulation in a Nutshell* 12th Ed., 86-87 (West Academic Publishing 2021) (Securities Regulation in a Nutshell by David L. Ratner and Thomas Lee Hazen 7th Ed. (West Group 2002) の翻訳として、デービッド・L・ラトナー＝トーマス・リー・ハーゼン著／神崎克郎・川口恭弘監訳／野村證券法務部訳『【最新】米国証券規制法概説』8頁（商事法務 2003）がある）。

(5) *Hall v. Geiger-Jones Co.*, 242 U.S. 539, 550 (1917) (ブルー・スカイ・ローについて、「はるかに高いフィート数の青空 (blue sky) 以上の根拠を持たない投機的な計略 (speculative schemes) に対して公衆を保護すること」を目的とする旨の判示をする。S.E.C. v. Steadman, 798 F.Supp. 733, 738 (1991) も同旨)；Loss and Seligman, *supra* note 4, at 9-10 (ブルー・スカイ・ローという用語は、カンザス州において、単純封土権 (fee simple) の青空にある建築敷地を売却するであろう煽動者をねらった立法を説明するために、最初に一般的に用いられたとする)；黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第2版]』2頁 (弘文堂 2004) (当時、証券業者は放っておくと空まで区画に分けて売る青空商人と揶揄され、カンザス州法は、青空商人に対処する法としてブルー・スカイ・ローと呼ばれたとする)。

(6) Hazen, *supra* note 4, at 12.

一証券法（Revised Uniform Securities Act of 1985〔1985年法〕<sup>(8)</sup>を経て、これらの1956年法および1985年法に代わるものとして、現在では、2002年統一証券法（Uniform Securities Act of 2002〔2002年法〕<sup>(9)</sup>が制定されている<sup>(10)</sup>。ほとんどの州証券法は、1956年法、1985年法および2002年法のいずれかに基づいており、州法の中には、複数の統一証券法からの要素を織り込んだり、他方、独自の証券法を採用する州法、あるいは大雑把に3つの統一証券法のいずれかの一つに基づく証券法を採用する州法もある<sup>(11)</sup>。

従来、州証券法の規制が前記の連邦証券諸法と衝突しないかぎり、連邦証券諸法により州委員会は証券取引および証券業者の規制権限を明示的に認められていた<sup>(12)</sup>。しかし、1996年の全国証券市場改善法（National Securities Markets Improvement Act（NSMIA）<sup>(13)</sup>の制定により、連邦証券諸法が改正され、重要な部分について連邦法が州の規制に優先することが認められ、従来の連邦規制と併存していた州規制のかなりの部分が連邦証券諸法の規制に劣後させられることになった<sup>(14)</sup>。

---

(7) Uniform Securities Act Drafted by the National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, <https://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2021/09/1956-Uniform-Securities-Act.pdf>.

(8) Uniform Securities Act (1985) with 1988 Amendments Drafted by the National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, <https://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2021/09/1985-Revised-Uniform-Securities-Act-with-1998-Amendments.pdf>.

(9) Uniform Securities Act (Last Revised or Amended in 2005) Drafted by the National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, <https://www.uniformlaws.org/HigherLogic/System/DownloadDocumentFile.ashx?DocumentFileKey=04ece01b-d3d9-751d-9925-e5c4ca6c104f&forceDialog=0>.

(10) North American Securities Administrators Association (NASAA), Uniform Securities Acts, <https://www.nasaa.org/industry-resources/uniform-securities-acts/>.

(11) Hazen, *supra* note 4, at 12, 403-405; NASAA, *supra* note 10.

(12) Hazen, *supra* note 4, at 11-12, 403.

(13) National Securities Markets Improvement Act of 1996, 110 Stat. 3416, Public Law 104-290-Oct. 11, 1996.

アメリカでは、投資会社について、投資会社法によりその定義を定めて、その範囲内の投資会社は証券取引委員会（Securities and Exchange Commission〔以下「SEC」と略す〕）に登録することを要求される<sup>(15)</sup>。そして、登録投資会社は、額面証券会社（face-amount certificate company）、ユニット型投資信託（unit investment trust）、管理型会社（management company）に分類され<sup>(16)</sup>、また、管理型会社については、オープン・エンド型会社、クローズド・エンド型会社に分類され、さらに、管理型会社は分散型会社と非分散型会社に分類される<sup>(17)</sup>。投資会社法の下での登録投資会社であるオープン・エンド型会社は通常「ミューチュアル・ファンド（mutual funds）」と呼ばれており、公募型ファンドである。これに対し、登録投資会社でなく、共同出資（pool）された資産を証券等に投資する投資媒体（ビークル）（investment vehicle）として、ヘッジ・ファンド（hedge funds）、プライベート・エクイティ・ファンド（private equity funds）やベンチャー・キャピタル・ファンド（venture capital funds）などに分類される<sup>(18)</sup>。私募型ファンドとして、ヘッジ・ファンドがよく知られている<sup>(19)</sup>。

ところで、アメリカでは1990年代頃からファンドの類型の一つであるヘッジ・ファンドが増大したが、1998年にヘッジ・ファンドであったロングターム・キャピタル・マネジメント（Long-Term Capital Management, L.P.〔以

---

(14) Hazen, *supra* note 4, at 11-12, 403.

(15) 15 U.S.C.A. § 80a-2 (2010). 80a-8 (1970).

(16) *Id.* § 80a-4 (1940).

(17) *Id.* § 80a-5 (1987). 拙稿「ミューチュアル・ファンドとコーポレート・ガバナンスの法規制」福岡大学法学論叢66巻2号488頁（2021）以下参照。

(18) See, e.g., Louis Yurow, Timothy W. Levin, W. John McGuire, and Johan O'Brien, *Mutual Fund Regulation and Compliance Handbook 2021-2022 Edition* 345 (Thomson Reuters 2021); Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, *Implications of the Growth of Hedge Funds* viii, 5-8 (Sept. 2003), <https://www.sec.gov/files/implications-growth-hedge-funds-09292003.pdf> (last visited Oct. 29, 2021)（以下「Staff Report」という）。

(19) Hazen, *supra* note 4, at 281, 284.

下「LTCM」という])が破綻し、アメリカ内外の金融市場全体を破綻させる危険にさらされることになった<sup>(20)</sup>。そのようなLTCMの破綻を契機として、アメリカにおいて1999年にPresident's Working Groupによる報告書<sup>(21)</sup>、2003年にはSECの報告書<sup>(22)</sup>、さらに2008年にUnited States Government Accountability Officeによる報告書<sup>(23)</sup>が提出されている。これらの報告書は、その後の連邦証券諸法の諸規定の改正に強い影響を及ぼしているといつてよい。

ヘッジ・ファンドは、従来、投資会社法の下での投資会社として登録される必要はなく、証券法の下でその株式を登録することも必要ではない。その結果、投資会社法およびその関連するSEC規則によって登録投資会社に課される制約のほとんど全てを免除されたことになる<sup>(24)</sup>。また、ヘッジ・ファンドの投資顧問(hedge fund advisers)も、顧客がしばしば15人未満(ヘッジ・ファンドを単一の顧客として計算する)であったことから、そのように制限された顧客の基準によれば、2010年Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act(Dodd-Frank Act [いわゆる米国金融規制改革法]。以下「ドッド=フランク法」という)<sup>(25)</sup>の制定以前では、投資顧問が投資顧

---

(20) Report of the President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, viii, 10-12 (April 1999), <https://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund.pdf> (last visited Oct.29, 2021)

(以下「President's Working Group Report」という)；Thomas C. Pearson and Julia Lin Pearson, Protecting Global Financial Market Stability and Integrity: Strengthening SEC Regulation of Hedge Funds, 33 N.C. J. Int'l L. & Com. Reg., 33-34 (2007).

(21) See President's Working Group Report, *supra* note 20.

(22) See Staff Report, *supra* note 18.

(23) United States Government Accountability Office, Hedge Funds; Regulators and Market Participants Are Taking Steps to Strengthen Market Discipline, but Continued Attention Is Needed 3 (2008), <https://www.gao.gov/assets/gao-08-200.pdf> (last visited Nov.8, 2021).

(24) Yurow, Levin, McGuire, and O'Brien, *supra* note 18, at 345.

(25) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203, July 21, 2010, 124 Stat 1376.

問法の下での登録を避けることが可能であった<sup>(26)</sup>。そこで、「ドッド＝フランク法」は、従来の免除よりも狭めた方法で、新たな規制を行った。

その後、2019年 SEC は、適切な投資家の保護を維持しながら、資本形成を促進し且つ投資機会を拡大するために、証券法の下での免除募集 (exempt offering) の枠組みについて簡素化・調和および改善を行うために可能な方法に関するパブリック・コメント (public comment) を求めるコンセプト・リリース (concept release) を公表した<sup>(27)</sup>。そして、2020年 SEC は、重要な投資家の保護について維持または強化を行いながら、資本形成を促進するために、免除募集の一定の枠組みを簡素化・調和および改善を行うための改正を提案し<sup>(28)</sup>、その実施がなされている。

今日のヘッジ・ファンドの金融市場全体に対する影響力を考えるならば、ヘッジ・ファンドの仕組み並びに投資家や公衆に対する情報開示に関する合理的な規制を促進するべきである。そのような観点から、本稿は、アメリカにおける投資会社法・証券法・証券取引所法および投資顧問法における登録・報告等に関する登録・報告制度の法規制の全般を検討した後に、とくにヘッジ・ファンドおよびその投資顧問の登録および報告の諸制度がどのように位置づけられているかについて検討する<sup>(29)</sup>。

---

(26) Yurow, Levin, McGuire, and O'Brien, *supra* note 18, at 346.

(27) Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions, Release No. 5256 (S.E.C. Release No.), 2019 WL 8353117 (June 18, 2019).

(28) Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets, Release No. 10884 (S.E.C. Release No.), Release No. 34082, 2020 WL 6581195 (November 2, 2020) (とくにレギュレーション D (Regulation D [CFR § § 230.500 through 230.508])、レギュレーション A (Regulation A [CFR § § 230.251 through 230.263])、レギュレーション・クラウドファンディング (Regulation Crowdfunding [CFR § § 227.100 through 227.504]) などを対象とする)。

(29) ファンドに関する諸外国の制度を検討するものとして、資本市場研究会編・神作裕之責任編集『ファンド法制－ファンドをめぐる現状と規制上の諸問題－』（資本市場研究会、2008）がある。また、経済産業省が、わが国のスタートアップの資金調達が多様化に向けた

## 2 ヘッジ・ファンドの沿革・意義

### (1) 沿革

最初のヘッジ・ファンドは、1949年、アルフレッド・ウインスロー・ジョーンズ (Alfred Winslow Jones) によってプライベート投資パートナーシップ (private partnership) として設立されたことは広く知られている<sup>(30)</sup>。ジョーンズのヘッジ・ファンドは、株式 (equities) に投資し、会社の株式市場の動きに対するポートフォリオの損失可能性 (exposure [エクスポージャー]) をヘッジ (hedge) するために、レバレッジ (leverage) を使って売りポジション (short selling) をとった<sup>(31)</sup>。価格が下落した株式においてロングボ

---

施策の検討のため、米国を中心とした海外におけるベンチャー・ファイナンスを巡る制度・動向について取りまとめたものとして、野村資本市場研究所「ベンチャー・ファイナンスの多様化に係る調査」(2021年) ([https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/houkokusyo/R2\\_venturefinance\\_report.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/houkokusyo/R2_venturefinance_report.pdf)) がある。さらに、運用業規制に関する金融庁委託調査の報告書として公表された有限責任監査法人トーマツ「主要国・地域の運用業規制に関する調査研究についての報告書」(2015) (<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20150707-1.html>, <https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20150707-1/01.pdf>)、米国における私募市場について、若園智明「米国における私募市場へのアクセス改善 ①登録除外等取引の見直し」JSRI Discussion Paper Series No. 2021-01 (日本証券経済研究所、2021) ([https://www.jsri.or.jp/publish/discussion/pdf/2103\\_01.pdf](https://www.jsri.or.jp/publish/discussion/pdf/2103_01.pdf))、同「米国における私募市場へのアクセス改善 ②自衛力認定投資家の定義の見直し」JSRI Discussion Paper Series No. 2021-02 (日本証券経済研究所、2021) ([https://www.jsri.or.jp/publish/discussion/pdf/2108\\_01.pdf](https://www.jsri.or.jp/publish/discussion/pdf/2108_01.pdf)) などがある。

(30) Jess Lederman and Robert A. Klein, Editors, *Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor 8* (Irwin Professional Publishing, 1995 (同書の翻訳として、J. レダーマン + R. A. クレイン編/中央信託銀行オルタナティブアセット研究会訳『ヘッジファンドの世界』(東洋経済新報社、1999) がある); Henry Ordower, *Demystifying Hedge Funds: A Design Primer*, 7 U.C. Davis Bus. L.J. 323, 324 n.1 (2007); Staff Report, *supra* note 18, at 3; David A. Vaughan, *Selected Definitions of "Hedge Fund"*, Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds, May 1, 2003, <https://www.sec.gov/spotlight/hedgelfunds/hedge-vaughn.htm> (last-visited Nov.3, 2021); Linda Chatman Thomsen, Daniel M. Hawke, and Pauline E. Calande, *Hedge Funds: An Enforcement Perspective*, 39 Rutgers L.J. 541, 544 (2008).

(31) Lederman and Klein, *supra* note 30, at 9-11; Yasuyuki Fuchita and Robert E. Litan, *Edi-*



ジション (long positions [買い持ち]) をとり、価格が上昇した株式においてショートポジション (short positions [売り持ち]) によるリスクを差し引きすることによって、ジョーンズは売りポジションを使いヘッジをして相当な利益を得ていた<sup>(32)</sup>。

ファンドの数が増え始めた1966年までは、ヘッジ・ファンドに関する法的研究は現れなかった<sup>(33)</sup>。しかし、同年にフォーチュンの雑誌 (Fortune magazine) 掲載のキャロル・J・ルームス (Carol J. Loomis) 「ジョーンズには誰も追いつけない (The Jones Nobody Keeps Up With)」の記事<sup>(34)</sup>において、上記のヘッジ・ファンドの運用実績が強調された後、ヘッジ・ファンドの人氣が拡大した<sup>(35)</sup>。証券取引委員会 (SEC) の調査によれば、1968年までには140近くのヘッジ・ファンドが存在するとみていた。SEC は、ヘッジ・ファンドの数の増加だけでなく、増加の原因・意味、ヘッジ・ファンド詐欺の増加はヘッジ・ファンドの増加の結果であるのか、一定の種類の違反はヘッジ・ファンドに固有のものであるのか、さらには、ヘッジ・ファンドの資産の増大および活動がアメリカのファイナンス市場に与える潜在的影響について、関心を示した<sup>(36)</sup>。その後、ヘッジ・ファンドの数は、1970年代には減少

---

tors, *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Challenges* 35-37 (Brookings Institute and Nomura Institute of Capital Markets Research, Brookings Institution Press, 2007 (同書の翻訳として、財団法人東京国際研究クラブ監修・淵田康之/ロバート・E. ライタン編『新しい資本市場』(東洋経済新報社、2007)がある)); Staff Report, *supra* note 18, at 3.

(32) Dustin G. Hall, *The Elephant in the Room: Dangers of Hedge Funds in Our Financial Markets*, 60 Fla. L. Rev. 183, 195 (2008); Sargon Daniel, *Hedge Fund Regulation: Yesterday's Regulatory Schemes for Today's Investment Vehicles*, 2007 Colum. Bus. L. Rev. 247, 253 (2007)(ジョーンズは、1950年代および1960年代初期の時代10年間、最も良かったミューチュアル・ファンドよりも82%も上回っていたとする)。

(33) Ordower, *supra* note 30, at 324.

(34) See <https://fotst.org/wp-content/uploads/2015/01/Fortune-Magazine-Alfred-Winslow-Jones.pdf> (last visited Nov.8, 2021).

(35) Lederman and Klein, *supra* note 30, at 9-10; Daniel, *supra* note 32, at 253.

し、1980年代には増加している<sup>(37)</sup>。1999年と2004年の間では、ヘッジ・ファンドの資産は260%増大し、また2004年だけでも30%を超える増大となった<sup>(38)</sup>。そして、2003年当時の概算では、6,000から7,000までのヘッジ・ファンドがアメリカにおいて業務を行い、運用資産は6,000億ドルから6,500億ドルであった。次の5年から10年には、ヘッジ・ファンドの資産は1兆ドルを超えると予測されていた<sup>(39)</sup>。また、2006年の別の概算によれば、約8,000のヘッジ・ファンドが1兆ドルを超える資産を運用しているとされた<sup>(40)</sup>。

ところで、1994年に設立されたロングターム・キャピタル・マネジメント (Long-Term Capital Management, L.P. [以下「LTCM」と略す]) は、コネチカット州に本部があるヘッジ・ファンドであったが、出資資本に対して巨額の割合の債務を発生させるレバレッジをかけて、資金運用していたところ、1998年に破綻し、アメリカ内外の金融市場全体を破綻させる可能性があった<sup>(41)</sup>。アメリカの主要な金融機関のほとんどが、LTCMに対する信用損失可能額のために危険にさらされることになった<sup>(42)</sup>。LTCMのケースは、ヘッジ・ファンドによって提起された、安定した金融市場に対する脅威を最初に示した事例であるといつてよい<sup>(43)</sup>。LTCMを救済するため、債権者会議が

---

(36) Staff Report, *supra* note 18, at 2.

(37) Daniel, *supra* note 32, at 253; Lederman and Klein, *supra* note 30, at 10-13.

(38) Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, 69 Fed. Reg. 72,054, 72,055 (Dec. 10, 2004).

(39) Staff Report, *supra* note 18, at vii.

(40) Hedge Funds and the SEC: Still Free, *Economist*, July 1, 2006, at 68; Marcel Kahan and Edward B. Rock, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, 55 U. Pa. L. Rev. 1021, 1062 (2007) (平均のヘッジ・ファンドの資産は1億ドルであり、最大規模のヘッジ・ファンドは100億ドルを超える資産を有していたといわれる)。

(41) President's Working Group Report, *supra* note 20, at viii, 10-12; T.C. Pearson and J.L. Pearson, *supra* note 20, at 33-34.

(42) Goldstein v. S.E.C., 451 F.3d 873, 877 (D.C. Cir. 2006).

(43) T.C. Pearson and J.L. Pearson, *supra* note 20, at 33.

連邦準備銀行（Federal Reserve Bank）の要請でおよそ36億ドルを提供して、危機は回避された<sup>(44)</sup>。

LTCMの破綻を契機として、1999年、過度なレバレッジが金融システム全体に及ぼす影響について検討する President's Working Group による報告書が提出された<sup>(45)</sup>。その後、2003年には、近年のヘッジ・ファンドの増大の問題について検討する SEC の報告が発表された<sup>(46)</sup>。また、2008年、United States Government Accountability Office は、リスクヘッジ・ファンドが金融市場に問題提起すること、当該リスクに対応する規制の枠組みの仕方などについて報告書を提出した<sup>(47)</sup>。

## (2) ヘッジ・ファンドの意義と他の種類のファンドとの相違

ヘッジ・ファンドという用語は、いくつかの類似した特徴を共にする多種多様な投資媒体（ビークル）（investment vehicles）を述べるために一般的に用いられているが、この用語については、従来、正確な法律上の定義または一般的に認められる定義がない<sup>(48)</sup>。もっとも、ヘッジ・ファンドの用語は、

---

(44) President's Working Group Report, supra note 20, at 13-14; Thomsen, Hawke, and Calande, supra note 30, at 546.

(45) See President's Working Group Report, supra note 20.

(46) See Staff Report, supra note 18.

