

《論説》

米国の証券私募制度における
適格投資家の定義見直し

満 井 美 江

I はじめに

米国では、1933年証券法（Securities Act of 1933）5条により、何人も、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission. 以下、「SEC」という）に登録届出書を提出することにより証券を登録しなければ、証券の公募を行ってはならないとされている。証券発行に際して重要情報を確実に開示させ、不実表示や詐欺の抑止を図り、市場の廉潔性と投資家の保護を図ることが目的である。一方、一定の要件を満たす私募においては、登録義務を免除する制度として、SECがレギュレーションD（詳細は後述）を制定している。同制度には、投資判断能力があるとしてSECへの登録による規制の保護が不要であるとされる「適格投資家」（いわゆるプロ投資家）が定義されており、私募の勧誘対象とすることができる。同制度は1982年に創設され、これまで「適格投資家」の定義は大きく改正されることはなかったが、今般、後述する法的な要請により見直しが行われている。

我が国においても、平成19年に完全施行された金融商品取引法（以下、「金商法」という）において、金融庁への登録ではなく届出によって私募を行うことができる、いわゆるプロ向けファンド制度である適格機関投資家等特例業務が導入された。同業務は、登録業者であれば課される行為規制の多くが適用除外とされ、また、適格機関投資家以外にも一般投資家に対する勧誘が49名まで可能とされていたため、これを問題のある業者が詐欺的な投

資勧誘に利用し、高齢者を中心とする多くの一般投資家に被害が及んでしまった。このような被害の再発を防止するため、金融審議会¹⁾において制度の改正が検討され、平成27年金商法改正により、届出制は維持するものの、業者規制を強化し、また、適格機関投資家以外の投資者に属性要件を追加することとなった²⁾。この属性要件は、主にファンド関係者と、投資判断能力を有する一定の要件を満たす法人・個人を定義するもので、上述のレギュレーションDにおける「適格投資家」の位置づけと類似するところがある。

上述の審議会においては、個人投資家の勧誘を禁止すべきであるとする見解がある一方で、成長資金の円滑な供給も重要であり、投資家の範囲を限定すべきではないとの主張もなされる等、市場関係者の意見は様々であった。今後も、適格機関投資家等特例業務の実施状況と資本市場環境や投資家動向の変化を踏まえ、同業務の規制見直しを行うことは必要であろう。その際、米国のレギュレーションDとその改正に関する議論は、我が国における同業務の規制見直しを行うにおいて参考となる。

本稿では、米国の私募の登録免除制度を概観した上で、「適格投資家」の定義見直しの検討と議論の状況について、米国の会計検査院（Government Accountability Office. 以下、「GAO」という）が2013年7月に公表した「検討すべき適格投資家としての資格基準の選択肢（Alternative Criteria for Qualifying As An Accredited Investor Should Be Considered）」（以下、「GAOレポート」という）と、SECが2015年12月に公表した「『適格投資家』定義のレビューに関するレポート（Report of the Review of the Definition of “Accredited Investor”）」（以下、「SECレポート」という）お

1) 金融審議会は、2014年9月「投資運用等に関するワーキング・グループ」を設置し、6回に渡る審議を実施した。その検討結果は、「金融審議会・投資運用等に関するワーキング・グループ報告～投資家の保護及び成長資金の円滑な供給を確保するためのプロ向けファンドをめぐる制度のあり方～2015年1月28日」（以下、「WG報告書」という）により公表されている。

2) 本改正を立案担当者が解説するものとして、田原泰雅監修『逐条解説 2015年金融商品取引法改正』（商事法務、2016）参照。

よび SEC レポートに対する市場関係者（規制当局と仲裁弁護士協会）の意見をとり上げ、これらを踏まえて更に、我が国におけるプロ向けファンド制度の投資者、特に自然人に関する属性要件についても若干の考察を試みることにする。

II 米国の私募の登録免除制度

1. 証券登録義務と私募の適用除外

米国における証券規制は、1933年証券法（以下、「証券法」という）と1934年証券取引所法（以下、「取引所法」という）が中心であり、基本的に、証券の新規の募集・販売については証券法が、流通市場における取引については取引所法が規制している。証券法の目的は、発行者から公衆に対してなされる証券発行に際して、すべての重要情報を確実に開示し、不実表示や詐欺を抑止することであり³⁾、同法によって、何人も、SEC に対し重要な投資情報を記載した登録届出書（registration statement）が効力を発生するまで、証券の売付・買付またはそれらの申込が禁じられている（証券法 5, 6, 7 条）。

この登録義務は、登録に伴うコスト（詳細かつ複雑な開示事項、会計士・弁護士・投資銀行・印刷業者等への支払い）がかなりの額に上るため、ベンチャー企業や深刻な財務状況にある企業には、公募がほとんど禁じられるような効果をもたらされる⁴⁾。そのため、証券法 4 条(a)(2)では、公募（public offering）を伴わない募集すなわち私募における登録義務の除外を規定している。私募であるか否かは、判例および SEC の事実認定の問題となる。連邦裁判所の判例から導かれる諸原則によると、①実際の購入ではなく募集の段階で適用除外規定の遵守が要請されること、②募集規模には一定の限界（具体的数値は判示されていない）があること、③一般的勧誘や広告を行う

3) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 第2版』30頁（弘文堂、2006）。

4) マーク・I・スタインバーグ（小川宏幸訳）『アメリカ証券法』55～56頁（レクスネクシス・ジャパン、2016）。

ことができないこと、④譲渡制限禁止条項を付すこと、⑤募集対象者は財務的に洗練されているか代理人から助言を受けていなければならないこと、⑥募集対象者には登録届出書に含まれるような情報が提供されるかアクセスすることができる場合でなければならないことが求められており、実際に適用除外を満たすのは容易ではなかった⁵⁾。

