

《論説》

米国の証券私募制度における
適格投資家の定義改正

満 井 美 江

I はじめに

米国では、証券発行に際し、重要な情報を確実に開示させて不実表示や詐欺の抑止を図り、投資家を保護するために、1933 年証券法（Securities Act of 1933. 以下、「証券法」という）5 条により、資本市場の規制当局である証券取引委員会（Securities and Exchange Commission. 以下、「SEC」または「委員会」という）へ登録届出書を提出して証券を登録しなければ、公募を行えないよう規制されている。ただし、少額の募集、一定規模の機関投資家または一定額以上の所得・純資産のある投資家に対する証券募集に際しては、登録が免除される私募制度がある。このような投資家は、適格機関購入者（qualified institutional buyers）や適格投資家（accredited investors）として証券関連法・ルールに定義がある。

適格投資家は、証券法 3 条（b）と 4 条（a）（2）を根拠として 1982 年に創設された私募免除に関するレギュレーション D501（a）に定義されている。創設以降、適格投資家の定義に本格的な改正は行われてこなかったが¹⁾、2020 年 8 月、SEC は実に 38 年振りにルールの改正を決定し、改正ルールとその解説を公表（Amending the “Accredited Investor” Definition（Final rule.）

1) 2011 年、自然人の財産的な制約である保有純資産の算出において、適格投資家の定義導入時には考慮されていなかった主たる居宅の価値を除外する調整的な改正が行われたのみである。

以下、「SEC 最終ルール」という)²⁾するに至った³⁾。

SEC は約 10 年間、慎重に改正内容を検討してその経過を公表し、その都度意見募集を行い、寄せられた意見を踏まえてさらに検討を進めた。これらの内容について、SEC は適宜詳細な公表物を取りまとめて開示している⁴⁾。最終的にルール改正は SEC の 5 名の委員 (commissioner) で決議されたが、全員一致とはならず、委員長を含む 3 名の賛成と 2 名の反対に分かれ、多数決で決定された。各委員は、改正ルールの公表と同時に、各自の改正ルールに対する賛否や今後も検討を要すると考える問題について評価し、意見声明を公表している。今回の改正は、最終段階に至るまで何度も検討が重ねられ、改正公表時においても議論が残るものとなった。

このような一連の SEC の公表物を確認することにより、米国資本市場の規制当局が、登録を免除する私募市場への一般投資家の参加と保護に対して、どのように理解し、対処する方向性にあるのかを知ることができる。本稿では、米国の証券私募市場と適格投資家制度について概説したうえで、ルール改正に至るまでの SEC の適格投資家の定義見直しの経過、改正ルールとそれに対する SEC 委員の評価について、主に SEC の公表物を元に確認し、適宜分析・評価も試みつつ、近時の米国規制当局の動向を把握し、我が国の証券規制を検討するための示唆を得ることとしたい。

2) Release No.33-10824 Aug 26, 2020 Amending the “Accredited Investor” Definition (Final rule.)

3) 日経新聞は 2020 年 9 月、適格投資家の定義見直しと合わせ、2020 年 6 月 3 日に米国労働省が公表したガイダンスによる確定拠出年金の投資要件緩和 (プライベート・エクイティ・ファンドを組み入れ可能とするもの) も紹介し、米国で個人が機関投資家向け金融商品を購入しやすくなったと報じた。また、同記事では、プライベート・ファンドは情報開示が少ないことや、年金基金の資産運用としては流動性が低いことを懸念する米国金融専門家の意見等も掲載している。2020 年 9 月 10 日朝刊 9 面「プロ向け金融商品 米当局、個人投資家に門戸 ヘッジファンドや未公開株」。

4) 適格投資家に関する 2013 ～ 2015 年の SEC およびその他の団体による公表物については、拙稿「米国の証券私募制度における適格投資家の定義見直し」比較法制研究 39 号 (2016) 97 頁以下参照。

II 米国の証券私募市場と適格投資家制度

1 米国の証券私募市場

1. 市場規模

SEC の推計によると、2019 年の米国証券市場では、登録募集による新規の資金調達額が約 1.2 兆ドル（30.8%）であったのに対し、私募市場である登録免除募集を通じた資金調達額は約 2.7 兆ドル（69.2%）であった⁵⁾。1930 年代以降の私募市場は、一時的な金融危機の落ち込みはあるにしろ、総体的に拡大傾向にあり、近年は特に、株式公開コストの上昇や私募市場の規制緩和により、私募市場による資金調達が伸長している⁶⁾。

米国の証券私募市場には、複数の登録免除制度（概要は後述）があり、SEC が集計した 2019 年の主な登録免除制度別の資金調達の概要は表 1 のとおりである。最も調達額が多い登録免除制度はレギュレーション D で、1.5 兆ドルを超えている。内訳としては、ルール 506 (b) が 95.7% を占めており、残りはルール 506 (c) の 660 億ドルとルール 504 の 2 億 2800 万ドルである。レギュレーション D 以外に調達額が多いのは、その他の登録免除募集の 1.2 兆ドルで、SEC によると、そのほとんどはルール 144A による募集である⁷⁾。これらに次ぐのは、レギュレーション A: Tier 2 で、約 10 億ドルと小規模である。すなわち、レギュレーション D506 (b) とルール 144A が、米国の登録免除市場の大部分を占めている登録免除制度ということになる。

5) SEC 最終ルール 5p.