(47) United States Government Accountability Office, Hedge Funds: Regulators and Market Participants Are Taking Steps to Strengthen Market Discipline, but Continued Attention Is Needed 3 (2008), <https://www.gao.gov/assets/gao-08-200.pdf> (last visited Nov.8, 2021).

(48) See, e.g., Edward Pekarek, Pruning the Hedge: Who is a "Client" And Whom Does an Adviser Advise?, 12 Fordham J. Corp. & Fin. L. 913, 915 (2007)（ヘッジ・ファンドの用語を正確に定義するのは困難であるとする）；Willa E. Gibson, Is Hedge Fund Regulation Necessary?, 73 Temp. L. Rev. 681, 683 (2000)（連邦証券法および連邦商品法のいずれもヘッジ・ファンドのための定義の規定をしていないとする）；Goldstein v. S.E.C., 451 F.3d 873, \*874-75 (District of Columbia Circuit, 2006)（ヘッジ・ファンドは、定義することが困難であることで知られており、連邦証券法のどこにも見当たらず、また、業界関係者ですら単一の定義に同意していないとする）；President's Working Group Report, supra note 20, at 1（制定法上

賭けで両掛けする (hedge one's bets) という表現に由来するくだけた言葉で、反対側に賭けることによって、投機での損失の可能性を限定することを意味する<sup>(49)</sup>。

2003年ヘッジ・ファンドに関する SEC 会議のコメントによれば、その参加者の 1 人から、今日ではヘッジ・ファンドはもはや特定の戦略によって定義されず、また、しばしば経済的な意味での「ヘッジ」を行っていないと指摘した上で、ヘッジ・ファンドの用語についてコメンテーターの間の多様な見解を示す 14 の定義をしたものが提出されていた<sup>(50)</sup>。現在では、ヘッジ・ファンドについて一般的に認められる定義を定めるということではなく、ヘッジ・ファンドの特徴によって分類されることが多い<sup>(51)</sup>。ヘッジ・ファンドは、通常、次の 4 つの特徴が認められる。①共同出資で私的に設立された投資ビークルであること、②ファンドに相当の出資をしてパフォーマンスに基づく報

---

の定義はないとする)；Staff Report, supra note 18, at viii, 3 (正確な法律上の定義または一般的に認められる定義がないとする)。

(49) Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* 25 (2000). ヘッジ・ファンドを発展させることになったヘッジング (hedging) 取引は、元来、市場の不確実性に関連した投資リスクの一部を相殺する手段として負債・持分証券 (debt and equity securities) にロングポジション (買い持ち) とショートポジション (売り持ち) (long and short positions) をとることによって、投資ポートフォリオ (investment portfolio) をヘッジングすることであった。Gibson, supra note 48, at 684 n.18; Goldstein v. S. E.C., 451 F.3d, at \*875-76; Thierry Olivier Desmet, *Understanding Hedge Fund Adviser Regulation*, 4 *Hastings Bus. L.J.* 1,2-3 (2008) (人によって異なる投資メカニズムに言及するためにヘッジ・ファンドの用語を使うとする)。

(50) Vaughan, supra note 30, at 14-15; Fuchita and Litan, supra note 31, at 114-115; Thomsen, Hawke, and Calande, supra note 30, at 544 n.12.

(51) T.C.Pearson and J.L.Pearson, supra note 20, at 3; Robert Hayes and R. Scott Walker, *Mandatory Registration of Hedge Funds with the SEC and Hedge Fund Activism in Corporate Decision-Making*, 1 *Entrepreneurial Bus. L.J.* 87,88 (2006); Lartease Tiffith, *Hedge Fund Regulation: What the FSA IS Doing Right and Why the SEC Should Follow the FSA's Lead*, 27 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* 497,499 (2007); President's Working Group Report, supra note 20, at 1.3; Thomsen, Hawke, and Calande, supra note 30, at 543.

酬を得る専門的な投資管理者（investment managers）によって運営されること、③公衆に広く利用できるものでないこと、および④証券規制および登録要件の適用外であることが、ヘッジ・ファンドの特徴といわれる<sup>(52)</sup>。

これらの特徴は、法的規制の多いミューチュアル・ファンド（mutual funds）<sup>(53)</sup>とは異なるが、プライベート・エクイティ・ファンド（private equity funds）やベンチャー・キャピタル・ファンド（venture capital funds）にも同様の特徴がみられる。しかしながら、プライベート・エクイティ・ファンドは、典型的には、非公開企業（private firms）または非公開会社化取引（going private transactions）を対象とし、ヘッジ・ファンド活動家（hedge fund activists）よりも多数の所有株を獲得して、長期的投資を行うファンドである。他方、ベンチャー・キャピタル・ファンドも、典型的には、会社の売却、合併または公開会社化（going public）を目的として、専ら非公開企業を対象とするので、プライベート・エクイティ・ファンドと活動家ヘッジ・ファンド（activists hedge fund）の両者よりも一層初期の段階で投資する。このような点から、プライベート・エクイティ・ファンドおよびベンチャー・キャピタル・ファンドは、ヘッジ・ファンドとは異なる<sup>(54)</sup>。

---

(52) Alon Brab, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, 63 J.Fin.1729, 1734-35 (2008); Fuchita and Litan, supra note 31, at 115; President's Working Group Report, supra note 20, at 1; Staff Report, supra note 18, at viii; Hayes and Walker, supra note 51, at 88; Thomsen, Hawke, and Calande, supra note 30, at 544.

(53) ミューチュアル・ファンドについては、拙稿・前掲注(17)483頁参照。

(54) Brab, Jiang, Partnoy, and Thomas, supra note 52, 1734-35（もともと、これらの投資家の間の境界線は常に明快というわけではなく、とくに一部のプライベート・エクイティ・ファンドと活動家ヘッジ・ファンドの間には、実質的に部分的な重複をしており、さらに、これらのファンドはしばしば多様な戦略を追求し、ヘッジ・ファンドのなかには、全く活動家の性質を有しないものもあるとする）；President's Working Group Report, supra note 20, Appendix A, at A-1; Staff Report, supra note 18, at 5-8.

### 3 投資会社法の登録規制

#### (1) 登録投資会社

投資会社法（Investment Company Act of 1940）1条によれば、投資会社（Investment Companies）は「国民の貯蓄の相当な部分からの国民経済への投資のための媒体（media）であり、また、資本市場への当該貯蓄の流れに重大な影響を及ぼす可能性がある」<sup>(55)</sup>。このことから、投資会社法は、全国民の利益および投資者の利益に反する影響を与える諸事情を緩和し、可能な限り排除することをその政策および目的とする<sup>(56)</sup>。投資会社法3条(a)項(1)号(A)は、投資会社の定義のなかで、証券における投資、再投資もしくは証券取引の業務に主として従事もしくは従事しようとする者、またはそのような者として自らを示す発行者は、投資会社であると規定する<sup>(57)</sup>。または、同法3条(a)項(1)号(C)は、証券における投資、再投資、証券所有・保持、もしくは証券取引の業務に従事もしくは従事する目的があり、非連結基準でその資産総額（政府証券および現金項目を除く）の40%を超える価額の投資証券を所有または取得する目的がある発行者も、投資会社であると規定する<sup>(58)</sup>。これらの定義によれば、ほとんどのヘッジ・ファンドは、投資会社に含まれることになり、投資会社法の規制枠組みの範囲内に入ることな

---

(55) 15 U.S.C.A. § 80a-1 (a) (4) (1940).

(56) Id. § 80a-1 (a) (b).

(57) 15 U.S.C.A. § 80a-3 (a) (1) (A) (2018).

(58) Id § 80a-3 (a) (1) (C). ただし、同条(a)項(1)号(C)にかかわらず、次の①から③の場合には、投資会社の定義から除外される。すなわち、①発行者が、証券の投資・再投資・所有・保持もしくは取引以外の事業において、直接または完全子会社を通じて、主として従事した者、②SECが、発行者の申請により、直接もしくは(A)過半数所有子会社を通じて、または(B)同様の事業を行う被支配会社(controlled companies)を通じて、証券の投資・再投資・所有・保持もしくは取引以外の事業に主として従事していると認め、かつ命令(order)により宣言した当該発行者、③発行者の社外証券が上記①または②による投資会社の定義から除外される会社によって直接または間接的に所有されている当該発行者は、投資会社とはみなされない。Id § 80a-3 (b).

るであろう<sup>(59)</sup>。したがって、郵便または州際通商の手段もしくは方法を利用する投資会社は、登録を要求されることになる<sup>(60)</sup>。

投資会社は、投資会社の分類・下位分類<sup>(61)</sup>、金銭の借入、上位証券(senior securities〔社債または優先株式〕)<sup>(62)</sup>の発行、他者発行の証券の引受業務、貸付け、ポートフォリオ証券の回転率(portfolio turn-over)などの事項に関する登録者の方針の説明をした登録届出書(registration statement)を、SECに提出して登録する<sup>(63)</sup>。この登録届出書における投資方針を変更する場合、登録投資会社は、社外議決権証券(outstanding voting securities)の過半数の投票によって承認されない限り、その変更ができない<sup>(64)</sup>。

登録投資会社の投資顧問(investment adviser)<sup>(65)</sup>との間の契約は、社外議決権証券の過半数によって承認されることを要し、投資顧問または元引受人<sup>(66)</sup>の契約が2年以上継続する場合には、少なくとも年に1度、当該会社の取締役会または社外議決権証券の過半数によって承認されなければならない<sup>(67)</sup>。また、登録投資会社の取締役会は、当該登録投資会社の利害関係者(interested persons)<sup>(68)</sup>である者がその取締役会構成員の60%を超えることは認

---

(59) Staff Report, supra note 18, at 11; Daniel, supra note 32, at 262.

(60) 15 U.S.C.A. § 80a-7 (1995) (未登録投資会社による州際通商取引の禁止), 80a-8 (1970) (投資会社の登録).

(61) Id. § 80a-4 (投資会社は、額面証券会社、ユニット型投資信託、管理型会社に分類される), 80a-5 (管理型会社について、オープン・エンド型会社、クローズド・エンド型会社に分類され、また、管理会社は分散型会社と非分散型会社に分類される). 拙稿・前掲注(17) 488頁以下参照。

(62) 15 U.S.C.A. § 80a-18 (g) (1998) (上位証券の定義).

(63) Id. § 80a-8 (1970) (投資会社の登録).

(64) Id. § 80a-13 (2010) (投資方針の変更).

(65) Id. § 80a-2 (20) (2010) (投資顧問の定義).

(66) Id. § 80a-2 (40) (元引受人の定義).

(67) Id. § 80a-15 (1987) (顧問および元引受人の契約).

(68) Id. § 80a-2 (a) (19) (2010) (他の者の利害関係者の定義).

められない<sup>(69)</sup>。さらに、登録投資会社の関係者<sup>(70)</sup>、発起人<sup>(71)</sup>、元引受人またはそれらの者の関係者は、一定の利益相反取引を行うために、本人として行為してはならない<sup>(72)</sup>。また、登録投資会社は、取引の清算のために必要な短期信用を除いて、証拠金 (margin) に基づき証券を買うこと、当該登録会社が参加する引受けに関する場合を除き、証券における取引勘定に共同でまたは個別に参加すること、または、当該登録会社が参加する引受けに関する場合を除き、空売り (short sale) を行うことをしてはならない<sup>(73)</sup>。なお、登録投資会社はSECに年次報告書を提出することを要し<sup>(74)</sup>、また、SECが公益および投資家保護のために必要または適切なものとして定める期間、記録の維持・保存を要求される<sup>(75)</sup>。

## (2) 登録規制の例外

投資会社法3条(c)項において、投資会社の定義から除外されるものとして、100人以下の投資家(同項1号)、証券の引受・分売・販売の業務に主に従事するブローカーまたは市場仲介者 (market intermediary) (同項2号)、銀行・保険会社・貯蓄貸付組合等または同様の機関(同項3号)、小規模金融業者(同項4号)、適格購入者(同項7号)、実質的にすべての事業が石油・ガスその他の鉱物のロイヤリティ等の保持を事業とする者(同項9号)、宗

---

(69) Id. § 80a-10 (a) (2006) (取締役・役員および従業員の利害関係)。また、登録投資会社は、正規のブローカー、証券の元引受人または投資銀行家として、当該登録投資会社の取締役・役員・従業員の雇用・利用することも禁止される。Id. § 80a-10 (b)。

(70) Id. § 80a-2 (a) (3) (2010) (他の者の関係者の定義)。

(71) Id. § 80a-2 (a) (30) (発起人の定義)。

(72) Id. § 80a-17 (2010) (一定の関係者および元引受人の取引)。

(73) Id. § 80a-12 (a) (2010) (投資会社の機能および活動)。なお、分散型登録会社は、総資産額の25%を超える引受契約をすることができない。Id. § 80a-12 (c)。また、投資会社は、その資産価額の10%を超えて、他の投資会社の証券に投資できないとされている。Id. § 80a-12 (d)。

(74) 15 U.S.C.A. § 80a-29 (1998) (投資会社および関係者の報告書および財務諸表)。

(75) Id. § 80a-30 (2010) (記録の維持・保存)。



教・教育または慈善的目的のためにのみ組織され運営されている会社（同項10号）、従業員の株式ボーナス、年金または利益分配信託（同項11号）、投資会社ではない単一の発行者の有価証券のみからなる資産の議決権信託（同項12号）、教会プラン（church plan）（同項14号）などが規定されている。

投資会社の定義においてヘッジ・ファンドの登録規制の例外が主として問題となるのは、100人以下の投資家の場合（投資会社法3条(c)項(1)号）および適格購入者の場合（同条(c)項(7)号）であるので、以下において、この二つの場合を検討する。

(ア) 100人以下の投資家の場合の登録規制の例外 投資会社法3条(c)項(1)号により、発行する社外証券（短期証券（short-term paper）<sup>(76)</sup>以外のもの）が100人以下の者（適格のベンチャーキャピタル・ファンド<sup>(77)</sup>の場合には250人）により実質上（beneficially）所有されており、その証券の公募を行わず、また現在その公募を行うことを目的としていない当該発行者は、投資会社とはならない<sup>(78)</sup>。この規定の趣旨は、制限された数の投資家によって所有される私的投資会社は投資会社法の下において連邦の関与する程度までにはならないからである<sup>(79)</sup>。

---

(76) 15 U.S.C.A. § 80a-2 (a) (38) (2010)（短期証券（ノート・手形等）の定義）。

(77) 15 U.S.C.A. § 80a-3 (c) (1) (C) (i) (2018)（適格のベンチャーキャピタル・ファンドは、その資本額が1000万ドルを超えないものを意味する）；Id. § 80a-3 (c) (1) (C) (ii)（ベンチャーキャピタル・ファンドの用語の意味は17 C.F.R. § 275.203 (1)-1 (2020)による）。

(78) Id. § 80a-3 (c) (1) (2018)。なお、当該発行者が登録投資会社により発行される証券についてその購入および他の方法による取得をする場合（投資会社法12条(d)項(1)号(A)(i)〔登録投資会社が他の投資会社の発行する証券を取得する場合、取得される当該他の投資会社の社外議決権証券の3%を超えることは認められない〕）、並びに登録オープン・エンド型投資会社により当該発行者に対して発行される証券の売付の場合（投資会社法12条(d)項(1)号(B)(i)〔登録オープン・エンド型投資会社はその発行する証券を他の投資会社に売付またはその他の処分する場合、当該証券発行会社の社外議決権証券の3%を超えて当該他の投資会社が取得することは認められない〕）には、同条項に定める制限の目的のため、投資会社とみなされる。Id. § 80a-3 (c) (1)。

(79) Staff Report, *supra* note 22, at 11-12.

投資会社法3条(c)項(1)号との関係において、一会社による実質的所有は、1人の者による実質上の所有者とみなされる。ただし、当該会社が当該発行者の社外議決権証券の10%以上を所有し、投資会社である場合、または同条(c)項(1)号もしくは同(7)号に規定する除外規定がなければ、投資会社となる場合、実質上の所有は当該会社の社外証券（短期証券を除く）の保有者を実質上の所有者とみなされる<sup>(80)</sup>。

(イ) 適格購入者の場合の登録規制の例外

①適格購入者の定義 投資会社法2条の一般的定義によれば、「適格購入者」とは、次に掲げる者をいう<sup>(81)</sup>。

(i) 自然人の場合、SECにより定義される、投資で500万ドル以上を有する自然人（当該自然人の適格購入者の配偶者と共に、投資会社法3条(c)項(7)号のもとで適用除外とされる発行者において、共同、夫婦共有財産〔community property〕、その他の類似の分割所有持分を保有する者を含む）

(ii) 会社の場合、兄弟もしくは配偶者（元配偶者を含む）、または、出産もしくは養子縁組による直系卑属、当該者等の配偶者、当該者等の遺産、または、当該者等によってもしくは当該者等の利益のために設立された財団、慈善的組織もしくは信託として関係がある、2人以上の自然人によってもしくは当該自然人のために直接もしくは間接に所有されている、投資に5,000,000ドル以上を有する会社（いわ

---

(80) 15 U.S.C.A., § 80a-3 (c) (1) (A). なお、法律上の別居、離婚、死亡その他の非任意の出来事により証券の譲渡がもたらされた場合に、本条項で規定される発行者の証券または権益を取得する者による実質上の所有は、SECが公益上必要または適切であり、投資家の保護および投資会社法の政策および規定に公正に意図された目的に合致するものとして定める規則およびレギュレーションに従って、当該譲渡が行われた当該取得者による実質上の所有とみなされる。Id. § 80a-3 (c) (1) (B).

(81) 15 U.S.C.A., § 80a-2 (a) (51) (A) (2010).

ゆる同族会社)

- (iii) 信託の場合、信託が上記 (ii) によって適用されず、且つ募集される証券の取得の特定目的のために設立されていない信託であって、当該信託に関する決定権限を与えられた受託者その他の者、並びに当該信託に資産を拠出した信託設定者または他の者が、前記 (i)・(ii) および後記 (iv) に規定される者であるもの
- (iv) 自分の計算または他の適格購入者の計算のために行為する者で、投資において総計で25,000,000ドル以上を有し、裁量的基準で投資する者<sup>(82)</sup>

②適用除外 投資会社法3条(c)項(7)号(A)により、発行する社外証券が当該証券の取得の時に適格購入者 (qualified purchasers) である者によって専ら所有され、その取得の時に当該証券の公募を行うことはなく、またその公募を行うことを提案していない当該発行者は、投資会社とはならない<sup>(83)</sup>。この規定の趣旨は、高度の知識・経験を有する投資家 (highly sophisticated investor) は、共同出資 (pool) された投資ビークルに関連するリスクを認識する立場にあるので、投資会社法の保護を必要としないからである<sup>(84)</sup>。

また、投資会社法3条(c)項(7)号(A)により、贈与または遺贈として、

---

(82) Id. なお、SEC は、前記投資会社法2条(51)号(A)(i) から (iv) に明記される者または信託に対し適用可能な、公益上または投資家保護のために必要または適切であると決定する規則またはレギュレーションを、採用することができる。Id. § 80a-2 (a) (51) (B)。また、「適格購入者」の用語には、投資会社法3条(c)項(1)号または(7)号における適用除外とされない場合には、投資会社とされるであろう会社（「適用除外投資会社」(excepted investment company) という）は含まれないが、他方、投資会社法2条(51)号(A)(ii) または (iii) に言及される会社または信託の全ての受託者、取締役またはジェネラル・パートナー（無限責任社員〔通常組合員〕）の全員一致の同意は、適格購入者として扱われることに同意したとみなされる。Id. § 80a-2 (a) (51) (C)。

(83) Id. § 80a-3 (c) (7) (A)。

(84) Staff Report, *supra* note 18, at 13.