2. 私募の適用除外に関する「セーフ・ハーバー」ルールの創設とその後の改正

前述のとおり、証券法4条(a)(2)の適用除外の充足は困難で、判決の基準も曖昧であったことから、証券法に携わる弁護士らは、SECに「セーフ・ハーバー」ルールを求めた。1974年に、SECは判例法による前述の6点を中心とするルール146を採用したものの、弁護士らからは厳しい批判を受けた。そこでSECは、この批判に応じ、また、資本形成を容易にするため、1982年にレギュレーションDを創設し、ルール146は廃止された⁶⁾。

レギュレーションDの概要は次に記述するが、1982年の創設以降、SECは、適格投資家の基準に関して以下の若干の改正を実施した。1988年に、収入基準に合算所得30万ドルを追加し、2011年に、証券関連法の要請として、純資産基準から主たる住居の価値を除外する2点の改正である⁷⁾。

3. レギュレーションDの概要

レギュレーションDは、小中規模の募集に関するルール504および505と、私募免除に関するルール506からなる。登録義務の除外適用要件の概要は、以下表1のとおりである⁸⁾。

5) スタインバーグ・前掲注(4)62～65頁。

6) スタインバーグ・前掲注(4)65～66頁。

7) GAOレポート8p.

8) GAOレポート37p.

表 1

適用除外の要件	ルール 504 (小規模)	ルール 505 (中規模)	ルール 506 (私募)
投資可能な投資家の数とタイプ	投資家の制限なし	適格投資家は制限なし・非適格投資家は 35 まで	適格投資家は制限なし・洗練された非適格投資家は 35 まで
証券募集の最大額	12 か月に 1 百万ドルまで	12 か月に 5 百万ドルまで	制限なし
転売制限	あり、一定の条件の下ではなし	あり	あり
投資家への開示書類提供義務	州法の下、一定の条件ではあり	非適格投資家にはあり	非適格投資家にはあり
投資家に対する一般的勧誘と広告の規制	あり、一定の条件の下ではなし	あり	あり
連邦と州の詐欺禁止規定の適用	あり	あり	あり
SEC Form D の届出	あり	あり	あり
州登録の義務	州法の例外がなければ、あり	あり。但し、殆どの州で一定の制約的募集除外あり	なし。1996 年全国証券市場改革法による州登録で代替
除外が適用できないタイプの発行者	白紙小切手会社（買収先未決定で設立する会社）、投資会社、SEC への報告会社	投資会社	なし

レギュレーション D による適用除外は広範に利用されており、2014 年だけでも 13 億ドル以上に及ぶ発行体の利用がある⁹⁾。資本形成に資するために始まったレギュレーション D は、既存のルールと規制を簡素かつ明確にし、不必要な規制を減らしている。小規模ビジネスに有益であり、すべての規模の発行体が、レギュレーション D の中でも、特に証券募集規模に制約のないルール 506 による募集を行っている¹⁰⁾。

9) SEC レポート 1p.

10) SEC レポート 1-2p.

4. レギュレーション D における適格投資家の概念

(1) 適格投資家の意義

レギュレーション D では、3. の表 1 にあるとおり、「投資可能な投資家の数とタイプ」および「投資家への開示書類提供義務」を規制するに際し、ルール 505 および 506 においては「適格投資家 (accredit investor)」または「非適格投資家 (nonaccredit investor)」という概念が含まれる。SEC によると、この「適格投資家」の定義は、レギュレーション D の中心的構成要素であり、「金融に精通しており (financial sophistication)、投資損失のリスクへの耐性力がある (ability to sustain the risk of loss of investment) もしくは自ら証券法の登録手続の保護がなくともやっていく能力 (ability to fend for themselves render the protections of the Securities Act's registration process unnecessary)」がある個人を含めることが意図されている。レギュレーション D に準拠していれば、プライベート会社やヘッジファンドによるオファー、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・ファンドへの投資、また、SEC に登録していない仕組みファイナンス商品と負債証券といった、非適格投資家には一般的に許可されていない投資機会に、適格投資家は参加し得うる。一方、非登録募集 (unregistered offerings) の投資家は、登録募集にはない投資リスクに晒される可能性がある。なぜなら、私募においては、適用除外規定に当てはまるか否かにかかわらず証券法の詐欺防止条項の適用はある (証券法 17 条(a)) もの、一部の責任規定が適用されず、非登録証券の発行体は一般的に登録書面に含まれる情報提供が不要であり、SEC のスタッフは募集において投資家に提供され得る情報をレビューしないからである。そのため、適格投資家としての資格付与は重要である¹¹⁾。

(2) 適格投資家の定義

適格投資家の定義は、レギュレーション D のルール 501 (a)において、8つ

11) SEC レポート 2p.

の категорияに分類して列挙されている（表2）。総括的にいうならば、機関投資家、純資産500万ドル超の大規模団体、100万ドル超の保有純資産または3年間連続で所得20万ドル（配偶者合算では30万ドル）の自然人が適格投資家とされている。