または法律上の別居・離婚・死亡もしくは他の非任意の出来事により証券が移転された場合に、適格購入者から当該証券を受け取った者により所有される当該証券は、適格購入者により所有されものとみなされるが、SECが公益または投資家の保護のために必要または適切なものとして定める規則・レギュレーションおよび命令に服するものと規定される<sup>(85)</sup>。

③適用除外範囲の拡張 投資会社法3条(c)項(7)号(A)の規定にかかわらず、次に掲げる⑦および④の場合には、当該証券発行者は本項に規定する適用除外の範囲内に入る。

⑦適格購入者に加えて、当該証券発行者の社外証券を次の(i)および(ii)に掲げる場合において適格購入者でない100人以下の者により実質上所有にされている場合

(i) それらの者が当該証券発行者の一部の証券を1996年9月1日またはそれ以前に取得した場合

(ii) それらの者が当初当該発行者の証券を取得した時に、当該証券発行者は投資会社法3条(c)項(1)号により適用除外とされる場合<sup>(86)</sup>

④上記の適用除外規定の利用可能となる以前に、次の(i)および(ii)に掲げる場合

(i) 当該証券発行者が、投資会社法3条(c)項(1)号のもとで定められるように、将来の投資家が適格購入者に制限されること、および当該証券発行者における所有はもはや100人以下に制限されないことを、実質上の各所有者に、開示すること

(ii) 当該開示と同時にまたはその後、当該証券発行者が、同条(c)項(1)号のもとで定められるように、当該発行者の純資産に対する持分的割合に対して、当該発行者とそのような者との間に正反対の合意が

---

(85) 15 U.S.C.A., § 80a-3 (c) (7) (A).

(86) Id. § 80a-3 (c) (7) (B) (i).

あるにもかかわらず、当該発行者における持分の一部または全部を  
買い戻す合理的な機会を、各実質上の所有者に対して提供する場合<sup>(87)</sup>

- ④その他 同条(c)項(7)号のもとで適用除外とされる発行者は、それにも  
かかわらず、当該発行者が登録投資会社により発行される証券の購入  
もしくは他の取得並びに当該発行者に対しオープン・エンド型登録投資  
会社により発行された証券の売付に関して投資会社法12条(d)項1号  
(A)(i)・(B)(i)の定める制限<sup>(88)</sup>の目的のため、投資会社とみなされ  
る<sup>(89)</sup>。

また、投資会社法3条(c)項(7)号および(1)号の遵守を決定する目的のため、  
(7)号のもとではほかの場合であれば適用除外とされる発行者、および(1)  
号のもとではほかの場合であれば適用除外とされる発行者は、(1)号のもとで  
適用除外される当該発行者の社外証券が実質上100人以下の者により所有さ  
れているかどうか、または(7)号のもとで適用除外とされる当該発行者の社  
外証券が適格購入者でない者により所有されているかどうかを決定する目的

---

(87) Id. § 80a-3 (c) (7) (B) (ii). なお、同(c)項(7)(B)(ii)(II)(本稿本文中の③⑦(ii))の  
もとで買戻しを選択した者の各自は、当該証券発行者が当該証券発行者の資産におけるそれ  
らの者の持分の全部もしくは一部を受領する選択権をそれらの者に提供することを選択し、  
それらの者がその受領に同意するものでない限り、当該証券発行者の純資産についてのそれ  
らの者の持分割合の等しい額を金銭で受領する。Id. § 80a-3 (c) (7) (C). 当該証券発行者がそれ  
らの者に買戻しの機会を提供することを選択した場合には、同(c)項(7)(B)(ii)(I)(本  
稿本文中の③④(i))により要求される開示において、当該機会に関する開示がなされな  
ければならない。Id.

(88) 登録投資会社（その子会社も含む）が他の投資会社の発行する証券を購入またはその他  
の取得をする場合、当該取得をする投資会社がその取得の直後に取得される他の投資会社の  
社外議決権証券の3%を超えるものを有するのは認められない。15 U.S.C.A. § 80a-12 (d) (1)  
(A)(i) (2010). また、登録オープン・エンド型投資会社が、その発行する証券を他の投資会社  
（子会社も含む）に売却またはその他の処分をする場合、当該売却等をする投資会社がその  
売却等の直後に、当該投資会社の社外議決権証券の3%を超えるものが当該他の投資会社  
により所有されるのは認められない。Id. (d) (1) (B) (i).

(89) Id. § 80a-3 (c) (7) (D).

のために、共通の発行者であるとしてSECが取り扱ってはならない<sup>(90)</sup>。本段落におけるいかなる規定も、ある者が(7)号の目的のために真正な適格購入者であること、または(1)号の目的のために真正な実質上の所有者であることを確証するものと解されない<sup>(91)</sup>。

### (3) ヘッジ・ファンドの場合

アメリカの投資会社法によれば、郵便または州際通商の手段もしくは方法を利用する投資会社が登録を要求されることになる。多くのヘッジ・ファンドも、投資会社法の前記定義によれば、投資会社に含まれることになり、投資会社法の規制枠組みの範囲内に入ることになる。しかし、ヘッジ・ファンドは、従来、可能なかぎり、SECへの登録等の負担を回避しようとしている。投資会社法の規制を避けることを可能にするために、①適用除外される当該発行者の社外証券が実質上100人以下の者により所有されていること、または②発行する社外証券が当該証券の取得の時に適格購入者である者によって専ら所有されていること、以上の①または②の場合に依拠して、適用除外に適合するように工夫し、登録投資会社とならないようにすることができる<sup>(92)</sup>。

## 4 証券法の登録規制と免除

### (1) 証券の登録

1933年証券法（Securities Act of 1933）5条によれば、登録要件の免除が利用できないかぎり、証券の公募について、SECに登録<sup>(93)</sup>すること、並び

---

(90) Id. § 80a-3 (c) (7) (E).

(91) Id.

(92) Staff Report, *supra* note 18, at 11-13; Daniel, *supra* note 32, at 262; Thomsen, Hawke, and Calande, *supra* note 30, at 549; Alexander T. Kraik, Environmental, Social, and Governance Issues: An Altered Shareholder Activist Paradigm, 44 Vt. L. Rev. 493, 503 (2020).

に発行者および募集される証券に関する一定事項の記載情報を含む目論見書<sup>(94)</sup>を購入者に引渡すことが要求される<sup>(95)</sup>。この目的は、証券取引における完全且つ公正な開示を達成するためである<sup>(96)</sup>。ヘッジ・ファンドの場合に、投資家に対して募集される有限責任組合（Limited Partnership）・有限責任会社（Limited Liability Company）などの持分権（interests）は証券法の目的とする「証券」（security）の用語の定義<sup>(97)</sup>の範囲内に入るので、当該証券の売付申込（offer）および売付（sale）を登録するか、あるいは、登録の免除によることを要することになる<sup>(98)</sup>。

アメリカにおけるヘッジ・ファンド証券の募集は、一般的に、証券法5条の証券の登録および目論見書の引渡の要件を回避するために、証券法4条(a)項(2)号または同条のもとで公布されたレギュレーションD（Regulation D）の規則506（Rule 506）における私募（private offering）免除によることになる<sup>(99)</sup>。

## (2) 私募免除

証券法4条(a)項(2)号によれば、「発行者による公募（public offering）を含まない取引」の場合には、証券法5条の証券の登録および目論見書の引渡の要件から免除する<sup>(100)</sup>。証券法4条(a)項(2)号の免除は、一般に「私募」（pri-

---

(93) 15 U.S.C.A. § 77f (2015)（証券の登録）。

(94) 15 U.S.C.A. § 77j (1954)（目録見書において要求される情報）。

(95) 15 U.S.C.A. § 77e (2012)（州際通商および郵便に関する禁止）。適用除外について15 U.S.C.A. § 77d (2015)（適用除外取引）。

(96) Staff Report, *supra* note 18, at 13.

(97) 15 U.S.C.A. § 77b (2012)（定義：効率・競争および資本形成の促進）。

(98) Lederman and Klein, *supra* note 30, at 146; Staff Report, *supra* note 18, at 13-14.

(99) 17 C.F.R. § 230.506 (2021); Staff Report, *supra* note 18, at 14; Lederman and Klein, *supra* note 30, at 146.

(100) 15 U.S.C.A. § 77d (a) (2) (2015).

vate offering) または「私的割当て」(private placement) として知られており、その利用可能性のための前提条件として通知もしくは他の資料または承認規制を要求していない<sup>(101)</sup>。

私募免除の規定の適用範囲については、証券法には明確な規定がない。1953年の Securities and Exchange Commission v. Ralston Purina Co. 事件<sup>(102)</sup>は、Ralston Purina 社の主要な従業員に対する金庫株 (treasury stock) の売付申込みが私募免除の範囲内であるかどうかの問題とされた事案で、最高裁判所は、「証券法の登録免除・ . . . . の意図は、知識のある投資決定にとって必要と考えられる情報の完全開示を促進することによって、投資家を保護することである。私募除外を解釈する当然の方法は、当該制定法の目的の観点からである」<sup>(103)</sup>、「当該適用可能性は . . . 特定の種類の影響を受ける者が当該制定法の保護を必要とするかどうかによるべきである。自分自身で守ることができることを示された者に対する募集は『公募を含まない』取引である。 . . . . 免除の問題は、被申込者の知識に依拠する。」<sup>(104)</sup>と判示する。

上記の Ralston Purina Co. 事件の最高裁判決が私募免除に関する見解を明らかにした後、私募免除の適用可能性について、連邦下級裁判所の判決や SEC の見解などによる展開がなされている<sup>(105)</sup>。

---

(101) Staff Report, supra note 18, at 14.

(102) 346 U.S. 119, 73 S.Ct. 981, 97 L.Ed. 1494 (1953).

(103) Id.124-125

(104) Id.125-126

(105) See, e.g., Loss and Seligman, supra note 4, at 399-402; Hazen, supra note 4, at 86 (SEC は、とりわけ、申込の相手方 (offerees) の身元および発行者に対するその相手方の関係、募集の規模および募集が行われる単位の規模、投資銀行または証券取引所施設の利用、および最初の購入者が証券を所持した期間の長さを考慮することを示していたとする) ; Lederman and Klein, supra note 30, at 146 (裁判所や SEC は、公募が生じたどうかを決定する際に、投資家に提供される情報の性質、購入者および申込の相手方 (offerees) の見識および数、売付の勧誘が行われる方法を含む、多くの要素に焦点を置いているとする) ; Marc I.Steinberg,



### (3) レギュレーション D

(ア) レギュレーション D の意義 証券法 3 条（適用除外証券）によれば、同条(a)項に規定された合衆国・州、銀行の証券、宗教・教育・慈善等の証券、保険証券などは、証券法の適用除外とされるが、他方、同条(b)項は、公募証券の総額が5,000,000ドルを超えない場合、SECはある種類の証券に関して公募の少額または限定的性格の理由のため同法の執行が公益および投資者保護に必要でないと認めるとき、SECの規則・レギュレーションによって当該証券を本条の規定する適用除外に加えることができる、と規定されている<sup>(106)</sup>。

前記 Ralston Purina Co. 事件の最高裁判決以後の裁判所において私募免除に関する限定的な判断をする一連の判決が出てきて、疑問も提起されたことから、SECは、私募免除についてより一層の客観的な基準を提供する1933年証券法規則（1933 Act Rule）を採用するようになった<sup>(107)</sup>。SECは、1982年、従来の規則に代わるものとして、1933年証券法規則501から508の構成をするレギュレーション D（Regulation D）を採用した<sup>(108)</sup>。SECは、証券法

---

Understanding Securities Law 7th Ed. 58-60 (Carolina Academic Press 2018) (Understanding securities law by Marc I. Steinberg (Matthew Bender 2007) の翻訳として、マーク・I・スタインバーグ著／小川宏幸訳『アメリカ証券法』（レクシスネクシス・ジャパン株式会社 2008) がある)；Staff Report, supra note 22, at 14. また、黒沼・前掲注 (5) 55頁は、裁判所が重視してきた要素として、①証券法による保護の必要性、②被勧誘者の投資情報へのアクセス、③発行者による重要な情報の提供の有無、被勧誘者の数等を挙げている。

(106) 15 U.S.C.A. § 77c (a) (b) (2012). なお、証券法の登録の適用除外には、二つの種類、すなわち、①証券（発行者自体の本質的性格・性質による）の適用除外規定 (securities exempt) と②取引の適用除外 (transactional exemptions) がある。証券法 3 条は上記①に、証券法 4 条・5 条は②に該当する。Steinberg, supra note 105, at 51; Hazen, supra note 4, at 82-83.

(107) See, e.g., Proposed Revision of Certain Exemptions from the Registration Provisions of the Securities Act of 1933 for Transactions Involving Limited Offers and Sales, Release No. 6339 (S.E.C. Release No.), Release No. 33-6339, 23 S.E.C. Docket 446, 1981 WL 31063, 1-3 (August 7, 1981); Hazen, supra note 4, at 86-87.

(108) Defining the Term “Qualified Purchaser” under the Securities Act of 1933, Release No.

3条(b)項の権限の下で、適用除外を規定する多数の規則を採用してきた。現在では、限定的な募集に関する適用除外を簡潔にして調整したものとして、規則500から規則508からなるレギュレーションDを制定する<sup>(109)</sup>。

規則500（レギュレーションDの利用）は、1933年証券法5条の登録要件から免除される取引に関連すること、また、当該取引は、連邦証券法の詐欺防止民事責任またはその他の規定から免除されないことを規定する<sup>(110)</sup>。

(イ)募集の金額に関係のない限定的な売付申込および売付の免除 1933年証券法に基づき登録なしで証券の限定売付申込（limited offer）・売付（sale）に適用される規則のレギュレーションDは、同規則506により、募集金額に関係なく限定売付申込・売付のための免除を規定する<sup>(111)</sup>。規則506(b)(下記①)または(c)(下記②)の条件を満たす発行者による証券の売付申込および売付は、証券法4条(a)項(2)号の意味の範囲内の公募を含まない取引とみなされる<sup>(112)</sup>。

①募集の方法に関する制限に従う募集において満たされるべき条件（規則506(b)）

売付申込・売付が規則230.501（レギュレーションDに用いられる定義および用語）・規則230.502（満たされるべき一般的条件）の用語・条件の全てを満たすことが要求されること、また、特定の条件として、(i) 購入者の数に関する制限について、暦日（calendar-day）の90日間に規則506に基づき募集における発行者からの証券の購入者は35人までの人数制限を条件とすること、および(ii) 購入者の性質について、認定投

---

8041 (S.E.C. Release No.), Release No. 33-8041, 76 S.E.C. Docket 1035, 2001 WL 34681692, 17 CFR Part 230 (December 19, 2001); Loss and Seligman, *supra* note 4, at 402; Hazen, *supra* note 4, at 88.

(109) Hazen, *supra* note 4, at 87-88.

(110) 17 C.F.R. § 230.500 (a) (2021).

(111) 17 C.F.R. § 230.506 (2021).

(112) *Id.* § 230.506 (a).

資家（accredited investor）でない購入者が単独でまたはその購入者代理人<sup>(113)</sup>により、将来の投資のメリット・リスクを評価することができるような金融・事業における知識・経験を有し、または発行者が当該購入者に売付をする前に直ちに合理的に信じることを要すると規定される（規則506(b)）<sup>(114)</sup>。

②募集の方法に関する制限に従わない募集において満たされるべき条件  
（規則506(c)）

上記①と同様の一般的条件を満たすこと、また、特定の条件として、  
（i）購入者の性質について、本項に基づく募集において売付される証券の全ての購入者であること、および（ii）認定投資家の地位の認証について、本項に基づく募集において売付される証券の購入者が認定投資家であることを確認するための合理的な手続をとる必要がある（規則506(c)）<sup>(115)</sup>。

規則506の遵守は私募免除の利用可能性を立証することを要求されないけれども、当該規則の条件を満たすことによって発行者は証券法4条(a)項(2)号の免除を主張する資格が与えられることから、規則506は、私募免除のための「安全港」(safe harbor [以下「セーフ・ハーバー」という])基準を規定するものである<sup>(116)</sup>。しかし、規則506が免除に対する資格を規定する唯一の手段ではなく、例えば発行者が規則506(b)項の全ての用語・条件を満たさなくても、証券法4条(a)項(2)号の免除により規定される免除が利用できないという推定を生じさせるわけではない<sup>(117)</sup>。しかしながら、証券法4

---

(113) Id. § 230.501 (i) (2020) (購入者代理人の定義)。

(114) Id. § 230.506 (b)。

(115) Id. § 230.506 (c)。

(116) Staff Report, *supra* note 18, at 14.

(117) 17 C.F.R. § 230.500 (West 2021) (レギュレーション D の利用) ; Hazen, *supra* note 4, at 92.

条(a)項(2)号の免除の利用可能性に関する不確実性が一定程度あることを理由として、多くのヘッジ・ファンドは、その募集および売付手続を、規則506に明記された基準に適応させている<sup>(118)</sup>。実際問題として、ほとんどの私募投資ファンド(private investment fund)は、認定投資家のみを受け入れているといわれている<sup>(119)</sup>。

③「悪者」の不適格 証券の発行者、その募集に係る取締役・役員、ジェネラル・パートナー(general partner)、投資マネージャー、発行者の発行済議決権証券の20%以上の受益的所有者その他の関係者が、(i)当該売付前の10年以内(発行者の場合は5年以内)に、証券の購入または売付、SECへの虚偽の提出などについて、有罪判決を受けた場合、(ii)当該売付前の5年以内に裁判所の命令(order)または判決(judgment or decree)より、当該募集について制限または禁止された場合、(iii)証券諸法で規制される詐欺的行為などについてSECにより差止命令を受ける場合などにおいて、規則506条に基づく免除は証券の売付に対して利用できないと規定されている<sup>(120)</sup>。

また、以前の「悪者」(bad actor)の出来事の開示として、発行者は、各購入者に対し、売付前の合理的な期間に、不適格(disqualification)の引き金となったであろう事項について、書面で説明書を提出しなければならない<sup>(121)</sup>。

(ウ)認定投資家の定義 認定投資家(accredited investor)の基準について、SECの意図は、金融上の素養がない投資家の保護と企業(とくに小規模企業)の資本形成の促進との間のバランスをとることである<sup>(122)</sup>。認定

---

(118) Staff Report, *supra* note 18, at 14.

(119) Lederman and Klein, *supra* note 30, at 146.

(120) 17 C.F.R. § 230.506 (d) (2021).

(121) *Id.* § 230.506 (e).

(122) Defining the Term “Qualified Purchaser” under the Securities Act of 1933, *supra* note

投資家の定義は、次の通りである<sup>(123)</sup>。

- ①各々の関係法律の定める定義ないし要件を満たす、銀行または貯蓄貸付組合その他の類似の機関；ブローカー・ディーラー；投資顧問；保険会社；投資会社法における投資会社または事業開発会社（business development company）；1958年小規模事業投資法（Small Business Investment Act of 1958）に基づく小規模事業投資会社（Small Business Investment Company）；統合農業地方地区開発法（Consolidated Farm and Rural Development Act）384A 条に定義される地方地区事業投資会社（Rural Business Investment Company）；1974年従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974（ERISA））の意味の範囲内の従業員福利計画
- ②投資顧問法に定義される民間事業開発会社
- ③税金免除の団体（organization）<sup>(124)</sup>、法人、マサチューセッツ・トラストまたは類似の事業信託（business trust）、組合または有限責任会社であり、特定の募集証券の取得を目的で設立されず、総資産5,000,000ドルを超えるもの
- ④証券発行者の取締役、執行役員もしくはジェネラル・パートナー、または、当該証券発行者のジェネラル・パートナーの取締役、執行役員もしくはジェネラル・パートナー
- ⑤自然人の個人純資産、またはその者の配偶者もしくは配偶者と同等の者と共同の純資産が1,000,000ドルを超える当該自然人
- ⑥最近2年間の各年において200,000ドルを超える個人収入のある自然人、またはその2年間の各年においてその者の配偶者もしくは配偶者と同等

---

108, at \*1; Staff Report, *supra* note 22, at 16.

(123) 17 C.F.R. § 230.501 (a) (2020).

(124) 26 U.S.C.A. § 501, I.R.C. § 501 (c) (3) (2019)（法人・一定の信託等の税金免除）.

の者と共同で300,000ドルを超える収入のある自然人であって、本年において同じ収入レベルに達する合理的な期待がある当該自然人

- ⑦ 募集証券を取得する特定の目的のために組織されず、総資産が5,000,000ドルを超える信託で、その購入が、将来の投資のメリット・リスクを評価することができるような金融・事業における知識・経験を有するような素養のある者 (sophisticated person)<sup>(125)</sup>によって管理されている当該信託
- ⑧ 全ての持分所有者 (equity owners) が認定投資家である組織体 (entity)
- ⑨ 募集証券を取得する特定の目的のために組織されず、5,000,000ドルを超える投資<sup>(126)</sup>を有する組織体で、上記の①②③⑦または⑧に挙げられていない種類の当該組織体
- ⑩ SEC が個人に認定投資家の資格を与えるものとして指定した認定教育機関から、一つまたは複数の専門職の認証・指名または証明書を適正に具備している自然人
- ⑪ 投資会社である募集証券の発行者の「精通する従業員」 (knowledgeable employee)<sup>(127)</sup>である自然人
- ⑫ 5,000,000ドルを超える運用資産で、ファミリー・オフィス<sup>(128)</sup>が募集される証券を取得する特定の目的のために組織されず、将来の投資のメリット・リスクを評価することができるような金融・事業の事項における知識・経験を有する者によって、その将来の投資が管理される当該

---

(125) 17 C.F.R. § 230.506 (b) (2) (ii) (2021).

(126) 17 C.F.R. § 270.2a 51-1 (b) (1997) (投資の種類)の定義).

(127) 17 C.F.R. § 270.3c-5 (a) (4) (1997) (精通する従業員の定義).

(128) 17 C.F.R. § 275.202 (a) (11) (G)-1 (b) (2016) (ファミリー・オフィスの定義). ファミリー・オフィスとは、投資顧問とはみなされず、家族の顧客以外の顧客を有することではなく、家族の顧客により全て所有され且つ一人以上の家族構成員 (または家族組織体) によって排他的に支配され、また投資顧問として公衆に自己を提示しない会社 (company) を意味する。Id.

ファミリー・オフィス

- ⑬上記⑫の要件を満たすファミリー・オフィスであり、その発行者への将来の投資が上記⑫に従ってそのメリット・リスクを評価することができる当該ファミリー・オフィスによって管理される、当該「ファミリー・クライアント」(family client)<sup>(129)</sup>

(エ) 10,000,000ドルを超えない証券の限定的な募集および売付に対する免除

- ①登録の免除 免除されるのは、次の(i)・(ii)または(iii)の事由ではない発行者による証券の募集および売付で、規則504条の(b)項(下記②)の条件を満たすものである<sup>(130)</sup>。

(i) 1934年証券取引所法13条(定期的報告書およびその他の報告書)または同法15条(d)(ブローカー・ディーラーの登録届出書の提出)の報告要件に従うこと

(ii) 投資会社

(iii) 開発段階の会社(development stage company)(特定の事業計画もしくは目的を有さないか、またはその事業計画が正体不明の会社、その他の組織体もしくは人との合併もしくは買収に従事する計画を示した会社)が1933年証券法3条(b)項(証券の少額または限定的な公募についてSECの規則・レギュレーションによる適用除外)に基づく同証券法第5条(証券の登録届出書の効力発生の前の州際通商・郵便の禁止)の規定から免除されること

- ②満たすべき条件 ㊦一般的条件 規則504条に基づく免除の資格があるためには、募集および売付が規則230.501(レギュレーションDに

---

(129) Id.275.202 (a) (11) (G)-1 (d) (4) (ファミリー・クライアントの定義). ファミリー・クライアントとは、家族、元家族、主要な従業員、非営利組織・慈善団体などをいう。

(130) 17 C.F.R. § 230.504 (a) (2021).

用いられる定義および用語) および規則230.502 (満たされるべき一般的条件 [規則230.502(a)・(c)および(d)に限る]) の用語・条件を満たさなければならない。ただし、規則230.502(c) (募集の方法に関する制限 [一般的勧誘・広告の禁止]) および(d) (転売に関する制限) の規定は、次の (i)・(ii) または (iii) において行われる規則230.504に基づく証券の募集および売付には適用されない<sup>(131)</sup>。

- (i) 証券の登録を規定し、売付前の実質的な開示文書について公的提出および投資家への交付を要求する一つまたは複数の州において限定的に、且つ、これらの州の規定に従って行われること
- (ii) 証券の登録または売付前の開示文書の公的提出もしくは交付に関する規定がない一つまたは複数の州において、当該証券が、当該登録、売付前の公的提出および交付に関する規定をする少なくとも1つの州において登録されている場合に、募集および売付が当該規定に従って当該州において、当該規定に従って当該州において行われ、且つ、開示文書が全ての購入者 (当該手続がない州の購入者を含む) に対して売付前に交付されること
- (iii) 規則230.501(a) (レギュレーション D において使用される定義および用語) に定義される「認定投資家」にのみ売付が行われる限り、一般的な勧誘および一般的な広告を認める州法の登録免除に専ら従うこと

④募集限度 規則230.504に基づく総募集価格 (規則230.501(c) [定義]) は、12ヶ月以内に10,000,000ドルを超えてはならない<sup>(132)</sup>。

⑤不適格 発行者が規則230.506(d) (「悪者」 [bad actor] の不適格) の下で不適格を受ける場合、規則230.504に基づく免除は、当該発行者の

---

(131) Id. § 230.504 (b) (1).

(132) Id. § 230.504 (b) (2).



証券に対して利用できない<sup>(133)</sup>。

#### (4) レギュレーション A

(ア) 小規模事業のための免除 1933年証券法3条(b)項に依拠して、SECは、従来、小規模事業による資本形成させるために、レギュレーション A (Regulation A) を規定していた。2021年改正では、レギュレーション A の規則230.251は、同規則230.261 (定義) に定義される適格証券 (eligible securities) の公募または売付 (public offer or sale) に関して、第一層募集 (Tier 1 offerings) と第二層募集 (Tier 2 offerings) に区別して、証券法の登録免除を認める規定をする<sup>(134)</sup>。適格証券とは、持分証券 (equity securities)、債務証券、および持分権に転換または交換可能な証券 (当該証券の保証を含むが、当該期間はレギュレーション AB229.1101 (Item 1101) (c) に定義されるような資産担保証券 (asset-backed securities) <sup>(135)</sup> を含まない) と定義される<sup>(136)</sup>。

- ① 第一層募集 第一層募集とは、レギュレーション A に従った募集で、募集される証券に対して受領されるすべての現金およびその他の対価の総額 (「総募集価格」 [aggregate offering price]) に、証券の募集開始前12ヶ月以内に且つ現在の募集の間に他の募集届出書 (offering statements) に従って売付された全ての証券に対する総収益 (「総売付」 [aggregate sales]) を加えたものが、20,000,000ドル (発行者の関係者である全ての売付証券保有者によって募集される6,000,000ドルを超えないものを含む) を超えないものをいう<sup>(137)</sup>。

---

(133) Id. § 230.504 (b) (3).

(134) 17 C.F.R. §230.251 (2021).

(135) Id. § 229.1101 (Item 1101) (c) (2014) (定義).

(136) Id. § 230.261 (2015).

(137) Id. § 230.251 (a) (1).

②第二層募集 発行者がアメリカ合衆国の州の法律の下で組織されていない場合、当該発行者は、募集届出書<sup>(138)</sup>の提出時に、フォーム F-X<sup>(139)</sup>に基づく書面の撤回不能の同意および委任状を、SEC に提供することを要する<sup>(140)</sup>。第二層募集とは、当該発行者が前記の規則230.251に従った募集で、総募集価格および総売付の総額が75,000,000ドル（当該発行者の関係者である全ての売付証券保有者によって募集される22,500,000ドルを超えないものを含む）を超えないものをいう<sup>(141)</sup>。

(イ) 証券の発行者 証券の発行者は、合衆国またはカナダの法律、または各州の法律に基づき組織され、アメリカまたはカナダを主たる事業所とする事業体であることと規定されている<sup>(142)</sup>。他方、具体的な事業計画や目的を有さないとか、事業計画が身元不明の会社との合併または買収することを示す発展段階の会社ではないこと、1940年投資会社法の下で登録された投資会社もしくは登録が要求される投資会社、または1940年投資会社法第2条(a)項(48)号に定義された事業開発会社(business development company)でないこと、発行者等が一定の有罪判決を受けるなどの失格事由に該当しないことなどが規定されている<sup>(143)</sup>。

(ウ) 募集届出書 証券の募集は、募集届出書がSEC に提出されない限り、原則として行われず、また、募集届出書が適格になった後に募集を行うことができるが、書面による募集は、当該募集のためSEC に提出された最新の募集回状(offering circular)<sup>(144)</sup>を伴うか、または募集に先立って行わ

---

(138) Id. § 230.252 (2015).

(139) Id. § 239.42 (2012).

(140) Id. § 230.263 (2015).

(141) Id. § 230.251 (a) (2).

(142) Id. § 230.251 (b) (1).

(143) Id. § 230.251 (b) (3)-(8).

(144) Id. § 230.253 (2015).

なれることが要求される<sup>(145)</sup>。

（エ）フォーム 1 A パート I（届出）、パート II（募集回状に要求される情報）、パート F/S、パート III 付属文書（付属文書に対する索引 [Item 16]）、付属文書の記述 [Item 17]）に分けられる<sup>(146)</sup>。

パート I（届出）は、次のような項目である<sup>(147)</sup>。

- ① 発行者の定款に記載された名称、従業員の数（常勤・パート）などの発行者情報、主要な執行役員の住所・電話などの連絡情報、銀行・保険およびその他の事業グループごとの財務報告一覧（Item 1）
- ② 発行者の適格性（Item 2）
- ③ いわゆる悪者（bad actor）失格規定の規則 262 の適用（Item 3）
- ④ 募集および他の現在の募集または募集案に関する情報の要約（Item 4）
- ⑤ 募集される証券の管轄権（Item 5）
- ⑥ 1 年以内に発行または売付された未登録の証券（Item 6）

パート II（募集回状に要求される情報）は、次のような項目である<sup>(148)</sup>。

- ① 発行者の名称、発行者の主要な事務所の郵送住所および電話番号・ウェブサイトアドレス、募集回状の日付、募集される証券の標題および総数等についての募集回状の表紙（Item 1）
- ② 詳細な内容の目次（Item 2）
- ③ 募集回状の要約および重要なリスク要素（Item 3）
- ④ 公募価格と、役員・取締役・発起人および関係者の取得する持分のキャッシュ・コストとの間に格差がある場合の証券の希薄化（Item 4）
- ⑤ 証券の分売計画および売付する証券保有者の身元（Item 5）

---

(145) Id. § 230.251 (d).

(146) FORM 1-A, Regulation A Offering Statement under the Securities Act of 1933, <https://www.sec.gov/files/form 1-a.pdf>.

(147) FORM 1-A, *supra* note 146, at 3-9.

(148) Id. at 9-23.

- ⑥募集される証券からの発行者への収益の主要な利用目的 (Item 6)
- ⑦発行者により行われる事業の叙述的説明 (Item 7)
- ⑧発行者およびその従属会社の主要な財産の説明 (Item 8)
- ⑨発行者の財務状況の議論、発行者の運営からの収益に影響を及ぼす重要な要素に関する情報を提供する運営結果、発行者の流動性資源および資本的支出に対する発行者の重要な関与に関する情報、運営計画、および運営における最近の傾向について、経営者の議論と分析 (Management's Discussion and Analysis [MD&A]) (Item 9)
- ⑩取締役、執行役員および重要な従業員 (Item 10)
- ⑪取締役および執行役員の報酬 (Item 11)
- ⑫発行者の議決権証券の10%以上を実質的に所有する全ての執行役員および取締役、および実質的所有者として発行者の議決権証券の10%以上を実質的に所有する他の証券保有者に関する情報 (Item 12)
- ⑬発行会社とその取締役・執行役またはその他の関係者との一定の取引における利害関係 (Item 13)
- ⑭募集される証券の種類およびその権利内容などについての説明 (Item 14)。

パート F/S は、次のような項目である<sup>(149)</sup>。

- ①発行者の財務諸表の一般規則として、募集届出書の一部として提出され且つ投資家に配付される募集回状に含まれること
- ②第一層募集のための財務諸表の場合は、レギュレーション S-K に従って作成されることを要せず、次の項目にしたがって作成されること (必ずしも監査を要するというわけではない)
  - ㉗連結貸借対照表、㉘包括的な収益・キャッシュフローおよび株主の持分における変更の計算書、㉙中間財務諸表、㉚石油・ガス製造活動、

---

(149) Id. at 23-26.

④他の組織体についての財務諸表および情報開示

③第二層募集のための財務諸表の場合も、上記に一般規則およびは第一層募集の場合と同様であるが、それに加えて、次のようなことが求められる。

⑦監査が要求されること

⑧レギュレーション S-K に従わなければならないこと

(オ)不適格規定 証券の発行者、その募集に関係する取締役・役員、ジェネラル・パートナー、発行者の発行済議決権証券の20%以上の受益的所有者その他の関係者が、(i)当該売付前の10年以内（発行者の場合は5年以内）に、証券の購入または売付、SECへの虚偽の提出などについて、有罪判決を受けた場合、(ii)当該売付前の5年以内に裁判所の命令または判決により、当該募集について制限または禁止された場合、(iii)証券諸法で規制される詐欺的行為などについてSECにより差止命令を受ける場合などにおいて、レギュレーション A に基づく免除は証券の売付に対して利用できないと規定されている<sup>(150)</sup>。

また、以前の「悪者」(bad actor)の出来事の開示として、発行者は、売付前の合理的な期間に、不適格(disqualification)の引き金となったであろう事項の説明書を募集回状に含めなければならない<sup>(151)</sup>。

## (5) 一般的勧誘および一般的広告の禁止

レギュレーション D の規則502(c)は、発行者またはその代理をする者が一般的勧誘 (general solicitation) または一般的広告 (general advertising) の方式により証券の募集または売付を行ってはならない、と規定する<sup>(152)</sup>。

---

(150) 17 C.F.R. § 230.262 (a) (2021).

(151) Id. § 230.262 (d).

(152) 17 C.F.R. § 230.502 (c) (2021).

したがって、証券法の登録に関する適用除外の要件を満たしたとしても、一般的勧誘・一般的広告があれば、登録適用除外は認められない。ただし、全ての証券購入者が認定投資家（accredited investor）であるなどの場合は除かれる<sup>(153)</sup>。

従来、一般的勧誘または一般的広告であるかどうかについて問題とされた各事例において、SECの企業金融部門（Division of Corporate Finance）スタッフのノー・アクション・レター（no-action letters）、SECリリース（releases）、執行訴訟（enforcement actions）および私的訴訟（private actions）により、一般的勧誘または一般的広告の判断のため考慮される諸要素が検討されてきた<sup>(154)</sup>。

一般的勧誘または一般的広告の定義について明確な規定はされているとはいえないが、SECがノー・アクション・レターやSECリリースなどにおける見解の一部をまとめる形で、レギュレーションD規則502(c)が規定されている。同規則は、①新聞・雑誌または類似のメディアにおいて公表された広告・記事通知その他の伝達、またはテレビやラジオでの放送は、一般的勧誘または一般的広告に含まれると規定する<sup>(155)</sup>。

また、②一般的勧誘または一般的広告によって出席者が招待されたセミナーまたは会議は、一般的勧誘または一般的広告に含まれる<sup>(156)</sup>。ただし、一定の提案された未登録の証券の売付申込の通知の規定<sup>(157)</sup>に従った通知の発行者による公表、またはフォームDの規定<sup>(158)</sup>に関する売付の通知の発行

---

(153) Id.§§ 230.504 (b) (1), 230.506 (c) (2021).

(154) Steinberg, supra note 105, at 43-48; Lederman and Klein, supra note 30, at 148-149; Staff Report, supra note 18, at 16-17.

(155) 17 C.F.R. § 230.502 (c) (1) (2021).

(156) Id.§ 230.502 (c) (2).

(157) 17 C.F.R. § 230.135c (1994)（一定の提案された未登録の証券の売付申込の通知）。

(158) 17 C.F.R. § 239.500 (2017)（フォームD：レギュレーションおよび1933年証券法4条(a)項(5)号の下での売付の通知）。

者による SEC への提出は、発行者が当該方式の要件を遵守するために誠実且つ合理的な試みをしたものであるとき、本項の目的とする一般的勧誘または一般的広告を構成するものとはみなされない<sup>(159)</sup>。さらに、オフショアでの記者会見、オフショアで行われた発行者代表者との会合、オフショアで公開されたプレス関連資料に関する規定<sup>(160)</sup>の要件が満たされる場合、合衆国外で開催された記者会見、発行者との会合、合衆国外で行われた証券所持者の代表者への売付、または合衆国外で公開された書面の報道関連資料へのアクセスを、ジャーナリストに提供し、証券の現在の募集またはその提案が議論されているとき、本項の目的とする一般的勧誘または一般的広告を構成するものとはみなされない<sup>(161)</sup>。

一般的勧誘または一般的広告であるかどうかは、各々の事例の事実関係または状況によることになる。SEC の企業金融部門スタッフの多くのノー・アクション・レターは、発行者またはそのブローカー・ディーラーが一般的勧誘または一般的広告に関する制限に違反することなく被申込者との間に既存の実質的な関係があることを立証することができる状況に対応してきた。例えば、ノー・アクション・レターの事例として、Bateman Eichler, Hill Richards, Incorporated の事例<sup>(162)</sup>では、送付に応じた者への後の売付申込は、最初の勧誘の結果として一般的な勧誘によって行われたとはみなされないけれども、最初の勧誘の時点とその後の売付申込との間に実質的な関係が確立されていることを条件とすること、実質的な関係は、Bateman Eichler が十分な情報で将来の被申込者の素養と財務状況を評価するに足る情報でその評価を可能にする調査票（questionnaire）に対する十分な回答を提供した者との

(159) 17 C.F.R. § 230.502 (c) (2) (2021).

(160) 17 C.F.R. § 230.135e (1997).

(161) 17 C.F.R. § 230.502 (c) (2) (2021).

(162) Bateman Eichler, Hill Richards, Incorporated, 1985 WL 55679 (S.E.C. No - Action Letter) (Publicly Available December 3, 1985).

間で確立されうると述べる。また、E.F. Hutton & Company Incorporated の事例<sup>(163)</sup>では、実質的な関係は、将来の被申込者の素養と財務状況を評価するのに足りる情報を提供する調査票 (questionnaires) に、十分な回答を提供した者との間で確立されうると述べる。IPONET の事例<sup>(164)</sup>では、認定投資家として資格を得た IPONET のメンバーにのみアクセス可能な IPONET のパスワードで保護されたページに記載された方法で認定された素養のある投資家の資格、および私募の通知の送付は、「一般的勧誘」または「一般的広告」の方式に含まれないと述べる。さらに、Lamp Technologies, Inc. の事例<sup>(165)</sup>では、①選出されたグループの認定投資家へのウェブサイト情報へのアクセスを限定することを示す手続の利用に基づく場合、当該ウェブ掲載の私募情報の送付の提案は、投資会社法 3 条(c)項(1)号または同条(c)項(7)号の意味の公募を構成するものではないこと、②ある投資家が認定されるかどうかを決定するために使用される調査票 (questionnaire) を完了するための勧誘、および包括的な性質の調査票自体がパスワードで保護されたウェブサイト上に発送される特定のファンドを参照していないこと、③パスワードで保護されたウェブサイトは、Lamp が特定の潜在的な投資家が認定されることを決定した後にのみ、特定の投資家が利用可能となること、④潜在的な投資家は、待機期間 (30日) の後にのみ証券を購入することができること、以上のことに言及している。また、Royce Exchange Fund Quest Advisory Corp. の事例<sup>(166)</sup>では、既存の関係の性質および程度に言及する。発行者またはそ

---

(163) E.F. Hutton & Company Incorporated, 1985 WL 55680 (S.E.C. No - Action Letter) (Publicly Available December 3, 1985).