表2

	カテゴリー	適格投資家の条件
①	機関投資家（いずれも証券法・投資顧問法等に定義あり）	銀行、貯蓄貸付組合、ブローカーまたはディーラー、保険会社、投資会社、ベンチャー企業（business development company）、小規模投資会社、純資産500万ドル超の従業員福利厚生プラン、純資産500万ドル超または適格投資家が運用する年金基金
②	ベンチャー企業	投資顧問法202条(a)(22)に定義される非公開のベンチャー企業
③	大規模団体	特定の証券獲得のために設立されたものではない総資産500万ドル超の非課税組織、会社、事業トラスト、パートナーシップ
④	内部者	募集または販売証券の発行者の取締役、上級役員、ジェネラル・パートナー
⑤	富裕者	主たる住居を除いた個人純資産を、単独か配偶者合算で100万ドル超保有する自然人
⑥	高額所得者	直近2年連続で20万ドル超または配偶者合算で30万ドル超の個人収入があり、同水準の収入が当年も合理的に期待することができる自然人
⑦	洗練された信託	500万ドル超の資産があり、洗練された者が証券購入の指図を行う信託
⑧	適格投資家が所有する組織	株式の全所有者が適格投資家である団体

今般の見直し対象としては、自然人（④、⑤、⑥）と大規模組織（③）に関するカテゴリーが中心に議論されている。

なお、レギュレーションDの歴史的基礎に加え、適格投資家の定義は、連邦と他の証券関連法においても重要な役割を果たしている。例えば、「新

規産業活性化法（Jumpstart Our Business Startups Act of 2012. 以下、「JOBS 法」という）は SEC に対し、すべての買い手が適格投資家で、発行者が適格投資家のステイタスを証明する合理的な段階を踏む募集において、一般募集と広告ができるようにルール 506 の修正を求めてきた（詳細は後述）。また、2002 年統一証券法の下においても、例外のモデルとして適格投資家の定義が提供されている。

Ⅲ 適格投資家の定義見直しの経緯

適格機関投資家の定義は 1982 年に創設され、前述のとおり若干改正されたものの大きな見直しは行われてこなかったが、近時、証券関連法の要請により、SEC による見直しが進められている。見直しの要請は、「ドッド＝フランク ウォール・ストリート改革および消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010. 以下、「Dodd-Frank 法」という）と、JOBS 法に基づいている。概要は以下のとおりである。

1. Dodd-Frank 法に基づく要請

Dodd-Frank 法では、SEC とアメリカ会計検査院長に対し、定期的または期限を設定して見直しを要請している。同法 413 条(b)(2)では、SEC は、自然人に適用される適格投資家の定義について、同法成立後 4 年（2014 年 7 月）以降、かつその後少なくとも 4 年毎に、定義全体をレビューし、調整することとなっている。また、同法 415 条では、GAO は、適格投資家への適切な基準および私募への適切な投資適格基準に関する調査を行い、同法成立後 3 年（2013 年 7 月）以内に、その結果を上院銀行・住宅・都市問題委員会と下院金融サービス委員会に提出を要請している。これらの規定により、GAO は 2013 年 7 月に、議会委員会宛の 59 頁に及ぶ詳細な GAO レポートを公表した。同レポートの着目すべき点については後述する。

2. JOBS 法に基づく要請

JOBS 法は、新興成長企業のアメリカ資本市場へのアクセスを改善し、雇用創出を狙うことを主眼とする改革法である。具体的には、新興成長企業が新規上場する際に負担の大きい開示や内部統制監査規制の緩和、いわゆるクラウドファンディングの導入、小規模会社の募集総額 5,000 万ドル未満の募集における登録免除、取引所法の登録義務の株主数基準の引き上げ（名義上の保有者 500 名以上から、2,000 以上または非適格投資家 500 名以上）および私募を活用するための一般的勧誘と広告の解禁が主なものとなっている。最後に挙げた私募の活用では、同法 201 条において、発行者が購入者の適格投資家のステータスを証明する合理的なステップを踏むことを条件とし、証券の購入者が全員適格投資家である場合には、一般的勧誘と広告を解禁する（すなわち勧誘の段階では相手方の属性を問わない）ことを規定し、SEC にルールの見直しを求めている。この見直しは、前述のとおり私募において一般的勧誘と広告を禁止している現行のレギュレーション D のルール 506 を改正することとなり、また、同法 201 条において適格投資家が重要な要素として含まれているため、適格投資家の定義見直しも伴うものとなる。

IV 見直しに向けた GAO と SEC の検討

GAO が 2013 年に適格投資家の資格基準の選択肢に関する GAO レポートを公表したことは既に述べたが、証券関連法により、見直しを要請されている SEC も、2015 年 12 月に 116 頁に及ぶ詳細な SEC レポートを公表した。SEC は同レポートにおいて適格投資家の定義見直し案を提示し、意見募集集中である（2016 年 12 月末時点）。以下、GAO レポートと SEC レポートによる検討状況を確認する。

1. GAO レポート

(1) レポートの目的、範囲および手法¹²⁾

GAO レポートは、(i)適格投資家ステータスに資格付与するための既存の基準と、(ii)財産と他の資格基準の選択肢について、マーケット参加者の意見を調査することを目的としている。GAO は、2006 年以降の適格投資家の基準や、市場参加者による SEC 宛のコメント・レター、適格投資家と私募に関する学術論文をレビューし、また、多数の市場関係者に対してインタビューを行った。市場関係者には、SEC、米国証券業の自主規制機関である金融業規制機構 (Financial Industry Regulatory Authority. 以下、「FINRA」という)、監督官、財務省、商品先物取引委員会、Dodd-Frank 法により設置された消費者金融保護局 (Consumer Financial Protection Bureau)、学界、適格投資家問題に詳しい弁護士、証券市場・投資の専門家、投資家を代表する各種協会 (米国証券業金融市場協会、エンジェル・キャピタル協会、全米ベンチャー・キャピタル協会、投資顧問協会、全米小規模ビジネス協会および投資会社協会) が挙げられている。また、私募取引の経験がある弁護士・適格投資家、あまり経験がない投資家および投資助言者とブローカー・ディーラーにもインタビューを行った。

(2) レポートの結論と提案

GAO は、上記調査の結果、以下の結論が得られたとしている。まず、適格投資家基準の目的は、投資家保護であるが、2010 年の法改正により主たる住居を純資産から除外した他、1980 年代以降、基準が変更されていない。その結果、市場参加者と立法担当者は、適格投資家となり得る数の増加¹³⁾に対し、投資家保護が減じられているとの懸念を持っている。次に、既存の基準について、殆どの市場参加者は、投資家保護と資本形成のバランスのため

12) GAO レポート 31-36p.

13) SEC のレビューによると、1983 年当時の適格投資家の有資格人口割合は 1.8%であった。インフレ調整をしない場合、2013 年は 10.1%に上昇する。SEC レポート 105p.

には純資産基準が最も重要であるとしているものの、他の選択肢も取り得るとした¹⁴⁾。

他の選択的（または追加し得る）基準の具体的なものとしては、以下8案を取り上げた。「流動性投資要請（投資家に売却が容易な流動性投資資産の保有最低金額を要請する）」、「投資額の固定パーセンテージ（単一の非公的証券への投資を純資産または収入の一定割合に制限する）」、「登録投資助言者の要請」、「自ら証明を行う投資家の選定（投資グループのネットワークのメンバー、取締役職務経験または投資経験があることを自己証明する）」、「ライセンスと証明による基準（私募投資に関連する金融リスクの知識を示して規制当局のライセンスを得るか、第三者の承認を得る）」、「投資家洗練テスト（SEC 認定の教育クラスと試験合格）」、「学歴基準（経営または金融の修士以上の学位、証券アナリストまたは相応の資格）」および「オプト・イン規定（発行者側の詐欺がない場合、投資家は賠償請求訴訟の権利を放棄する書面に署名する）」というものである。GAOは、これらの案について、投資家保護の観点における問題の有無や、市場における実現可能性等について、関係者からの意見を取りまとめた。意見は、肯定、否定および条件付きの肯定等、様々なものがあつたが、概ね得られた結果として、最も市場参加者に支持されたのが「投資要請」または「投資助言者の利用」の追加で、この2点については比較的实施可能性があり市場に受け入れられる水準にあると市場参加者が考えている旨を報告している¹⁵⁾。

GAOは上記結論に基づき、SECに対する提案として、投資家保護と資本形成のバランスをとるというゴールを推進するため、私募投資に伴うリスクに対する耐性と理解力を特定するための選択的基準を検討するよう求め、比較的实现可能なものとして、市場参加者が、流動性投資要請の追加もしくは投資助言者の活用を特定していることを挙げている¹⁶⁾。

14) GAO レポート 28-29p.

15) GAO レポート 20-28p.

16) GAO レポート 28-29p.

2. SEC レポート

(1) SEC のスタッフの見解および検討方法

前述のとおり、SEC には Dodd-Frank 法と JOBS 法により、適格投資家の定義見直しが要請されており、SEC レポートはこれに応えるものである。SEC のスタッフとしても、1982 年以降、詳細な再検証を実施しておらず、インフレの影響による資格の拡大、情報利便性の向上によるコミュニケーションの変化等による投資環境の変化および金融商品のイノベーションによる投資機会の拡張と金融市場の複雑化を鑑みるに、1982 年に定義された財産基準は、もはや投資家保護に最も効果的なものとはなっていないとの見解を示している¹⁷⁾。

SEC のスタッフは、適格投資家の定義見直しに際して、適格投資家の定義に関する経緯のレビュー、検討の参考として投資家保護が不要な自然人を特定する他の規制アプローチ¹⁸⁾の参照、現行の定義とそれに寄せられている評価および修正の必要性とその手段の考察等による検討を行った。その結

17) SEC レポート 5p.

18) SEC レポートによれば、米国の証券関連法には、適格投資家と類似する自然人の登録等の適用除外としては、主に表 1 (SEC レポート 22p.) があり、また、海外の収入・純資産基準アプローチとして、表 2 (SEC レポート 35p.) がある。

表 1

基準	自然人の財産基準	規制目的
適格投資家 (証券法 Rule 501 (a))	収入 20 万ドル	適格投資家に対する証券法の募集と販売のための登録からの除外
	合算収入 30 万ドル	
	主たる住居の価値を除いた純資産 100 万ドル	
適格 (Qualified Client) 顧客 (投資顧問法 Rule 205-3)	投資助言管理として資産 100 万ドル	投資顧問法の顧客に課するパフォーマンス・フィーの禁止からの除外
	主たる住居の価値を除いた純資産 200 万ドル	
	5 年毎のインフレ調整	
適格購入者 (Qualified Purchaser) (投資会社法 Section 2(a)(51)(A))	投資額 500 万ドル	投資会社法の適格購入者に対する販売登録の除外

果、SEC のスタッフは、SEC に対する、次の勧告を取りまとめるに至った。

(2) SEC レポートの勧告

ア. 勧告の骨子

SEC のスタッフが取りまとめた SEC に対する勧告の骨子は、以下のとおりである。第一に、自然人に要求する財産制限と、団体に適用するリストに基づくアプローチの見直しである。自然人の財産制限については、以下のアプローチを検討対象として提示している。「投資制限を条件付け、直近の収入と純資産の制限は残す」、「投資制限を条件づけないが、新たに追加的なインフレーション調整した収入と純資産の制限を創設する」、「将来に渡り全ての財産基準をインフレーション調整する」、「適格投資家としての資格取得を目的として婚姻同等で蓄財（pool）した財産を認める」の4点である。団体については、リスト列挙ではなく、「500万ドルの資産テストを500万ドルの投資テストに差し替え、特定の団体から全団体を含む定義に修正する」ア