(164) IPONET, 1996 WL 431821 (S.E.C. No - Action Letter) (Publicly Available July 26, 1996).

(165) Lamp Technologies, Inc., 1997 WL 282988 (S.E.C. No - Action Letter) (Publicly Available May 29, 1997), 1998 WL 278984 (S.E.C. No - Action Letter) (Publicly Available May 29, 1998).

(166) Royce Exchange Fund Quest Advisory Corp., 1996 WL 490692 (S.E.C. No - Action Letter) (Publicly Available August 28, 1996).



のブローカー・ディーラーと、被申込者との間に既存の実質的関係が存在するときに、一般的勧誘を構成するものではないと解されている<sup>(167)</sup>。

次に、SECは、オンラインの私募に関して、レギュレーションDの下での免除私募のための広範囲なインターネットの利用は、これらの応募が一般的勧誘および一般的広告を含まないという要件のため、問題があると述べていた<sup>(168)</sup>。事前に投資家が適格とされた日から一定の待機期間後に勧誘され、ヘッジ・ファンドの持分権を購入するため、ヘッジ・ファンドに関する情報を含むパスワードの保護されたウェブサイトにはアクセスすることができる場合、一般的勧誘とはならないと考えられている<sup>(169)</sup>。

#### (6) 転売に関する制限

レギュレーションDに基づく取引において取得された証券は、証券法4条(a)(2)<sup>(170)</sup>の下での取引において取得された証券の地位を有し、法律に基づく登録またはその免除なしに転売（resale）されることはできないと規定される<sup>(171)</sup>。最初の売付が規則506<sup>(172)</sup>の保護の資格を得ているとしても、ヘッ

---

(167) Steinberg, *supra* note 105, at 43-48; Lederman and Klein, *supra* note 30, at 148-149; Staff Report, *supra* note 18, at 16.

(168) Use of Electronic Media, Release No. 7856 (S.E.C. Release No.), Release No. 24426, Release No. 42728, Release No. 33-7856, Release No. 34-42728, Release No. IC - 24426, 72 S.E.C. Docket 753, 2000 WL 502290, 17 CFR Parts 231, 241 and 271 (April 28, 2000).

(169) Bateman Eichler, Hill Richards, Incorporated, *supra* note 162, 1985 WL 55679 at \*2 (調査票などの発送後少なくとも45日間に募集資料が送られるとされていた) ; Lamp, *supra* note 165, 1997 WL 282988 at \*4, 1998 WL 278984 at \*4 (待機期間は30日間とされていた) ; Steinberg, *supra* note 105, at 44 (実質的な関係の開始時点と、特定の募集において投資家に投資を勧誘することが許される時点との間の期間を「冷却期間」[cooling-off] という) ; Staff Report, *supra* note 22, at 17.

(170) 15 U.S.C.A. § 77d (2015).

(171) 17 C.F.R. § 230.502 (d) (2021) (10,000,000ドルを超えない証券の限定売付申込および売付に対する免除に関する§230.504 (b) (1)に規定されている場合を除く)。

(172) 17 C.F.R. § 230.506 (2021)

ジファンドの持分権を無制限に転売することは規則506の保護の利用可能性を危うくすることになる。そこで、規則506に依存するヘッジファンドは、そのファンドの投資家はその持分権を公衆に分配する考えで投資していないことを確認するための合理的な注意を行使することを要する。そのため、規則502(d)は、次のように転売の原因で規則506の保護を失うことに対する発行者のためのセーフ・ハーバーの保護を規定している<sup>(173)</sup>。

発行者は、証券の購入者が、次の①・②および③によって合理的な注意が立証される、証券法2条(a)項(11)号<sup>(174)</sup>の意味の範囲内の引受人(underwriters)ではないことを確認するための合理的な注意を行使しなければならない<sup>(175)</sup>。

- ①購入者が自己または他の者のために証券を取得しているかどうかを決定するための合理的な調査
- ②販売の前に各購入者に対し、その証券が証券法の下で登録されていないこと、したがって、当該証券が証券法の下で登録されていないかぎり、または登録の免除が利用できない限り、転売されることはできないことを書面で開示すること
- ③証券が証券法の下で登録されていないことを述べ、そして証券の譲渡可能性および販売に関する制限を示すかまたは言及している証券を明示する、証明書またはその他の文書の上に頭書(legend)を置いていること<sup>(176)</sup>

上記の①から③の措置を講ずることは必要な合理的な注意を確認するが、そのような注意を立証することが唯一の方法ではなく、発行者による他の措置がこの規定を満たすことはあり、その上、規則502(b)(2)(vii)は、一定の場合に投資家に対する転売の制限の書面による開示の提供を要求する<sup>(177)</sup>。

---

(173) Staff Report, *supra* note 18, at 17.

(174) 15 U.S.C.A. § 77b (a) (11) 2012

(175) 17 C.F.R. § 230.502 (d) (2021).

(176) *Id.* § 230.502 (d) (1) (2) (3).

## (5) ヘッジ・ファンドの場合

多くのヘッジ・ファンドは、前述のように、証券法4条(a)項(2)号の免除の利用可能性に関する不確実性が一定程度あることを理由として、その募集および売付手続を、セーフ・ハーバーとして、規則506に明記された基準に適応させている。そして、実際問題として、ほとんどの私募投資ファンド（private investment fund）は、認定投資家のみを受け入れているといわれている。また、ヘッジ・ファンドの当事者は、営業および法律上の多様な理由で、通常、そのファンドの持分権の転売を促進することに関心がないことから、上記のような転売の制限は、通常、ヘッジファンドにとって問題とならず、持分権の譲渡ではなくて、ヘッジファンドによる売付と償還による換金に限定されることになる<sup>(178)</sup>。

## 5 証券取引所法におけるブローカー・ディーラーおよび証券等の登録に関する規制

### (1) ブローカーおよびディーラーの登録制

1934年証券取引所法15条(a)項によれば、ブローカーまたはディーラー（その業務がもっぱら州内にあり、且つ全国証券取引所の施設を利用しないブローカーまたはディーラーを除く）は、証券（適用除外証券またはコマーシャ

---

(177) Id. § 230.502 (d). 規則502（満たされるべき一般的条件）は、レギュレーション D（§ 230.500 et seq.）に基づき行われる売付申込および売付に適用されるべき条件として、(a) から (d) の条件を列挙している。その中の (b)（情報要件）における (2)（提供されるべき情報の種類）の (vii) は、金額に関係なく限定的な売付申込および売付の免除のために満たすべき条件（§ 230.506 (b)）に基づく取引において認定投資家でない購入者に対して証券の売付をする前の合理的な時期に、発行者は、規則 502(d)(2) に含まれる方法で転売に関する制限について購入者に助言するべきであり、当該開示は、本項によって提供されることが要求される他の資料に含まれうる、と規定される。Id. § 230.502 (b) (2) (vii).

(178) Staff Report, *supra* note 18, at 18（持分権の譲渡をする場合、ジェネラル・パートナーまたは他のマネージャーの書面の同意を要するとする）。

ル・ペーパー、銀行引受手形もしくは商業手形を除く)の取引を行い、またはその購入もしくは売却を勧誘しまたは勧誘を試みるために郵便または州際通商の方法または手段を利用するためには、同条(b)項(ブローカーおよびディーラーの登録の方法)にしたがって、登録が要求される<sup>(179)</sup>。

ブローカー (broker) とは、他人の計算で証券取引を遂行する業務に従事する者である (証券取引所法 3 条(a)項(4)号)<sup>(180)</sup>。ディーラー (dealer) とは、ブローカーまたは他の方法を通じて、自己の計算で証券の買付および売付の業務に従事する者である (証券取引所法 3 条(a)項(4)号)<sup>(181)</sup>。ただし、ディーラーには、正規の業務の一部としてではなく、個人または受任者資格において、自己の計算で証券の買付および売付をする者は含まれない<sup>(182)</sup>。

SEC は、従来、しばしば上記ディーラーとトレーダー (trader) の区別に言及してきている。トレーダーとは、自己の計算で、ある程度の頻度をもって証券の買付および売付をする者である<sup>(183)</sup>。トレーダーは、個人でまたは受託者の資格で、証券の買付および売付をする者であるが、通常の業務の一部として行うものではない<sup>(184)</sup>。トレーダーは、ディーラーよりも通常の取引数量は少なく不規則であり、他の者の資金または証券を取り扱わず、価格形成 (make a market) することはなく、また、投資アドバイスの付与、信

---

(179) 15 U.S.C.A. § 78 o (a) (1) (West 2015).

(180) Id. § 78c (a) (4) (A) (West 2012). 銀行は、一定の業務に従事することを理由に、ブローカーとはみなされない。Id. § 78c (a) (4) (B).

(181) Id. § 78c (a) (5) (A). 銀行は、一定の業務に従事することを理由に、ディーラーとはみなされない。Id. § 78c (a) (5) (C).

(182) Id. § 78c (a) (5) (B).

(183) Definition of Terms in and Specific Exemptions for Banks, Savings Associations, and Savings Banks under Sections 3 (A) (4) and 3 (A) (5) of the Securities Exchange Act of 1934, Release No. 46745 (S.E.C. Release No.), Release No. 34-46745, 2002 WL 31428622, 17 CFR Part 240, at \*6 (October 30, 2002); Loss and Seligman, *supra* note 4, at 814-815; Staff Report, *supra* note 18, at 18.

(184) Staff Report, *supra* note 18, at 18.

用の供与もしくはその手配または顧客に対する証券の貸与のようなディーラー・タイプのサービスを提供しない<sup>(185)</sup>。これに対し、ディーラーは、通常、常連の顧客を持ち、通常の営業所で証券の買付および売付をすること、定期的な取引高を持つこと（ディーラーが引受け（underwriting）に参加する場合を除く）、主として他の専門家と取引するマーケット・メーカー（market makers）が存在するけれども、ディーラーは、通常、他のディーラーとあるいは取引所会員を通して取引するよりもむしろ、その業務のかなりの部分を投資家と直接に取引する傾向があることが特徴づけられる<sup>(186)</sup>。

投資のために証券の買付および売付を行う組織体（entities）は、ディーラーではなく、トレーダーと考えられるが、証券取引所法15条(b)項にしたがってSECに登録しなければならないディーラーとは対比的に、トレーダーには登録要件はない<sup>(187)</sup>。ヘッジ・ファンドのなかには、ディーラーとしてSECに登録することが必要とされるものがある<sup>(188)</sup>。

## (2) 証券の登録要件

1934年証券取引所法12条(a)項によれば、取引所の会員、ブローカーまたはディーラーが全国証券取引所において証券（適用除外証券〔exempted security〕を除く）の取引を行うことは、当該取引所についての当該証券に関して登録が効力を生じていないかぎり、違法であると規定されている<sup>(189)</sup>。証

---

(185) Loss and Seligman, supra note 4, at 815; Definition of Terms in and Specific Exemptions for Banks, Savings Associations, and Savings Banks under Sections 3 (A) (4) and 3 (A) (5) of the Securities Exchange Act of 1934, supra note 183, at \*6.

(186) Eastside Church of Christ v. National Plan, Inc. 391 F.2d 357,361-362 (5th Cir.1968); Loss and Seligman, supra note 4, at 815; Definition of Terms in and Specific Exemptions for Banks, Savings Associations, and Savings Banks under Sections 3 (A) (4) and 3 (A) (5) of the Securities Exchange Act of 1934, supra note 183, at \*6.

(187) Staff Report, supra note 18, at 18.

(188) Id. at 18.

券は、発行者が全国証券取引所に一定の事項を記載する申請書を提出（およびSECが要求するその副本をSECに提出）することによって、当該取引所に登録することができる<sup>(190)</sup>。

他方、証券取引所法12条(g)項によれば、州際通商に従事し、もしくは州際通商に影響を及ぼす事業に従事する発行者、または、郵便あるいは州際通商に関する方法もしくは手段により取引されている証券の発行者は、当該発行者が10,000,000ドルを超える総資産を有し、且つ当該発行者が(i)2,000人または(ii)認定投資家(accredited investors)(SECにより定義される)でない500人によって登録上所有されるある種類の持分証券(適用除外証券を除く)を有することとなる、最初の会計年度最終日の後120日以内に、SECに当該証券に関する登録届出書(registration statement)を提出することにより当該証券を登録しなければならない<sup>(191)</sup>。発行者の総資産が10,000,000ドルを超えない場合、または、ある種類の持分証券の所有者が登録上2,000人より少なくまた認定投資家(accredited investors)でない者が500人より少ない場合には、発行者は、証券取引所法12条(g)項(1)号にしたがって、ある種類の持分証券を登録することを要しない(17 C.F.R. § 240.12g-1 (2016))。

しかし、同12条(g)項(2)号によれば、全国証券取引所に上場され且つ登録されている証券、投資会社法8条に従って登録されている投資会社によって発行される証券、州の一定の規制に服する保険会社によって発行される証券などには、本項の規定は適用されない<sup>(192)</sup>。上場証券については、同12条(g)

---

(189) 15 U.S.C.A. § 781(a) (2015).

(190) *Id.* § 781(b).

(191) *Id.* § 781(g) (1) (A). なお、銀行、貯蓄貸出持株会社(savings and loan holding company)または銀行持株会社である発行者の場合には、当該発行者が10,000,000ドルを超える総資産を有し、且つ当該発行者が登録上2,000人以上により登録上所有されるある種類の持分証券(適用除外証券を除く)を有することとなる、最初の会計年度最終日の後120日以内に、SECに当該証券に関する登録届出書を提出することにより当該証券を登録しなければならない。  
*Id.* § 781(g) (1) (B).

項は、店頭市場（over-the-counter market）で証券が大量に取引される状況で投資家を保護する必要があることから、ディスクロージャー（開示）に由来する証券取引所法の登録・報告書・委任状および内部者取引に関する規定（同法12条-14条および16条）が関係するかぎり、上場証券と同一レベルの規制に店頭証券を置くことが意図されている<sup>(193)</sup>。したがって、例えば、上場されている普通株と2,000人以上の者に所有されている非上場の優先株とを発行している会社は、同12条(g)項により優先株を登録しなければならないことになる<sup>(194)</sup>。

また、同12条(g)項(1)号は、発行者は、登録を要求されていないかなる証券も、本項の規定にしたがって、登録届出書（registration statement）を提出することによって当該証券を登録することができることを規定している<sup>(195)</sup>。このような登録の許容は、委任状合戦がなされる見込みの下で敵対的な相手方の文書を委任状規則に従わせたり、公開買付規定が買付の対象会社を保護する効力がありうること、さらに、引受人は分売を引き受ける前に登録を求めることが考えられることが指摘されている<sup>(196)</sup>。

ある種類の持分証券が登録されることにより、証券取引所法13条の定期報告書（periodic report）の提出が要求され<sup>(197)</sup>、また、同14条の委任状（proxy）の規定に服することが必要となり<sup>(198)</sup>、さらに、持分証券の発行者の内部者である取締役・役員およびその証券のある種類の10%以上の実質的所有者（beneficial owner）が保有する総数の報告書（statements）を提出するこ

---

(192) Id. § 781 (g) (2) (A) (B) (G).

(193) Loss and Seligman, *supra* note 4, at 478.

(194) See Id. at 479.

(195) 15 U.S.C.A. § 781 (g) (1) (2015).

(196) Loss and Seligman, *supra* note 4, at 479.

(197) 15 U.S.C.A. § 78m (2015).

(198) Id. § 78n (2012).

とおよび短期売買益（short-swing profits）の規定に服することが求められる<sup>(199)</sup>。

### (3) 証券の大量保有をする実質的所有者による報告制度

(ア) 証券の5パーセントを超える実質的所有者 ある種類の株式の5パーセントを超えて取得する者による報告を規定する証券取引所法13条(d)項、および持分証券の所有の報告書に関する規定をする同条(g)項に基づく実質的所有者の報告は、証券取引所法12条の下で登録される持分証券を取得した後、当該種類の持分証券の5パーセントよりも多く実質的に所有する者はスケジュール13D またはスケジュール13G<sup>(200)</sup>により要求される情報を含む実質的所有報告書を提出することを、一般的に要求される<sup>(201)</sup>。

証券取引所法13条(d)項・(g)項における証券の「実質的所有者」(beneficial owner)は、契約、取決め、了解、関係またはその他の方法により、直接または間接に、①当該証券の議決権行使権限またはその議決を指示する権限を含む議決権(voting power)および(または)②当該証券の処分をする権限またはその処分を指示する権限を含む投資決定権(investment power)を有する者(または共同で有する者)を含むと定義されている<sup>(202)</sup>。なお、ヘッジ・ファンドの顧問(adviser)がファンドの所有する持分証券に対し行使する権限により、ヘッジ・ファンドおよびその顧問の両者は、一般的に

---

(199) Id. § 78p (2011).

(200) 17 C.F.R. § 240.13d-1 (2011) (スケジュール13Dおよび13Gの提出), § 240.13d-2 (1988) (スケジュール13Dまたは13Gに対する修正の提出), § 240.13d-101 (2008) (スケジュール13D-§ 240.13d-1 (a)に従って提出される説明書に含まれる情報およびそれに対し§ 240.13d-2 (a)に従って提出される修正), § 240.13d-102 (2011) (スケジュール13G-§ 240.13d-1 (b), (c)および(d)に従って提出される説明書に含まれる情報およびそれに対し§ 240.13d-2に従って提出される修正).

(201) 15 U.S.C.A. § 78m (d) (g) (2015).

(202) 17 C.F.R. § 240.13d-3 (a) (1998).



ヘッジ・ファンドの所有する持分証券を実質的に所有するとみなされることになる<sup>(203)</sup>。また、登録されているブローカー・ディーラー、投資会社、投資顧問などの場合には、スケジュール13Dに代えて、スケジュール13Gに基づく略式報告書（short-form statement）をSECに提出することができる<sup>(204)</sup>。

（イ）スケジュール13D およびスケジュール13Gの開示情報

スケジュール13Dにおいては、①持分証券の発行者、②当該証券の種類の名称・識別番号、③報告者の名称・住所・国籍等の身元および経歴、④報告者により実質的に所有される持分証券の総数およびその総数が示す持分証券の種類のパーセント、⑤当該証券を取得するために用いられる資金の出所（その証券が取得される対象会社、銀行、報告者の関係団体、報告者の運転資本・個人資金その他）および総額、⑥報告者の種類（ブローカー・ディーラー、銀行、保険会社、投資会社、投資顧問、被用者福利制度〔employee benefit plan〕または養老基金〔endowment fund〕、持分会社／支配者、貯蓄組合〔savings association〕、教会プラン〔church plan〕、会社、組合、個人その他）、⑦発行者の証券の取得の目的（発行者の追加の証券の取得または証券の処分、発行者またはその子会社に関わる合併・再編成または清算のような特別の会社取引、発行者またはその子会社の重要な額の資産の売却または譲渡）、⑧発行者の現在の取締役会または経営陣の変更（取締役の数・任期の変更または取締役会の欠員の補充のための計画または提案を含む）、⑨発行者の現在の資本構成または配当方針の重要な変更その他の発行者の事業または会社構造におけるその他の重要な変更、発行者の支配が取得されることを妨げる可能性のある、発行者の定款・業務規則もしくはそれに対応する手段または他の行為における変更、⑩発行者のある種類の持分証券を全国証券取引所から上場廃止にすること、⑪発行会社のある種類の持分証券がその登録の終了の

---

(203) Id. § 240.13d-3 (b) (d); Staff Report, supra note 18, at 19.