適格投資家 (Qualified Investor) (取引所法 3(a)(54))	資産担保証券とローン参加 100万ドル	特定の証券を適格投資家に販売する銀行のブローカー・ディーラー登録の除外
	他の投資 2500万ドル	
適格契約参加者 (Eligible Contract Participant)	投資額 1000万ドル	適格契約参加者に特定のデリバティブとスワップ取引契約を認める
	ヘッジしている投資額 500万ドル	

表 2

法域	収入	米ドル相当	純財産	米ドル相当
オーストラリア	25万豪ドル	179,598	250万豪ドル純資産	1,800,000
カナダ	20万カナダドル, 合算 30万カナダドル	149,622	500万カナダドル純資産, 100万金融資産	3,740,000 748,111
EU	なし	なし	50万ユーロ	529,151
イスラエル	なし	なし	1200万シェケル	3,090,000
シンガポール	30万シンガポールドル	212,307	200万シンガポールドル 個人純資産	1,420,000
英国	10万ポンド	150,390	25万ポンド純資産	375,974

アプローチを提示している¹⁹⁾。

第二に、SEC のスタッフは、SEC に対し、自然人について、他の洗練 (sophistication) の基準に基づき、適格投資家と認める定義に修正すべきであると勧告している。収入と純資産以外の基準に基づくアプローチとしては、「A. 最低投資額のある個人を認める」、「B. 特定の専門的資格を持つ個人を認める」、「C. 適用除外募集に投資経験のある個人を認める」、「D. プライベート・ファンドの従業員で知識がある場合、そのファンドに投資する適格投資家として認める」、「E. 適格投資家として資格を与えられる投資家試験に合格した個人を認める」5つを提示している²⁰⁾。

以下、上述の「自然人に要求する財産制限と団体に適用するリストに基づくアプローチの見直し」と、「自然人についての他の洗練 (sophistication) の基準アプローチの導入」について、その概要を記述する。

イ. 自然人に要求する財産制限と団体に適用するリストに基づくアプローチの見直し

① 自然人の財産基準のインフレーション調整と投資制限の追加²¹⁾

SEC のスタッフは、インフレーション調整として、収入基準を 20 万ドルから 50 万ドル (配偶者合算では 30 万ドルから 75 万ドル)、純資産基準を 100 万ドルから 250 万ドルの引き上げを提案している。また、投資損失に耐えられない個人の保護が可能であるとして、投資制限の追加、例えば 12 か月の間は、発行体毎に前年年収または純資産の 10% までとすることを提案している。

② 団体の列挙廃止と純資産から投資額テストへの変更²²⁾

現行の適格投資家としての団体の定義では、純資産 500 万ドル超の団体が列挙されている。SEC のスタッフは、この定義について、有限責任会社等

19) SEC レポート 7p.

20) SEC レポート 7-8p.

21) SEC レポート 90-92p.

22) SEC レポート 92-93p.

の特定の事業法人、労働組合、社会事業、政府財産ファンド、529プラン（学資貯蓄制度）といった団体が含まれておらず不透明であること、また、現行の資産テストよりも、十分な金融と事業に関する知識の有無の確認には、投資額による投資テストの方が意味のある基準であるとして、銀行や保険会社といった規制業種の法人は別として、「500万ドル超の投資があるすべての団体に適格投資家の資格を認可する」ことを提案している。

ウ。自然人についての他の洗練（sophistication）の基準アプローチの導入²³⁾

SECのスタッフは、自然人に適用される現行基準は財産基準のみであり、金融についての洗練と投資損失耐性または自衛能力の属性を備えているかは期待できない一方で、金融について洗練されている投資家を適格投資家として評価することは合理的である²⁴⁾としている。

洗練基準としては、前述のとおり、GAOとSECの両レポートにおいて複数の選択肢が検討されている。SECのスタッフは前述の5つのアプローチである「A. 最低投資額のある個人を認める」、「B. 特定の専門的資格を持つ個人を認める」、「C. 適用除外募集に投資経験のある個人を認める」、「D. プライベート・ファンドの従業員で知識がある場合、そのファンドに投資する適格投資家として認める」、「E. 適格投資家として資格を与えられる投資家試験に合格した個人を認める」について、以下のとおり夫々具体的な案を検討しており、着目される。

A. 最低投資額のある個人を認める

投資額は投資額、収入または純資産よりも、より意味のある個人の金融と投資市場の経験を測定し得るものであり、評価者・市場参加者からも、投資テストの内容には異なる見方があるものの、導入についての支持は表明されている。「投資」の定義はルール 2a51-1 (b)に基づいて証券法に一貫してお

23) SEC レポート 93-96p.

24) 一例として、非常に富裕な投資家が、金融的な洗練が欠如しているにも関わらず、リスクをとるポジションをとり得る一方で、富裕ではないが非常によく情報を得ている投資家が、よく理解しているリスクをとるポジションをとり得ることを挙げている。SEC レポート 94p.

り、予測可能なフレームワークを提供できる。

B. 特定の専門資格を持つ個人を認める

特定の専門資格による定義の拡張は、洗練の客観的指標と認められる。例えば、シリーズ7試験、シリーズ65試験もしくはシリーズ82試験²⁵⁾に合格した個人を定義に含めるような、適格投資家に新たなカテゴリーの追加を検討することができる。

C. 適用除外募集に投資経験のある個人を認める

投資経験やデューデリジェンス・投資条件の交渉および評価決定策定の経験を持つ個人は、内在的なリスクを含め、プライベート資本市場について進んだ知識を持っていると推定できる。近時、エンジェル投資家は平均的に10の募集に投資していることから、10以上の発行者による10のプライベート証券募集に投資した個人は、あらたなカテゴリーとして適格投資家の定義に追加を検討することができる。この場合、証券法4条もしくはルール506による私募の投資経験とする。

D. プライベート・ファンドの従業員で知識がある場合、そのファンドに投資する適格投資家として認める

プライベート・ファンドの従業員で知識がある場合は、勤務先のファンドに投資するかを決定するに際し、投資経験を持ち、必要な情報に十分アクセスできるので、自衛力がある個人の特定カテゴリーとして認容することができる。投資会社法ルール3c-5に定義された「カバーされた会社」の「知識のある従業員」を、適格投資家の定義にあらたなカテゴリーとして追加できる。

E. 適格投資家として資格を与えられる投資家試験に合格した個人を認める

適格投資家として、金融に対する洗練性があり、非登録募集の特徴とリスクを理解していることを客観的に表現できる個人を合格させる適格投資家試

25) 米国の証券外務員試験で、FINRAが主催している。シリーズ7試験は証券外務員の入門レベル、シリーズ65試験は投資顧問業 (investment adviser representatives)、シリーズ82試験は私募証券外務員のための資格試験である。

験を創設するアプローチである。このアプローチは、金融的に洗練した個人に、資産、教育的バックグラウンドもしくは専門的な経験に関係なく、適格投資家の資格を付与できる。また、適格投資家試験の合格証明は、発行者のコンプライアンスの負担を減らし得る。適格投資家試験には、FINRA のシリーズ 7 試験とシリーズ 82 試験の一部がこれらの分野をカバーしており、適格投資家試験のためのモデルと考えられる。

V SEC レポートに対する意見

前述のとおり、SEC は、SEC レポートをパブリック・コメントに付しており、市場関係者等から寄せられた意見書は、SEC の Web サイトにおいて公表されている²⁶⁾。その中でも、北米証券行政官協会（North American Securities Administrators Association, Inc. 以下、「NASAA」という）と公共投資家仲裁弁護士協会（Public Investors Arbitration Bar Association. 以下、「PIABA」という）の意見書は、具体的かつ詳細な分析および提案で、示唆に富むものとなっている。以下では、SEC レポートに対する NASAA と PIABA 意見書を概観する。

1. NASAA 意見

投資家保護のための最も古い国際組織 NASAA は、全米 50 州、カナダ、コロンビア、メキシコ、プエルトリコおよび米国領バージン諸島における証券監督者からなる団体である。同団体は「一般投資家の保護と効率的市場形成に責任を持つ証券局の声」であることを自称しており、SEC レポートに対し、8 頁に渡る詳細な意見書を寄せている。NASAA の意見書は、① SEC のスタッフの勧告に対する NASAA の意見と、② SEC のスタッフの勧告以外に必要と考えられる届出規制の追加を勧告している。投資家の詐欺被害に精通し、実際に規制・監督を行う立場にある NASAA の意見と勧告は、現

26) <https://www.sec.gov/comments/4-692/4-692.shtml>

実的で効果が見込まれるものであり、参考になるものと考えられる。以下、概説する。

(1) SEC のスタッフの勧告に対する NASAA 意見

NASAA は、SEC のスタッフの一連の勧告に対し、それぞれ支持または条件付きで支持できるものと、投資家を害し得るため支持できないものがあることを表明し、詳細な意見を付している。NASAA の意見を SEC の勧告に対応させた概要は、以下表 3 のとおりである。

表 3

SEC のスタッフの勧告		NASAA 意見	
自然人に関する財産制限			
	所得・純資産基準額のインフレ調整	支持	インフレにより適格投資家の有資格範囲が劇的に増加し、投資家保護に反している。インフレの 4 年毎調整を強く支持。
自然人に関する洗練基準の導入			
A.	最低投資額制限	支持	現行の財産基準維持は条件とする。将来のインフレ調整も必要。
B.	特定の専門的資格	条件付支持	財産以外の洗練基準は支持するが、経済的リスクの耐性能力には不適。資格はシリーズ 7・65・66 試験が適する ²⁷⁾ 。
C.	適用除外募集の投資経験	非支持	当該経験による洗練性の客観的評価は困難。規制当局・募集者の確認は困難。
D.	PF の知識ある従業員	非支持	適合性問題が起き、確認は困難。
E.	適格投資家資格試験	条件付支持	洗練性には専門的経験（専門的な称号または相当分野の最低 5 年の経験）も要請すべきであり、試験合格のみは不可（試験合格と商品知識は同等ではない）。新たな試験の創設は実効性困難であり、既存の試験であるシリーズ 7・65・66 試験、公認フィナンシャル・プランナー、公認証券アナリストに限定（法学博士・州司法試験・法務博士は、登録による投資家保護を不要とすべきではなく、不可）。

27) シリーズ 7・65 試験は前掲・注(25)参照。シリーズ 66 試験は、証券外務員と投資顧問業双方の資格試験。

団体に関するアプローチ		
資産テストから投資テストへの差し替え	支持	投資テストは単なる資産・収入より洗練基準に適する。団体テストとして好ましい。
リスト列挙の廃止（全団体に適用）	非支持	一覧できる規定とする。特定しない場合、個人の最低基準逃れの資産集めに利用される懸念あり。

小括すると NASAA は、自然人の洗練基準の導入を支持しつつも、その内容については試験の合格だけでは不十分であり経験も要請されること、試験は証券業のプロフェッショナルに要請されているものに限定すべきであること、適用除外募集およびプライベート・ファンド会社勤務の経験は確認困難により機能しないことを指摘する等、慎重な評価をしている。また、洗練基準は、投資の失敗による経済的リスク耐性力とは別であり、財産基準も必要であるとのスタンスを取っている。団体については、資産ありきではなく、500万ドルまで投資を積み上げたことによる財産基準で洗練性を認め、また、団体列挙方式により脱法防止を図るものである。以上の NASAA の意見による適格投資家の基準は、投資家保護と適合性の問題を念頭におき、詐欺被害を回避するためかなり有効なアプローチを示唆していると思われる。