(204) 17 C.F.R. § 240.13d-1 (b) (2011).

対象となること、または、⑫上記に列挙されたものと類似した行為、⑬発行者の証券に関する報告者間の契約、取決め、了解または関係などに関して、開示されることが要求される<sup>(205)</sup>。

これに対し、スケジュール13Gにおいて開示されることを要する情報は、スケジュール13Dにより開示されることを要する情報よりも制限されている。スケジュール13Gでは、報告者の経歴に関して、スケジュール13Gほど多くの開示を要求されず、また、発行者の証券を取得するために用いられる資金の出所に関する開示を要せず、さらに、当該証券の取得の目的に関する説明を要求されない。ただし、発行者の証券の取得の目的が発行者に対する支配の変更またその支配に影響及ぼすことがないという証明が要求される<sup>(206)</sup>。

ヘッジ・ファンドおよびその顧問は、持分証券を実質的に所有するとみなされ、スケジュール13Dまたはスケジュール13Gの報告義務に従う場合、以前に提出した実質的所有の説明書は開示された情報に変更が生じることになれば、修正されなければならない<sup>(207)</sup>。ところで、証券取引所法13条(f)項において、公正な市場価格の総額が少なくとも100,000,000ドルの持分証券を保有する勘定に関して投資裁量権を行使するすべての機関投資マネージャー (institutional investment manager) は、1年以内または3月以上の期間にSECに報告しなければならないと規定されている<sup>(208)</sup>。この機関投資マネージャーという用語には、自然人以外で、自己の勘定で証券に投資または証券の購入および売却する者、および他の者の勘定に関して投資裁量権を行使する者が含まれることから、ヘッジ・ファンドの顧問もまた証券取引所法13条(f)項の報告義務に従わなければならないこともある<sup>(209)</sup>。

---

(205) Id. §240.13d-101 (2008).

(206) Id. § 240.13d-102, Item 10 of Schedule 13 G (2011).

(207) 17 C.F.R. § 240.13d-2 (1988).

(208) 15 U.S.C.A. § 78m (f) (1) (2015).

(209) Id. § 78m (f) (6); Staff Report, *supra* note 18, at 20.

（ウ）証券の10%を超える実質的所有者および取締役・役員による報告書の提出 証券取引所法12条に従って登録されるいずれかの種類の持分証券（適用除外証券を除く）の10%を超える直接もしくは間接の実質的所有者であるすべての者、または当該証券の発行者の取締役もしくは役員であるすべての者は、SEC に所定の報告書を提出しなければならないと規定されている<sup>(210)</sup>。

報告書の内容は、提出者が実質的所有者である当該発行者の全持分証券の総数の説明を含み、また、提出日の提出者による所有、当該所有の変更、および直近の当該提出以後に発生した証券関連スワップ（security-based swaps）の合意または証券関連スワップの購入および売却を示すものと規定される<sup>(211)</sup>。提出の時期は、①全国証券取引所における当該証券の登録の時、またはSEC に提出される登録届出書の効力発生日、②申請する者が実質的所有者、取締役または役員になってから10日以内、③当該所有の変更があった場合または申請する者が証券関連スワップの購入または売却した場合、その取引が行われた日から2営業日の終了する前までである<sup>(212)</sup>。上記の当該所有の変更または証券関連スワップの説明は電子申請され、これにつき発行者は会社のウェブサイト上でその説明を提供するものとされる<sup>(213)</sup>。

また、証券取引所法16条(b)項において、当該実質的所有者、取締役または役員がその発行者との関係の理由により取得した情報の不正な利用を防止する目的のため、これらの者が、6ヶ月未満の期間内に、当該発行者の持株証券（適用除外証券を除く）または当該証券に関する証券関連スワップ合意の購入および売却、または売却および購入から得た利益は、当該証券または

---

(210) 15 U.S.C.A. § 78p (a) (1) (2011).

(211) Id. § 78p (a) (3).

(212) Id. § 78p (a) (2).

(213) Id. § 78p (a) (4).

スワップ合意が以前に契約された債務に関連して誠実に取得されたものでない限り、発行者の利益になり、かつ、発行者によって回復されうるとされる（当該実質的所有者・取締役または役員の側に、6ヶ月を超える期間、購入した証券等を保持する意図、あるいは売却した証券等を買戻さない意図があったかどうかとは関係ない）<sup>(214)</sup>。

#### (4) ヘッジ・ファンドの場合

前述したように、ヘッジ・ファンドのなかには、ディーラーとしてSECに登録することが必要とされるものがある。また、ヘッジ・ファンドの顧問（adviser）がファンドの所有する持分証券に対し行使する権限により、ヘッジ・ファンドおよびその顧問の両者は、一般的にヘッジ・ファンドの所有する持分証券を実質的に所有するとみなされることになる。

また、ヘッジ・ファンドの持分権は、証券取引所法の下での持分証券の定義の範囲内に入り、上記の登録および報告書の諸規定が適用されることになる。これに対し、一般的に投資家でもあるヘッジ・ファンドのほとんどは、持分証券の登録上の所有者数を、証券取引所法12条(g)項および規則240.12g-1が定める登録要件の規定の数（現行規定は2000人）よりも少なくすることなどによって、登録を回避しようとするといわれている<sup>(215)</sup>。さらに、証券取引所法16条(b)項の短期売買差益（short swing profit）に関する規定は、ヘッジ・ファンドにも適用されることになる<sup>(216)</sup>。

---

(214) Id. § 78p (b).

(215) See Staff Report, supra note 18, at 18-19.

(216) Id. at 20.

## 6 投資顧問における登録・報告に関する規制

### (1) 投資顧問の意義

投資顧問法202条(a)項(11)号では、「投資顧問」とは、報酬を受けて、証券の価値に関し、または証券への投資・購入もしくは売却の適切性に関し、直接にまたは出版物もしくは文書を通じて、他の者に助言する業務に従事する者、または、報酬を受けて、通常の業務の一部として、証券に関する分析または報告書を発行もしくは公表する者をいう<sup>(217)</sup>。ただし、次の者は投資顧問から除外される<sup>(218)</sup>

- ①銀行
- ②当該助言行為がその者の専門の業務に付随するものにすぎない弁護士・会計士・技術者または教師
- ③当該助言行為がその者の専門の業務に付随するものにすぎず、且つ、その行為に対して特別の報酬を受け取らないブローカーまたはディーラー
- ④一般的かつ定期的に発行されている誠実な新聞・ニュース雑誌またはビジネスもしくは金融関係の刊行物の出版者
- ⑤合衆国関係の証券に関する助言・分析もしくは報告を行う者
- ⑥全国的に公認された統計格付組織（nationally recognized statistical rating organization）（他の者のために証券の購入等の購入に関する勧告またはその資産の管理に従事する当該格付組織を除く）、または、その他
- ⑦SECの規則・レギュレーションなどにより指定される者

實際上、すべてのヘッジ・ファンド投資顧問は、上記の投資顧問の定義に含まれることになり、投資顧問法およびSECの規則に従わなければならない<sup>(219)</sup>。

---

(217) 15 U.S.C.A. § 80b-2 (a) (11) (2010).

(218) Id.

(219) Staff Report, *supra* note 18, at 20.

## (2) 投資顧問の登録

(ア) 登録の必要性 投資顧問法203条(b)項および203A条に規定される場合を除き、同法203条の下で登録されていない限り、投資顧問が投資顧問としての事業に関連して郵便物または州際通商の方法または手段を利用することは、違法であるとされる<sup>(220)</sup>。したがって、投資顧問は、原則として、登録が要求される。

(イ) 登録を必要としない投資顧問 次の者には、投資顧問法203条(a)項の規定が適用されない<sup>(221)</sup>。

- ① プライベート・ファンド<sup>(222)</sup>に対する投資顧問として行動する投資顧問以外の投資顧問で、当該投資顧問の顧客が当該投資顧問の本店および営業所を有する州の居住者であり、且つ全国証券取引所に上場される証券または非上場取引特権に関する助言の提供または分析もしくは報告書の発行を行わない投資顧問
- ② 唯一の顧客が保険会社である投資顧問
- ③ 外国のプライベート・ファンド顧問<sup>(223)</sup>である投資顧問

---

(220) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (a) (2019).

(221) Id. § 80b-3 (b).

(222) Id. § 80b-2 (a) (29) (2010) (プライベート・ファンドの定義). 「プライベート・ファンド」とは、1940年投資会社法3条(15 U.S.C.80 a-3)の(c)項(1)号(発行する社外証券が100人以下の投資家により実質的に所有されている場合)または同3条(c)項(7)号(発行する社外証券が適格購入者によって専ら所有されている場合)の登録規制の適用除外がなければ、同投資会社法3条に定義される投資会社となるであろう発行者を意味する。Id.

(223) Id. § 80b-2 (a) (30) (外国のプライベート・ファンド顧問の定義). 「外国のプライベート・アドバイザー」とは、(A)合衆国内に事業所を有していないこと、(B)投資顧問の助言するプライベート・ファンドにおいて合衆国内の顧客および投資家が合計で15人未満であること、(C)投資顧問の助言するプライベート・ファンドにおいて合衆国内の顧客および投資家に帰属する25,000,000ドル未満(またはSECが規則により本法の目的に従って適切とみなすような高額の運用資産の総額を有すること、以上のことを満たす投資顧問をいう。Id. ただし、(i)投資顧問として合衆国内の公衆に一般的にそれ自体を提示すること、または、(ii)(I)1940年投資会社法に基づき登録された投資会社の投資顧問、または(II)1940年投資

- ④慈善組織<sup>(224)</sup>である投資顧問またはその受託者・取締役・役員・従業員等
- ⑤内国歳入法典414条(e)項<sup>(225)</sup>に規定される教会プラン（church plan）またはその受託者・取締役・役員・従業員等
- ⑥商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission）に商品取引顧問として登録されている投資顧問であり、投資顧問法202条(a)項(11)号で定義されている投資顧問として主に行動するものではない者
- ⑦①1958年小規模事業投資法（Small Business Investment Act）の下で許可される小規模事業投資会社、②小規模企業庁（Small Business Administration）からその会社の許可の資格手続の通知から受け取った組織体（entities）、または③1つまたは複数の許可を受けた小規模事業投資会社と提携し、1958年小規模事業投資法に基づき別の許可を申請係属中の申請者に対して、単独で助言を行う投資顧問<sup>(226)</sup>
- ⑧①農村事業投資会社<sup>(227)</sup>、または②農村事業投資会社の選定に関する規定<sup>(228)</sup>に従って農務長官（Secretary of Agriculture）に申請書を提出した会社であり、農務長官から条件書を受け取っており、または1つまたは複数の農村事業投資会社と提携している当該会社に対して、単独で助言を行う投資顧問<sup>(229)</sup>
- (ウ) 州当局に服する顧問 投資顧問がその本店および営業所を持続す

---

会社法54条に従って事業開発会社（15 U.S.C.80 a-53）となることを選択し且つその選択を撤回していない会社として行為をしてはならない。Id.

(224) Id. § 80a-3 (c) (10) (B) (D) (2018).

(225) 26 U.S.C.A. § 414, I.R.C. § 414 (e) (2020), 15 U.S.C.A. § 80a-3 (c) (14) (2018).

(226) 投資会社法54条（15 U.S.C.A. § 80a-5）に従って事業開発会社（business development company）として規制される組織体を除く。15 U.S.C.A. § 80b-3 (b) (7) (2019).

(227) 7 U.S.C.A. § 2009cc (14) (2018)（農村事業投資会社の定義）。

(228) 7 U.S.C.A. § 2009cc-3 (2018)（農村事業投資会社の選定）。

(229) 15 U.S.C.A. . § 80b-3 (b) (8) (2019).

る州において投資顧問として規制される当該投資顧問は、投資顧問法203条に基づき登録することを要しない<sup>(230)</sup>。ただし、(A)25,000,000ドル以上、またはSECが規則により投資顧問法の目的に基づき適切と判断するような高額の運用資産 (assets under management) を有するか、または(B)投資会社法の下で登録された投資会社に対する顧問である場合は除かれる<sup>(231)</sup>。

①中規模投資顧問の取り扱い 投資顧問が、1940年投資会社法の下で登録された投資会社、または1940年投資会社法54条に従って事業開発会社 (business development company) であることを選択した会社であり且つその選択を撤回していない当該会社に対する顧問でない限り、下記の投資顧問法203A条(a)項(2)号(B)に記載される投資顧問は、投資顧問法203条に基づき登録することを要しない<sup>(232)</sup>。ただし、投資顧問法203A条(a)項の影響により投資顧問が15以上の州に登録することを要求される場合、当該顧問は投資顧問法203条に基づき登録することができる<sup>(233)</sup>。

投資顧問法203A条(a)項(2)号(B)に記載されている投資顧問は、①投資顧問がその本店および営業所を持続する州の証券コミッショナー (securities commissioner) (または同様の職務を履行する部局もしくは事務所) に投資顧問として登録されることを要求され、登録された場合は、当該コミッショナー・部局もしくは事務所による投資顧問としての審査に服するであろう投資顧問であり、且つ、② (i) 25,000,000ドル以上 (その額はSECにより調整されている可能性がある [15 U.S.C.A. § 80b-3a(a)(1)(A)]) と、(ii) 100,000,000ドル、またはSECが規則により投資顧問法の目的に従って適切と判断するような高額との間における運用資産を有する当該投資顧問であ

---

(230) Id. § 80b-3a (a) (1) (2019).

(231) Id. 運用資産の定義については、Id. § 80b-3a (a) (3)参照。

(232) Id. § 80b-3a (a) (2) (A).

(233) Id.

(234) Id. § 80b-3a (a) (2) (B).



る<sup>(234)</sup>。上記の「運用資産」とは、投資顧問が継続的且つ定期的な監督または管理サービスを提供する証券ポートフォリオ（securities portfolios）を意味する<sup>(235)</sup>。

② SEC の権限に服する顧問 投資顧問法203A 条(b)項より、投資顧問または投資顧問の被監督者（supervised person）としての登録、許可（licensing）、または資格を要求する州またはその行政部門の法律は、次の③から④の者には適用されない<sup>(236)</sup>。

③ 投資顧問法203条の下で投資顧問として登録されている者、または当該投資顧問の被監督者（監督を受けた人物）である者（ただし、州が、当該州内に所在する事業所を有する投資顧問の代表者に許可・登録またはその他の資格を与える場合は除外される）

④ 投資顧問法202条(a)項(11)号に基づき投資顧問の定義から除外されているので、投資顧問法203条の下で登録されていない者

⑤ 投資顧問法203条(b)項(7)号（小規模事業投資会社）に基づき投資顧問の定義から除外されていることによって投資顧問法203条の下で登録されていない者、または当該者の被監督者（監督を受けた人物）

⑥ 投資顧問法203条(b)項(8)号（農村事業投資会に関する）に基づき投資顧問の定義から除外されていることによって投資顧問法203条の下で登録されていない者、または当該者の被監督者（監督を受けた人物）<sup>(237)</sup>

もっとも、上記の投資顧問法203A 条(b)項は、州の証券コミッショナー（または同様の職務を履行する部局もしくは事務所）が、投資顧問または投資顧問と提携する者に対する詐欺または欺瞞に関する調査および執行訴訟の

---

(235) Id. § 80b-3a (a) (3).

(236) Id. § 80b-3a (b) (1) (A) (B) (C) (D).

(237) Id.

提起を行うことを禁止するものではない<sup>(238)</sup>。また、州当局に服する顧問に関する投資顧問法203A条(a)項の規定にもかかわらず、SECは、自らの提案に基づく規則またはレギュレーションによって、または適用に関する命令によって、投資顧問法203A条(a)項の適用が不公正であること、州際通商に関する負担、または本条の目的と矛盾することになるであろう者またはその部類についてSECへの登録を認めることができる<sup>(239)</sup>。さらに、州の証券コミッショナー（または同様の職務を履行する部局もしくは役員）の要請に基づいて、SECは、州による投資顧問の規制に関連するような訓練、技術的援助、またはその他の合理的な援助を提供することができる<sup>(240)</sup>。

### (3) フォーム ADV に関する報告書

(ア) フォーム ADV の提出 投資顧問としてSECに登録を申請する場合<sup>(241)</sup>、および投資顧問法203項(l)項または(m)項<sup>(242)</sup>の下でSECへの登録の免除規定に依る免除報告顧問（exempt reporting advisers）の場合<sup>(243)</sup>、当該投資顧問は、フォーム ADV<sup>(244)</sup>に関する報告書を提出しなければならない。

---

(238) Id. § 80b-3a (b) (2).

(239) Id. § 80b-3a (c).

(240) Id. § 80b-3a (d).

(241) 17 C.F.R. § 275.203-1 (2020).

(242) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (l)（ベンチャー・キャピタル・ファンドに限られる投資顧問の免除および報告）(m)（プライベート・ファンドに限られる投資顧問の免除および報告）(West 2019).

(243) 17 C.F.R. § 275.204-4 (2011).

(244) 17 C.F.R. § 279.1 (West 2021)（投資顧問の登録申請および当該登録説明書の修正に対するフォーム ADV）. See, FORM ADV (Paper Version) (UNIFORM APPLICATION FOR INVESTMENT ADVISER REGISTRATION AND REPORT BY EXEMPT REPORTING ADVISERS, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-instructions.pdf>, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part1a.pdf>, <https://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/08/Form-ADV-Part-1B.pdf>, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part2.pdf>, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part3.pdf>, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part3.pdf>, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part3.pdf>, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part3.pdf>).

フォーム ADV の内容は、パート 1 A、パート 1 B、パート 2 A、パート 2 B およびパート 3 で構成される<sup>(245)</sup>。

(イ) パート 1 フォーム ADV のパート 1 A ではその内容として次のようなものが挙げられている。

- ①投資顧問の名称・住所・SEC 登録番号等の身元情報 (Item 1)
- ②大規模または中規模、SEC への登録の免除規定に依る登録免除者などに関する SEC 登録情報 (Item 2)
- ③会社・組合等の組織形態 (Item 3)
- ④登録投資顧問の事業の継承 (Item 4)
- ⑤従業員・顧客数等の投資顧問事業に関する情報 (Item 5)
- ⑥他の事業活動 (Item 6)
- ⑦金融業関係活動と関係者およびプライベート・ファンド報告 (Item 7)
- ⑧顧客の取引への参加と利害関係 (Item 8)
- ⑨投資会社以外の顧客の資産（現金または銀行預金および証券）の保管 (custody) (Item 9)
- ⑩直接または間接に投資顧問を支配する者 (Item 10)
- ⑪従業員・役員等の懲戒歴に関する開示情報 (Item 11)
- ⑫25,000,000ドル未満の運用資産を有する登録投資顧問の小規模事業および他の投資顧問の支配・被支配関係 (Item 12)<sup>(246) (247)</sup>。

---

execution.pdf.

(245) フォーム ADV の修正については、パート 1 および 2 は少なくとも毎年、会計年度末から90日以内に修正されることを要するが、パート 3 はそのような毎年更新の報告を提出する必要はない。パート 1・2 および 3 は、フォーム ADV に対する指示により要求されるたびに修正する必要がある。17 C.F.R. § 275.204-1 (2019); FORM ADV, *supra* note 244, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-instructions.pdf>, at 3.