(2) SEC のスタッフの勧告以外に必要と考えられる届出規制の追加

NASAA は、(1)の意見に加え、SEC のスタッフの勧告にはない、レギュレーション D とルール 506 に、「A. Form D の事前届出」と「B. 募集終了後の修正届出」を要請し、「C. 届出要請に従わない場合にペナルティを課す」届出規制の追加を勧告している。NASAA は、この追加によって、より良い投資家保護が図られ、SEC と州の証券監督当局に追加の情報が得られるとしている。以下、概要を記す。

A. Form D の事前届出

現行規定では、Form D を募集後 15 日以内に SEC に届出ることとなっているところ、NASAA は Form D を事前に届出る要請を提案している。レ

ギューレーション D では、私募において SEC への登録を適用除外できる場合として、①買手が非適格投資家であっても、発行者が買手は洗練されていると合理的に信じており、35 名以内（ルール 506(b)）または②全買手が適格投資家（ルール 506(c)）であることを条件としている。売却に先立つフォーム D の事前届出によって、州証券規制当局は投資家に対し、「投資する前によく知ろう」と推奨すること、投資家が地域の州規制当局に連絡を取った際にタイムリーに妥当な情報を指摘することができ、有益である。州規制当局は、潜在的な詐欺募集を示す「赤い旗」を見つけることも可能となる。

B. 募集終了後の修正届出

売却データについて募集後終了後に修正が届出られることにより、SEC と州証券規制当局は、ルール 506 による私募の募集状況および投資家について追跡することができる。これにより、SEC は、適格投資家の定義の潜在的な将来の拡張、繰り返すべき手続き及びレギュレーション D の利用に関する重要な情報を得られる。

なお、この修正届出は、SEC には EDGAR を、45 州 / 法域では NASAA の電子届出受託 (EFD) システムを通じて簡単に行うことができるので、発行者に要請される努力は多少で済む。

C. 届出要請に従わない場合のペナルティ

事前届出および募集終了後の修正届出は、強制すべきであり、発行者にインセンティブを持たせる必要がある。NASAA は、ペナルティとして、ルール 506 の除外の利用を 1 年間禁止することが適当と考える。

2. PIABA 意見

PIABA は、証券仲裁において投資家に代理人を委託された弁護士による協会で、500 人以上のメンバーから成り、投資家の権利保護に注力をしている。PIABA は、特に、適格投資家の有資格者割合が、この 30 年間で 5 倍以上に増加したことを懸念しており、全般として SEC のスタッフの勧告に支持を表明しつつ ((1)財産制限額増額を支持)、NASAA 同様、懸念すべき

点も指摘（(2)(1)に一定の洗練基準追加を要請，(3)適合性原則回避の禁止）している。証券詐欺の仲裁事案において，被害者の投資家側に立つ法律専門家の意見も，NASAA の意見同様，参考になるものと考えられる。以下，概説する。

(1) 財産制限額増額を支持

PIABA によると，現行の財産制限により適格投資家資となり得る投資家の多くは，レギュレーション D による募集のリスクは取り得ないとされている。多くの投資家がそそのかされて大きな損失を被り，退職後の生活が困難になっていることを指摘している。

また，それ以上に重要なこととして，現行の適格投資家基準により比較的大きな層が形成されているため，詐欺的スキームに魅力的なツールとして機能していることを挙げている。最近 5～10 年間のレギュレーション D の一連の投資はポンツイ・スキーム以外の何物でもないという見方もあり，詐欺的募集から投資家を保護するため，適格投資家の財産制限の見直しと数年毎のインフレーション調整を支持する旨の意見を表明している。

(2) (1)に一定の洗練基準追加を要請

PIABA は，純資産または収入基準に見合う投資家であっても，投資リスクを十分に評価できない可能性があるため，リスクを測定できるのに十分な一定の洗練基準（専門性または事前の投資経験）を追加すべきと主張している。一方，私募投資の投機的な特徴から，当該投資に内在するリスクに対応できる財産は必要であり，洗練基準によって収入または純資産基準を差し替えることはできないとする。

(3) 適合性原則回避の禁止

PIABA は，SEC に対し，顧客資産管理を行うブローカー等に，適格投資家の定義は，顧客にふさわしい推奨を行わなければならないという義務との差し替えにならないことを明確にすることを要請している。よくあることだが，助言者が適合性基準と適格投資家基準を合成してはならず，純資産が 250 万ドルあっても投資に適しているとは限らないため，SEC による一般投

資家の保護は必要である、としている。

以上、小括すれば、現行の自然人の財産制限基準にインフレーション調整を行い、洗練基準を追加の上、適合性原則も引き続き適用すべきことを主張するもので、NASAA ほど詳細な具体的提案ではないが、NASAA の意見と一致している。レギュレーション D の現行規定による適格投資家層の拡大が証券詐欺に活用される帰結を招いているとの指摘と、適合性原則の強調は、特に注目すべきであろう。

Ⅶ 我が国のプロ向けファンド制度における投資家の属性要件についての若干の考察

米国の私募における「適格投資家」に関する規制と見直し議論は前述のとおりである。我が国におけるプロ向けファンド制度においては、平成 27 年金商法改正により、機関投資家以外の投資者（法人および自然人）に属性要件が追加されており、米国の「適格投資家」の位置づけはこれに類似するところがある。以下では、特に自然人に追加された属性要件を概観し、米国の「適格投資家」の定義および見直し議論を踏まえての若干の考察を行うこととしたい。

1. 我が国のプロ向けファンド制度における投資者（自然人）の属性要件

前述のとおり、我が国のプロ向けファンド制度では、一般投資家に及んだ被害の再発を防止すべく、適格機関投資家等特例業務に投資可能な適格機関投資家以外の投資者について、平成 27 年金商法改正により、人数要件に属性要件が追加された。自然人の属性要件は、①特例業務の届出者と密接に関連する者（具体的には、当該特例業者・その親会社または子会社・運用委託先・投資助言者と、それらの役員・使用人およびそれらの 3 親等内親族）と、②投資判断能力を有する一定の者（金融商品取引業者等に有価証券取引又はデリバティブ取引を行うための口座を開設した日から起算して 1 年を経過し、投資性金融資産の合計額が 1 億円以上と見込まれる個人）の 2 点であ

る（金融商品取引法施行令（以下、「施行令」という）17条の12第1項および金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、「金商業等府令」という）233条の2）。

ただし、ベンチャー・ファンドについては、成長資金を供給するなどの役割があることや、米国等においても別途の扱いがなされている例があることを踏まえ²⁸⁾、ベンチャー・キャピタル・ファンド（非上場株式を主たる投資対象とするファンドで、相応のガバナンス等の体制が整備されていることを前提とする²⁹⁾）の場合に、投資者の範囲を拡張する特例が設けられた。投資者の知識及び経験を有する者を投資者として追加するもので（施行令17条の12第2項各号および金商業等府令233条の4各項）、具体的には、「上場会社又は法人（純資産又は資本金5,000万円以上）かつ有価証券報告書提出会社の役員・元役員」、 「組合、匿名組合、有限責任事業組合又は外国の組合等の業務執行組合員・元業務執行組合員（投資性金融資産1億円以上）」、 「会社の役員・従業員（特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができない者に限る）・コンサルタント等として、会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、経営戦略の作成、企業財務、投資業務、株主総会若しくは取締役会の運営、買収又は株式の上場等に関する実務に、1年以上従事し、最後に従事した日から勧誘の相手方となる日までの期間が5年以内である者」、 「勧誘の相手方となる日より5年以内に提出された有価証券届出書又は有価証券報告書において上位50名又は上位10名までの所有株主として記載されている者」が規定された（金商業等府令233条の3各号）。

28) WG 報告書7頁。

29) 具体的には、(i)投資事業有限責任組合モデルに準じるガバナンスの確保、(ii)ファンド契約書類の提出、(iii)総会開催・決算情報の（投資家への）開示、(iv)(プロ以外から出資を受けるファンドの財務諸表に関して)財務諸表の公認会計士・監査法人による会計監査の実施と公認会計士名等の公表が求められている。

2. 米国の「適格投資家」の定義および見直し議論を踏まえての若干の考察
米国の自然人としての「適格投資家」の現行の定義としては、①ファンドの関係者（内部者）と、財産制限として②富裕者（住居を除いた純資産100万ドル）および③高額所得者（20万ドルまたは配偶者合算で30万ドル超）が規定されている。見直し議論では洗練基準を導入することが検討されており、その際の要件は、最低投資額制限、特定の専門的資格、投資経験、知識および適格投資家資格試験等が提案されている。

上記の米国の「適格投資家」の現行の定義と比較した場合、我が国のプロ向けファンド制度において追加された自然人の投資者の属性要件は、米国の自然人としての「適格投資家」の上記定義①と②に類似するものとして、①特例業務の届出者と密接に関連する者と②証券口座開設1年以上で投資性金融資産1億円以上見込みの者が相当し、③は想定されていない。米国よりも我が国の投資者の範囲は狭く規制されているといえる。

一方、ベンチャー・キャピタル・ファンドの特例では、相応の体制整備が前提とはされているが、上場企業の役員や、新規事業の立ち上げの実務経験がある役職員であれば、投資者となることが可能とされている。これらは、米国の見直し議論において導入が提案されている洗練基準に類似するものと考えられる。SECのスタッフが提示した洗練基準は、5つのカテゴリー（「A. 最低投資額のある個人を認める」、「B. 特定の専門的資格を持つ個人を認める」、「C. 適用除外募集に投資経験のある個人を認める」、「D. プライベート・ファンドの従業員で知識がある場合、そのファンドに投資する適格投資家として認める」、「E. 適格投資家として資格を与えられる投資家試験に合格した個人を認める」）に分類され、夫々の基準とし得る根拠や具体的な方策等が比較的詳細かつ明確であるが、NASAAやPIABAからは十分な制限でないとの批判が寄せられていることは前述のとおりである。

我が国のベンチャー・キャピタル・ファンドの特例における自然人の投資者の属性要件は、米国で検討されている洗練基準と比較するとかなり簡便で、投資可能な自然人の範囲が広く、要件として十分であるかが懸念され

る。もっとも、投資家被害の再発防止には、業者規制の程度と実効性による
ところも大きく、平成 27 年金商法改正およびこれに係る政府令等の改正³⁰⁾
では、業者の行為規制・参入要件・情報開示・制裁等監督の大幅な強化が図
られており、届出制を維持しつつも、登録制に近い規制に改められているよ
うである。

我が国のプロ向けファンド制度における投資者の属性要件については、平
成 27 年金商法改正以降の同制度の活用や投資者被害発生の状況等を踏まえ、
また、リスク・キャピタルの供給と一般投資家の資本市場への参入では先行
しているとされる米国においての「適格投資家」の定義見直しも参考にしつ
つ、再検証していくことが求められる。

以上

30) 本政府令等改正を立案担当者が解説するものとして、「平成 27 年改正金融商品
取引法に係る政府令等の改正の概要」金法 2040 号 40 頁以下を参照。