(246) SEC は、Regulatory Flexibility Act（規制柔軟性法）(5 U.S.C.A. §§ 601 to 612) によって小規模企業に関する規制の効果を考慮することを要求される。

(247) FORM ADV, *supra* note 244, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part1a.pdf>.

そして、パート 1 A には、補足表 (supplemental schedules) を完成することが求められる<sup>(248)</sup>。

パート 1 B は、投資顧問として州証券当局に登録申請または登録されている場合にのみ、投資顧問はパート 1 B を完成しなければならない。州登録 (Item 1) と追加的情報 (Item 2) から構成される。さらに、債券・判決・仲裁などに関する 3 つの追加的情報開示報告ページ (DRPs) が含まれる<sup>(249)</sup>。

(ウ) パート 2 フォーム ADV のパート 2 は、投資顧問の資格および事業慣行に関する情報を提供する投資顧問のパンフレット (Brochure) およびパンフレット補足に対する統一の要件に関するものである。パート 2 は、顧問のパンフレットパート 2 A (企業パンフレットに関するパート 2 A、またはラップ料金プログラム [wrap fee program] パンフレットに関する 2 A 付録 1)、およびパンフレット補足のパート 2 B の内容に含めることを要する最低限要求される開示を定める<sup>(250)</sup>。

企業パンフレットに関するフォーム ADV パート 2 A ではその内容として次のようなものが挙げられている。

- ① 投資顧問の名称、事業所の住所、連絡先情報、ウェブサイトのアドレス

---

(248) 補足表には、投資顧問の所有者および執行役員に関する情報を問う A 表 (schedule A)、投資顧問の間接的な所有者に関する情報を問う B 表、A 表および B 表により要求される情報を更新するための書面提出者によって使用される C 表、パート 1 A の項目 (items) のための追加的情報を問う D 表、申請顧問 (filling adviser) とその依拠顧問 (relying adviser) による単一登録であるアンブレラ登録 (umbrella registration) における依拠顧問についての追加的情報を問う R 表、投資顧問およびその役員・取締役・従業員などの関係者の関係する懲戒事件についての詳細を問う表である開示報告ページ (Disclosure Reporting Pages [DRPs]) がある。FORM ADV, supra note 244, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part1a.pdf>. at 29-84.

(249) FORM ADV, supra note 244, <https://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/08/Form-ADV-Part-1B.pdf>.

(250) FORM ADV, supra note, supra note 244, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part2.pdf>.

- およびパンフレットの目付についてのカバーページ（cover page）（Item 1）
- ②パンフレット修正の場合の重要な変更（Item 2）
  - ③パンフレットの目次（Item 3）
  - ④投資顧問の事業内容・種類などの記述に関する顧問事業（Item 4）
  - ⑤投資顧問の顧問サービスに対する手数料および報酬（Item 5）
  - ⑥パフォーマンス・ベースの手数料（performance-based fee）が請求される勘定と、定額の資産ベースの手数料（asset-based fee）のような別の勘定との両方を運営する投資顧問・その支配下の役員等によるその事実の開示と利益相反の説明が求められる、パフォーマンス・ベース手数料および併存する運営（Item 6）
  - ⑦個人・投資会社などのような投資顧問の顧客の種類（Item 7）
  - ⑧投資顧問の用いる分析・投資戦略および損失のリスク（Item 8）
  - ⑨投資顧問の懲戒情報（Item 9）
  - ⑩他の金融事業活動および提携（Item 10）
  - ⑪顧客取引および個人的取引における倫理・参加または利害の規準（Item 11）
  - ⑫仲立手数料の慣行（Item 12）
  - ⑬顧客口座の検討（Item 13）
  - ⑭顧客紹介および報酬（Item 14）
  - ⑮顧客の資金・証券の保管（Item 15）
  - ⑯顧客に代わる投資裁量権（Item 16）
  - ⑰顧客の証券の議決権行使（Item 17）
  - ⑱投資顧問の財務情報（Item 18）
  - ⑲投資顧問が一州または複数の州証券当局に登録される場合に、追加的なものとしての州登録投資顧問のための要件（Item 19）<sup>(251)</sup>

また、フォーム ADV のパート 2 A 付録 1 では、その内容として次のようなものが挙げられている。

- ①ラップ料金プログラム（wrap fee program）パンフレットに関して、投資顧問の名称などのカバーページ（Item 1）
- ②投資顧問のラップ料金プログラムパンフレットを修正する場合の重要な変更（Item 2）
- ③投資顧問のラップ料金プログラムパンフレットの内容の目次（Item 3）
- ④ポートフォリオ運営サービスの種類を含むサービス・手数料および報酬（Item 4）
- ⑤顧客の口座要件および種類（Item 5）
- ⑥ポートフォリオ・マネージャーの選出および評価（Item 6）
- ⑦ポートフォリオ・マネージャーに提供される顧客情報（Item 7）
- ⑧ポートフォリオ・マネージャーとの顧問契約（Item 8）
- ⑨追加的情報（Item 9）
- ⑩州登録顧問に対する要件（Item 10）<sup>(252)</sup>

さらに、パンフレット補足に関するフォーム ADV のパート 2 B では、その内容として次のようなものが挙げられている。

- ①投資顧問の監督・支配下の者（supervised person）（役員・取締役・従業員等）の名称、営業所の所番地・電話番号、投資顧問の企業の名称、営業所の所番地・電話番号、補足の日付などの内容のカバーページ（Item 1）
- ②監督・支配下の者の学歴および業務経験（Item 2）
- ③顧客が監督・支配下の者を評価するのに重要な懲戒情報（Item 3）
- ④監督・支配下の者が活動的に従事している他の業務活動（Item 4）

---

(251) Id.

(252) Id.

- ⑤顧客でない者から監督・支配下の者に経済的利益が提供される場合の追加的報酬（Item 5）
- ⑥投資顧問が監督・支配下の者を監督する方法およびその監督の責任者の名称・肩書および電話番号（Item 6）
- ⑦投資顧問が一つまたは複数の州当局に登録される場合に州登録顧問の要件（Item 7）<sup>(253)</sup>

（エ）パート3 フォーム ADV のパート3において、1934年証券取引所法の規則17a-14<sup>(254)</sup>および投資顧問法の規則204-5<sup>(255)</sup>により、証券取引所法15条<sup>(256)</sup>の下で登録されるブローカー・ディーラーおよび投資顧問法203条<sup>(257)</sup>の下で登録される投資顧問は、個人投資家（retail investors）にその企業についての一定の情報を開示する関係概要（relationship summary）を提供することが要求される。このパート3は、フォーム CRS（Customer or Client Relationship Summary）と称され、登録免除者には適用されない<sup>(258)</sup>。その内容は、次のような5項目から構成されている<sup>(259)</sup>。

- ① CRS の概要の初めに日付、ブローカー・ディーラーまたは投資顧問の名称、登録、サービス・手数料の違いなどに関する序説（Item 1）
- ②提供する投資サービスおよびアドバイスの記述、追加的情報、投資家の財務状況におけるサービスの選択・投資の推奨などについての関係とサービス（Item 2）
- ③主要な手数料・費用およびその追加の記述、推奨するとき投資家に対す

---

(253) Id.

(254) 17 C.F.R. § 275.17a-14 (2019).

(255) 17 C.F.R. § 275.204-5 (2019).

(256) 15 U.S.C.A. §78o (2015).

(257) 15 U.S.C.A. § 80b-3a (2019).

(258) 17 C.F.R. § 240.17a-14 (2019), 17 C.F.R. § 275.203-1 (2020), 17 C.F.R. § 275.204-5 (2019).

(259) FORM ADV, supra note, supra note 244, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part3.pdf>.

る法的義務、利益相反および行為基準 (Item 3)

④ブローカー・投資顧問などの訴訟または懲戒歴 (Item 4)

⑤個人投資家が証券仲買業 (brokerage) または投資顧問業 (investment advisory) のサービスについての追加的情報を見出し、その関係概要のコピーを要求できる場所、その電話番号、個人投資家が金融専門家に尋ねて主な連絡者およびその者による待遇の苦情について対話のきっかけとなる質問 (Item 5)<sup>(260)</sup>。

#### (4) 登録申請における提出

投資顧問としてSECに登録を申請する場合、上記フォームADVのパート1A、フォームADVのパート2Aによって要求される企業パンフレット、および投資顧問登録預託所 (Investment Adviser Registration Depository [IARD]) で電子的にフォームADVのパート3によって要求されるフォームCRSを完成しなければならない<sup>(261)</sup>。投資顧問は、フォームADVのパート2Bにより要求されるパンフレット補足をSECに提出することを要求されない<sup>(262)</sup>。

各フォームADVは、IARDの受理に基づきSECに提出されたと考えられる<sup>(263)</sup>。投資顧問は、IARDの運営者である金融業規制局 (Financial Industry Regulatory Authority, Inc. [FINRA]) に提出料金を支払わなければな

---

(260) Id.

(261) 17 C.F.R. § 275.203-1 (a) (1) (2020) (ただし、IARDに電子的に提出することを要件とする規定は、§ 275.203-3 (2008)により、一時的および継続的な技術的に困難であることなどの事情がある場合、免除される)。

(262) Id. IARDに提出する方法についての情報は、SECのウェブサイトの<http://www.sec.gov/iard>で利用可能である。投資顧問は、顧客にパンフレットまたはフォームCRSを交付することを要求されない場合、パンフレット・その補足またはフォームCRSを準備してSECに提出する必要はない。Id. § 275.203-1 (a) (1), note 1.

(263) Id. § 275.203-1 (b).



らず、その支払がなければSECに提出したものと考えられない<sup>(264)</sup>。投資顧問法203条<sup>(265)</sup>の下で登録される投資顧問は、投資顧問事業に関する帳簿・コピーおよび記録などを、真実・正確および最新なものとして作成して維持しなければならず<sup>(266)</sup>、SECのスタッフによる定期的な調査を受けることになる。

また、登録投資顧問については、顧客の名前で各顧客のための別々の口座において、または、顧客の代理人または受託者としての投資顧問の名前で投資顧問の顧客の資金および証券のみを含む口座において、適格な保管者が顧客の資金および証券を保持する場合ではないかぎり、投資顧問が顧客の資金または証券の保管をすることは、投資顧問法206条（投資顧問による禁止行為）(4)項<sup>(267)</sup>の意味の範囲内における詐欺的・欺瞞的もしくは相場操縦的な行為、慣行または業務方法であると規定される<sup>(268)</sup>。

さらに、登録投資顧問について、投資顧問が次の①から③を行う場合でないかぎり、投資顧問が顧客の証券に関する議決権を行使することは、投資顧問法206条（投資顧問による禁止行為）(4)項の意味の範囲内における詐欺的・欺瞞的もしくは相場操縦的な行為、慣行または業務方法であると規定される<sup>(269)</sup>。

- ①顧客の最善の利益のために投資顧問が顧客の証券の議決権行使すること  
を確実にするために合理的に作成された書面の方針および手続を採用お  
よび実施をすること（その手続は、投資顧問の利益とその顧客の利益と  
の間に生じうる重要な衝突に対する投資顧問の対処方法を含まなければ

---

(264) Id. § 275.203-1 (c).

(265) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (2019).

(266) 17 C.F.R. § 275.204-2 (2021).

(267) 15 U.S.C.A. § 80b-6 (4) (2010).

(268) 17 C.F.R. § 275.206 (4)-2 (2010).

(269) 17 C.F.R. § 275.206 (4)-6 (2003).

ならない)

- ②顧客の証券に関する議決権行使方法についての情報を顧客が投資顧問から取得できる方法を顧客に開示すること
- ③投資顧問の議決権代理行使の方針および手続を顧客に説明し、また要求に基づいてその要求する顧客に対してその方針および手続のコピーを提供すること

また、投資顧問法は、郵便または州際通商の方法または手段の利用によって、投資顧問が、直接または間接的に、**①**顧客または将来の顧客から詐取するために、方策、計略または策略を用いること、**②**顧客または将来の顧客に対して詐欺または欺瞞として作用する取引・慣行または業務方法に従事することは、違法であると規定する<sup>(270)</sup>。

#### (5) ヘッジ・ファンド投資顧問の登録免除

(ア) ドッド=フランク法による改正     Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Ac [いわゆる米国金融規制改革法])。以下「ドッド=フランク法」という)<sup>(271)</sup>の制定以前では、2011年改正前投資顧問法203条(b)項(3)号の登録免除について、投資顧問は、その前12ヶ月の経過の間、顧客が15人未満であり、かつ、投資顧問として公衆に対し一般的に主張せず、また登録された投資会社に対する投資顧問として行動しなかった場合、登録が免除されると規定されていた<sup>(272)</sup>。したがって、多くのヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドおよびベンチャー・キャピタル・ファンドに対する投資顧問を含めた多数の投資顧問は、

---

(270) 15 U.S.C.A. § 80b-6 (1) (2) (2010).

(271) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, supra note 25.

(272) See Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940, 76 FR 42950-01, 2011 WL 2783991 (F.R.), \*42950, \*42951, FN 4 (July 19, 2011).

上記の改正前203条(b)項(3)号の下での閾値免除（de minimis exemption）に依拠して、SEC への登録を避けていた<sup>(273)</sup>。

ドッド＝フランク法は、上記の免除規定を削除して、一定のプライベート・エクイティ・ファンド（例えばベンチャー・キャピタル・ファンド）に対する投資顧問のために、従来の免除よりも狭めた方法で、新たな規制がなされている<sup>(274)</sup>。

（イ）ベンチャーキャピタル・ファンドアドバイザーの免除 1つまたは複数のベンチャーキャピタル・ファンド（venture capital funds）に対してのみ投資顧問として行動する投資顧問は、ベンチャーキャピタル・ファンドに関する投資顧問の規定に関して、投資顧問法の登録要件に従う必要がない<sup>(275)</sup>。

①小規模事業投資会社（small business investment companies [SBICS]）の顧問 上記のベンチャーキャピタル・ファンドには、①小規模事業投資法（Small Business Investment Act）の下で許可される小規模事業投資会社、②小規模企業庁（Small Business Administration）からその会社の許可の資格手続の通知を受け取った組織体（entities）、または③1つまたは複数の許可を受けた小規模事業投資会社と提携し、1958年の小規模事業投資法の下で別の許可を申請係属中の申請者<sup>(276)</sup>が含まれる<sup>(277)</sup>。

---

(273) Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940, supra note 272, at \*42951; Staff Report, supra note 22, at 21.

(274) Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940, supra note 272, at \*42951.

(275) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (l) (1) (2019)(2010年7月21日以後1年の間までに、SECは、本項の目的のために「ベンチャーキャピタル・ファンド」という用語を定義する最終的な規則を發布すること、そして、SECは、当該顧問に、SECが公共の利益のためまたは投資家の保護のために必要または適切であると決定する当該記録の維持および当該年次報告書またはその他の報告書をSECに提供することを要求することを定める。)

(276) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (b) (7) (A) (B) (C) (2019).

(277) Id. § 80b-3 (l) (2) (3)（投資顧問法80a-53条に従って事業開発会社（business development

②農村事業投資会社 (rural business investment companies [RBICS]) の顧問 上記のベンチャーキャピタル・ファンドには、④農村事業投資会社、または⑤農村事業投資会社の選定の規定<sup>(278)</sup>に従って農務長官 (Secretary of Agriculture) に申請書を提出した会社であり、農務長官から条件書を受け取っており、または1つまたは複数の農村事業投資会社と提携している当該会社<sup>(279)</sup>が含まれる<sup>(280)</sup>。

(ウ) 一定のプライベート・ファンド顧問の免除および当該顧問による報告 各々のプライベート・ファンド顧問がプライベート・ファンドに対する顧問としてのみ行動し且つ合衆国における150,000,000ドル未満の運用資産を有する場合、SECは、当該投資顧問に対する投資顧問法203条の下での登録要件からの免除を規定する<sup>(281)</sup>。

① SECへの報告 SECは、投資顧問法203条(m)項の理由で登録免除された投資顧問に対し、SECが公共の利益のためまたは投資家の保護のために必要または適切であると決定する当該記録の維持および当該年次報告書またはその他の報告書をSECに提供することを要求する<sup>(282)</sup>。

②小規模事業投資会社 (SBICS) の顧問 投資顧問法203条(m)項の目的のため、①小規模事業投資法の下で許可される小規模事業投資会社、②小規模企業庁からその会社の許可の資格手続の通知を受け取った組織体、または③1つまたは複数の許可を受けた小規模事業投資会社と提携し、小規模事業投資法に基づき別の許可を申請係属中の申請者<sup>(283)</sup>であるプライベート・

---

company) として規制される組織体を除く)。

(278) 7 U.S.C.A. § 2009cc (14), 2009cc-3 (2018).

(279) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (b) (8) (A) (B) (2019).

(280) Id. § 80b-3 (l) (2) (3) (投資顧問法80a-53条に従って事業開発会社 (business development company) として規制される組織体を除く)。

(281) Id. § 80b-3 (m) (1).

(282) Id. § 80b-3 (m) (2).

(283) Id. § 80b-3 (b) (7) (A) (B) (C) (2019).

ファンドの運用資産は、投資顧問法203条(m)項(1)号に定められた制限から除外される<sup>(284)</sup>。

③農村事業投資会社（RBICS）の顧問 投資顧問法203条(m)項の目的のため、①農村事業投資会社、または②農村事業投資会社の選定に関する規定<sup>(285)</sup>に従って農務長官（Secretary of Agriculture）に従って農務長官に申請書を提出した会社であり、農務長官から条件書を受け取っており、または1つまたは複数の農村事業投資会社と提携している当該会社<sup>(286)</sup>であるプライベート・ファンドの運用資産は、投資顧問法203条(m)項(1)号に定められた制限から除外される<sup>(287)</sup>。

（エ）中規模プライベート・ファンド顧問の登録および審査 中規模のプライベート・ファンドに対する投資顧問として行動する投資顧問に関して、投資顧問法203条の要件を実施するための規制を規定する際には、SECは、当該ファンドの規模、ガバナンス、投資戦略を考慮に入れて、当該ファンドがシステミック・リスク（systemic risk）を引き起こすかどうかを決定し、また、当該ファンドにより引き起こされるシステミック・リスクの程度を反映する、当該ファンドの投資顧問に関する登録および審査手続を規定すべきであるとされる<sup>(288)</sup>。

---

(284) Id. § 80b-3 (m) (3)（投資顧問法80a-53条に従って事業開発会社として規制される組織体を除く）。

(285) 7 U.S.C.A. § § 2009cc (14), 2009cc-3 (2018).

(286) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (b) (8) (A) (B) (2019).

(287) Id. § 80 b-3 (m) (4)（投資顧問法80a-53条に従って事業開発会社として規制される組織体を除く）。

(288) 15 U.S.C.A. § 80b-3 (n) (2019).

## 7 レギュレーション・クラウドファンディングおよび州内募集の免除規制

### (1) レギュレーション・クラウドファンディング

(ア) クラウドファンディングの免除 発行者は、1933年証券法 4 条(a) 項(6)号 (15 U.S.C. 77 d (a) (6) [免除される取引]) に依拠して、証券の募集または売付をすることができるが、全ての投資家に売付された証券の総額が当該取引で募集される証券を含め、当該募集または売付の日の前12ヶ月間に、5,000,000ドルを超えてはならない<sup>(289)</sup>。ただし、購入者が認定投資家（規則 501の定義）でない場合、当該取引の日の前12ヶ月間に証券法 4 条(a) 項(6)号に依拠して、全ての発行者にわたって当該投資家に売却された証券の総額（当該取引において当該投資家に売却された証券を含む）が、投資家の年収または純資産の一定額または一定割合を超えてはならないと規定されている<sup>(290)</sup>。当該取引は、証券法 4 A 条(a) 項 (15 U.S.C.77 d-1 (a)) の要件などに従う仲介者を通じて行われ、当該取引は仲介者のプラットフォーム (intermediary platform) を通じてのみ行われる<sup>(291)</sup>。

(イ) 適用範囲 クラウドファンディングの免除は、合衆国・州または準州の法律に基づいて組織されていない者、1940年投資会社法 3 条 (15 U.S.C 80 a-3) に定義される投資会社、「悪者」の不適格規定 (17 C.F.R. § 227.503 (a)) による失格の結果として、証券法 4 条(a) 項(6)号 (15 U.S.C.77 d (a) (6)) に依拠して証券を募集または売付る資格がない者などの発行者による証券の募集または売付の取引には適用されない<sup>(292)</sup>。

(ウ) 開示提供義務 証券の募集または売付をする発行者は、SEC に次の情報を提出し、且つ投資家および関連する仲介者に提供しなければならない

---

(289) 17 C.F.R. § 227.100 (a) (1) (2021).

(290) Id. § 227.100 (a) (2).

(291) Id. § 227.100 (a) (3).

(292) Id. § 227.100 (b).

い、<sup>(293)</sup>。

- ①発行者の氏名、法的地位（組織の形態等を含む）、住所、およびウェブサイト
- ②発行者の取締役および役員の氏名、当該発行者の役職および役職期間
- ③発行者の発行済議決権株式の20%以上の受益所有者の各人の氏名
- ④発行者の事業の説明および発行者の予想される事業計画
- ⑤発行者の現在の従業員数
- ⑥発行者の投資を投機的または危険にする重要な要因についての議論
- ⑦目標募集額および目標募集額に達する締切期限（売付の取消、資金返還を含む）
- ⑧目標額を超える投資の受け入れの有無、配分方法（按分、先着順その他の基準）
- ⑨応募収入の目的および使用目的の説明
- ⑩取引の完了または投資コミットメントの取消を行う手続の説明
- ⑪募集の重大な変更が加えられた後に、投資家の投資コミットメントが取り消され、投入された資金が返還されるという説明
- ⑫証券の公衆に対する価格または当該価格の決定方法
- ⑬発行者の所有権および資本構造についての説明
- ⑭当該募集が実施されている仲介者の名前、SEC ファイル番号および中央登録保管所（CRD）番号
- ⑮発行者の取引および発行者における仲介者の金銭的利益についての説明
- ⑯発行者の債務の重要な条件の説明（金額、金利、満期日、その他の重要な条件を含む）
- ⑰過去3年以内に実施された免除募集についての説明
- ⑱発行者の最後の会計年度の開始以降の取引、または当事者となる予定の取引の説明

- ⑲ 発行者の財務状況についての議論（重要な流動性、資本的資源および業績履歴を含む）
- ⑳ 過去12ヶ月間に証券法4条(a)項(6)号に基づき販売された他の全ての金額とともに、合計で107,000ドルまたは535,000ドルの目標募集額を有すること
- ㉑ 過去に発生したのであるが、不適格の引き金を引いたであろう問題
- ㉒ 目標募集額の達成における発行者の進捗状況に関する最新情報
- ㉓ 発行者のウェブサイト上で投資家が発行者の年次報告書を見つけることができる場所、および発行者のウェブサイトで当該報告書が利用できる日付
- ㉔ 発行者またはその前任者による継続的な報告要件（§ 227.202）の不遵守
- ㉕ 説明を行うために必要な重要な情報が、説明が行われた状況に照らして、誤解を生じさせないこと

(エ) フォームC 発行者は、1933年証券法4条(a)項(6)号（15 U.S.C. 77d (a) (6) [免除される取引]）に依拠して、証券の募集または売付をする発行者は、証券の募集の開始前に、募集届出書（Offering Statement）であるフォームC（Form C）を、SECに提出し、投資家および関連する仲介業者に提供しなければならない<sup>(294)</sup>。フォームCには、§ 227.201で要求される情報を含まなければならない<sup>(295)</sup>。また、募集届出書の修正、進捗状況に関する最新情報、年次報告書などの規定がある<sup>(296)</sup>。

---

(293) Id. § 227.201 (2021).

(294) 17 C.F.R. § 227.203 (a) (2021).

(295) Id.

(296) Id. § 227.203 (a) (b).



## (2) 州内募集の登録免除

(ア) 1933証券法3条(a)項(11)号 単一の州または準州内に居住する者  
にのみ募集および売付される発行の一部である証券で、当該証券の発行者が、  
当該州または準州内に居住し且つ当該州または準州内で事業を行っている者、  
または会社の場合は当該州または準州内で設立され且つ事業を行っている者  
である場合、登録からの適用除外と規定される<sup>(297)</sup>。連邦法上の調達の上限、  
購入者数の上限については、規定されていない。この証券法3条(a)項(11)  
号の規定は、地方の金融計画の一部として発行者に証券の売付をするための  
地方的な業務を認めることが意図されており、当時の議会は、明らかに、そ  
の業務が一地域に限定される会社は、連邦の機関当局に証券の登録を要求せ  
ずに、直近の投資家から資金を調達することが可能とすべきであると考えて  
いたといわれている<sup>(298)</sup>。

しかし、証券法3条(a)項(11)号の要件の解釈ないし適用範囲について疑  
問が指摘されていたことから、SECは、州内募集登録免除規定が適用され  
る場合をより一層確実に決定することができるようにするため、セーフ・  
ハーバーとして規則147を制定した<sup>(299)</sup>。

(イ) 規則144 ①募集および売付の方法 発行者または発行者に代  
わって行う者は、証券法3条(a)(11)の意味の範囲内で、発行者が居住者で  
あり且つ事業を行う同一の州または準州の範囲内で居住する者にのみ募集お

---

(297) 15 U.S.C.A. § 77 c (a) (11) (2012).

(298) Loss, *supra* note 4, at 326 (1983) (理論上は、投資家らは、発行者に対する彼らの近接性  
および州規制の双方により保護されるとする)。また、Steinberg, *supra* note 105, at 89は、  
地方の企業の投資家は当該企業に熟知しており、地方の発行者は比較的の小規模であるので  
連邦の登録を負担することができないとする。

(299) Loss and Seligman, *supra* note 4, at 383; Hazen, *supra* note 4, at 95; Steinberg, *supra*  
note 105, at 90.

よび売付が行われる場合、証券法3条(a)項(11)号(15 U.S. 77 c (a) (11))に従って募集を行うものとみなされる<sup>(300)</sup>。なお、連邦法上、調達額の上限および購入者数の上限について規定はされていない。

②発行者の性質 証券の発行者は、募集および売付の時に、募集および販売の全部が行われる州または準州内に居住し且つ事業を行っている者でなければならない<sup>(301)</sup>。法人・個人の「居住者」(resident)について、詳細な定義がされている<sup>(302)</sup>。また、「事業を行うこと」(doing business)について、発行者は(i)少なくとも連結総収入の80%をその州または準州内において得ること、(ii)その州または準州内に連結ベースでその資産および子会社の資産の80%を有すること、(iii)募集からの純収益の少なくとも80%を使用すること、または(iv)発行者の過半数の従業員が当該州または準州に配置されていること、以上の(i)から(iv)の要件の少なくとも1つを満たす場合、発行者は州または準州内で事業を行っているものとみなされる<sup>(303)</sup>。

③被募集者および購入者の住所 規則230.147に従った証券の募集および販売は、募集および売付の時点に、発行者が居住する州または準州の居住者に対してのみなされる<sup>(304)</sup>。募集および売付の時点における被募集者および購入者の住所の決定について、会社その他の団体および個人ごとに、詳細な定義をしている<sup>(305)</sup>。

(e) 転売の制限 規則230.147に従った証券の発行者による売付の日から6ヶ月間、当該証券の転売は、発行者による証券の売却時に、発行者が居住す

---

(300) 17 C.F.R. § 230.147 (b) (2021)(ただし、発行者が本条の(c)・(d)および(f)から(h)の規定に従う場合に限る)。

(301) Id. § 230.147 (c).

(302) Id. § 230.147 (c) (1) (i) (ii) (iii).

(303) Id. § 230.147 (c) (2) (i) (ii) (iii) (iv).

(304) Id. § 230.147 (d).

(305) Id. § 230.147 (d) (1) (2) (3).

る州または準州内に居住する者に対してのみ行われなければならない<sup>(306)</sup>。

（ウ）州内売付の免除 ①免除の範囲 規則230.147Aに従って行われた証券の発行者によって、または発行者に代わってなされる募集および売付は、1933年証券法5条（15 U.S.77 e）から免除される<sup>(307)</sup>。この免除は、1940年投資会社法（15 U.S. 80 a-1 et seq.）に基づいて登録されまたは登録されることを要求される投資会社である発行者は利用できない<sup>(308)</sup>。

②募集および売付の方法 発行者または発行者に代わって行為する者は、一般的勧誘および一般的広告方法を利用して募集および売付を行うために、上記免除規定によることができる<sup>(309)</sup>。

③発行者の性質 証券の発行者は、募集および販売の時に、全ての売付が行われる州または準州内に居住し且つ事業を行っている者でなければならない<sup>(310)</sup>。発行者の「居住者」（resident）および「事業を行うこと」（doing business）について、規則144と同様の定義がなされている<sup>(311)</sup>。

④その他 購入者の住所の決定および転売の制限についても、規則144と同様の定義がなされている<sup>(312)</sup>。

### （3）全国証券市場改善法の制定による州規制の除外の範囲

1996年の全国証券市場改善法（National Securities Markets Improvement Act（NSMIA）<sup>(313)</sup>）の制定により、1933年証券法18条が改正され、いかなる州または行政部門の法律・規則・レギュレーションもしくは命令または他の行

---

(306) Id. § 230.147 (e).

(307) Id. § 230.147 A (a) (2021).

(308) Id.

(309) Id. § 230.147 A (b) (2021)（ただし、発行者が本条の(c)、(d)、および(f)から(h)の条項の規定に従う場合に限る）。

(310) Id. § 230.147 A (2021) (c).

(311) Id. § 230.147 A (c) (1) (2).

政行為も、本条において規定される他の場合を除き、次の①・②または③の  
ことを行つてはならないと規定される<sup>(314)</sup>。

①証券の登録もしくは資格または証券取引の登録もしくは資格を要求する  
こと、またはこれに関して、適用対象の証券 (covered securities) も  
しく取引の完了のときに適用対象の証券である証券に直接的または間接  
的に適用されること

②適用対象の証券に関して、発行者によってまたは発行者に代わって作成  
された提供文書、または、SEC または全国証券業協会 (national securities  
association) として登録されたブローカー・ディーラーの協会に提出を  
要求され且つ提出される、適用対象の証券またはその発行者に関する委  
任状説明書 (proxy statement)、株主に対する報告書もしくは開示文書  
の使用に関する条件を、直接的または間接的に禁止、制限、または条件  
を課すこと

③証券の売付申込または売付について、当該申込または発行者のメリット  
に基づき、直接的または間接的に禁止、制限、または条件を課すこと<sup>(315)</sup>。

また、適用対象の証券として、次の④から⑥の証券が定められている<sup>(316)</sup>。

④全国市場システムにおける取引の資格を有するものとして指定された証  
券で、全国証券取引所に上場されまたは上場の承認がされているもの

⑤1940年投資会社法の下で登録されている投資会社によって発行される証  
券

⑥SEC により定義される適格購入者、および④登録が免除される取引に  
関する証券

さらに、全国証券市場改善法に基づく上記の証券法の改正により、投資会

---

(312) Id. § 230.147 A (d) (e).

(313) National Securities Markets Improvement Act of 1996, 110 Stat. 3416, Public Law 104-290-Oct. 11, 1996.

社またはヘッジ・ファンドの証券の売付申込および売付に関する州規制は著しく削減されており、また、ほとんどのヘッジ・ファンドの募集の際に発行する証券は、1933年証券法の下で登録なしで証券の限定売付申込・売付に適用されるレギュレーションDの規則506により、当該証券の売付申込および売付は証券法4条(a)項(2)号の意味の範囲内の公募を含まない取引とみなされ、登録免除とされる<sup>(317)</sup>。

しかしながら、州の証券委員会（または同様の機能を果たす部局もしくは事務所）は、当該州の法律の下で、詐欺もしくは欺瞞、またはブローカー・ディーラーなどによる違法行為に関して、証券または証券取引に関連して調査および執行訴訟の提起をするための管轄権を保持すると規定されている<sup>(318)</sup>。また、州の証券委員会（または同様の機能を果たす部局もしくは事務所）が、SECに提出された文書の提出を、当該州に所在する者に売付または売付申込が行われた証券の価値に関する年次または定期報告書（当該売付データがSECに提出された文書に含まれていない場合）とともに要求することができる<sup>(319)</sup>。

#### (4) ヘッジ・ファンド顧問の登録

投資顧問法の下でSECに登録されたヘッジ・ファンド顧問は、州の証券当局に登録することを要求されず、また、投資顧問法の除外規定で登録されない者も州の登録規制から免除される<sup>(320)</sup>。他方、投資顧問がその本店およ

---

(314) 15 U.S.C.A. § 77r (a) (2018).

(315) Id.

(316) Id. § 77r (b).

(317) 17 C.F.R. § 230.506 (2021); 15 U.S.C.A. § 77d (a) (2) (2015); Staff Report, *supra* note 18, at 31.

(318) 15 U.S.C.A. § 77r (c) (1) (2018).

(319) Id. § 77r (c) (2).

(320) 15 U.S.C.A. § 80b-3a (a) (b) (2019).

び営業所を持続する州において投資顧問として規制される当該投資顧問は、原則として、投資顧問法203条の下で登録することを要求されないが<sup>(321)</sup>、投資顧問としての登録、許可または資格を要求する州法に服することになる<sup>(322)</sup>。

もっとも、投資顧問が集中するニューヨークやカリフォルニアなどの州において州の適用除外規定<sup>(323)</sup>がみられるので、結果として、州および連邦の両者の投資顧問法の下で投資顧問が登録から除外されることが一般的であるといわれている<sup>(324)</sup>。州の投資顧問法に従うヘッジ・ファンド顧問は、SECのものに類似した規制に直面する傾向がある。また、投資顧問の州規制は一般的に投資顧問法と類似しているということができ、この場合、投資顧問は当局に登録して顧客に一定の開示を要することになる<sup>(325)</sup>。

なお、上記のような投資顧問法が優先的に適用される規定は、州の証券委員会（または同様の機能を果たす部局もしくは事務所）が、投資顧問または投資顧問と関係のある者に対する詐欺または欺瞞に関して、調査および執行訴訟の提起をすることを禁止するものではない<sup>(326)</sup>。投資者を保護して詐欺を防止する規定に基づき、SEC および州の両者は、登録の有無にかかわらず、すべての投資顧問に対して反詐欺の執行訴訟提起の権限を有する<sup>(327)</sup>。

---

(321) Id. § 80b-3a (a).

(322) Id. § 80b-3a (b).

(323) See, e.g., West's Ann. Cal. Corp. Code § 25009.1 (1998) (投資顧問は、1940年投資顧問法202条(a)項(11) (15 U.S.C. 80a-1 et seq.) による投資顧問の定義から除外される者を含まないとする) ; McKinney's General Business Law § 359-eee (2003) (前12か月の期間中、法務長官 (attorney general) の規則またはレギュレーションによって定義される金融機関および機関投資家を除き、この州に居住する6人未満の者に投資顧問サービスを販売した者は、投資顧問に含まれないとする)。

(324) Staff Report, supra note 18, at 32.

(325) Id.

(326) 15 U.S.C.A. § 80b-3a (b) (2) (2019).

(327) Staff Report, supra note 18, at 32.

## 8 結び

アメリカでは、1933年証券法および1934年証券取引所法が、発行される証券について十分な開示や証券市場における公正性などを確保するため規制を定め、さらに、1940年投資会社法および1940年投資顧問法が資本市場の形成に大きな影響を及ぼすようになった投資会社および投資顧問の規制を行って、投資家の利益の保護を図っている。

しかしながら、証券の登録・報告制度については、とくに登録免除募集に関する多様な免除制度が規定されている。大別すると、資金調達制限がないものとして証券法4条(a)項(2)号およびレギュレーションD規則506が定められており、他方、調達上限額のあるものとしてレギュレーションD規則504、レギュレーションAおよびレギュレーション・クラウドファンディングが設けられている。

ヘッジ・ファンドの場合に、調達上限額のないもののなかで、不確実性のある証券法4条(a)項(2)号よりも、セーフ・ハーバーとしての規則506が利用される場合が多いといえる。また、ヘッジ・ファンドの持分権は、証券取引所法の下での持分証券の定義の範囲内に入ることになる。そこで、その登録および報告書に関する諸規定の適用を回避するため、多くのヘッジ・ファンドは、証券取引所法12条(g)項および規則240.12g-1の定める持分証券の所有者数を登録要件の規定の数（現行規定は2000人）よりも少なくすることなどによって対処している。

さらに、ヘッジ・ファンドは、従来、投資会社法に基づくSECへの登録等の負担を少なくするために、社外証券が実質上100人以下の者、または当該証券の所有者の全部が適格購入者とすることにより除外規定を利用して、登録投資会社とならないようにすることが多かった。また、投資顧問法では、投資顧問は、その前12ヶ月の経過の間、顧客が15人未満であり、且つ、投資顧問として公衆に対し一般的に主張せず、また登録された投資会社に対する

投資顧問として行動しなかった場合、登録が免除される規定により、多くのヘッジ・ファンドはSECへの登録を回避していた。

上記の通り、近年のアメリカにおいて増大しているヘッジ・ファンドの多くが、証券法・証券取引所法・投資会社法および投資顧問法の要求する登録制度を可能な限り免除されるような方法で運営されてきていた。ところが、1998年、過度なレバレッジによる運営をしていた大規模ヘッジ・ファンドのLTCMが破綻した事例以後、金融システム全体に重大な影響を及ぼすことが問題とされ、SECなどにおいて検討が重ねられて、登録・報告制度について本稿で検討したような内容の改正がなされてきている。

ドッド=フランク法やその他の近年の改正で、とりわけ特徴的なものとして、レギュレーションD規則506、レギュレーションAおよびレギュレーション・クラウドファンディングにおいて、「悪者」の不適合規定により登録免除規定の適用が認められない場合について規制整備が行われている。例えば、レギュレーションD規則506では、証券の発行者、その募集に係る取締役・役員、ジェネラル・パートナー、投資マネージャー、発行者の発行済議決権証券の20%以上の受益的所有者その他の関係者が、有罪判決を受けた場合などにおいて、このような「悪者」は不適合として同規則506に基づく免除は証券の売付に対して利用できないと規定されている。

また、投資顧問について、近年の改正で、その従来の免除規定が削除され、一定のプライベート・エクイティ・ファンドに対する投資顧問のために、以前の免除よりも狭めた方法で、新たな規制がなされた。そして、投資顧問としてSECに登録を申請する場合だけでなく、SECへの登録の免除規定に依る登録免除者の場合にも、詳細な内容のフォームADVに関する報告書の提出を要求する規定がなされている。したがって、ヘッジ・ファンド自体と比較して、投資顧問の負担が増加しているといえるであろう。

本稿で検討したアメリカの一連の改正の方向性は一般的に支持されるべき



ものであるといえるが、ヘッジ・ファンドにより引き起こされるシステムック・リスクに対応できるような合理的な登録制度等が検討されるべきである  
と考える。ファンドおよび投資顧問を含めたファンド全体について、過度な  
負担とならないように、ファンドの大小の規模に応じた仕組みや運営に関する  
情報について、投資家や公衆に十分な開示を可能とする登録および報告書  
などの促進を図るべきである。