6) 若園智明「米国における資本形成の変遷」証券経済研究所ディスカッション・ペーパー No. 2019-01 (2019) 11 頁。

7) SEC 最終ルール 109p.

表 1：2019 年の登録免除市場における資金調達概要⁸⁾

登録免除制度	2019 年の報告または推計調達額
レギュレーション D のルール 506 (b)	\$1.492billion
レギュレーション D のルール 506 (c)	\$66billion
レギュレーション A : Tier 1	\$0.044billion
レギュレーション A : Tier 2	\$0.998billion
レギュレーション D のルール 504	\$0.228billion
レギュレーション・クラウドファンディング	\$0.062billion
その他の登録免除募集*	\$1.167billion

* ルール 144A とレギュレーション S により特定。

2. 主な登録免除制度の概要

米国の登録免除制度は複数あるが⁹⁾、先に表 1 に示した通り主に利用されているのは、本稿で扱うレギュレーション D、少額募集に限定するレギュレーション A、ウェブサイトを利用して少額の募集ができるレギュレーション・クラウドファンディングと、その他の登録免除制度として適格機関投資家（定義としては適格機関購入者）間に限り転売ができる 144A、オフショア取引のレギュレーション S である。これらの概要は、表 2-1・2 に整理した。

なお、適格投資家の定義改正の影響を受ける制度は、適格投資家をルール内に定義しているレギュレーション D506 (b)・(c)、非適格投資家に投資制約を設けているレギュレーション A Tier 2、適格機関購入者の定義中にレギュレーション D の適格投資家の定義を引用している 144A である。前述のとおり、米国の登録免除市場の大部分はレギュレーション D506 (b) と 144A を利用しているので、適格投資家の定義改正の内容次第で、私募市場

8) SEC 最終ルール 110p.

9) SEC は一般的に利用されている主な免除制度として、10 制度を後掲注 (18) SEC コンセプト・リリース 10~11p. で紹介している。表 2-1 に掲載していない他 4 つの免除制度は、証券法 4 条 (a) (2) (公募を除いた発行者による取引)、同法 3 条 (a) (11) (投資家を州居住者に限定し、転売は州居住者に限定)、ルール 147 (投資家を州居住者に限定し、州外への転売を 6 か月間禁止)、ルール 147 A (州居住者に購入・転売を限定) の 4 制度である。なお、州居住者に投資家・取引を限定する 3 制度では、州により募集金額について、12 か月以内に 1 ~ 5 百万ドルの上限がある。

に影響が及ぶことになる。

表 2-1：主な登録免除制度

制度	12 か月内の 募集限度額	投資家の要件	転売 制限	州の登録等 義務
レギュレーション D ルール 506 (b)	なし	適格投資家は制限なし・洗練性を有するが非適格投資家である者は 35 まで*	あり	あり
レギュレーション D ルール 506 (c)	なし	適格投資家は制限なし・発行者は全購入者が適格投資家であることを立証する合理的なステップを採らなければならない	あり	あり
レギュレーション A Tier 1	20 百万ドル	なし	なし	なし
レギュレーション A Tier 2	50 百万ドル	証券が上場しない場合、非適格投資家は年取と純資産による投資制約あり	なし	あり
レギュレーション D ルール 504	5 百万ドル	なし	あり	なし
レギュレーション・ クラウドファンディング	1.07 百万ドル	年取と純資産による投資制約あり	12 か 月	あり

* 当該投資家が洗練性を有することについては、発行体が合理的に信じていることが必要とされる (Mark v. FSC Securities Corp., 870 F.2d 331 (6th Cir. 1989))

表 2-2：その他の登録免除募集制度

制度	対象投資家	概要
ルール 144A ¹⁰⁾	適格機関購入者	転売を適格機関購入者間限りとして、登録を免除
レギュレーション S	オフショア市場参加者	証券の売却をオフショアで行い、「米国に向けた販売努力」を行わないこととして、登録を免除

3. レギュレーション D を利用した私募市場の特徴

SEC は、私募市場で最も資金調達額が多い登録免除募集制度であるレギュ

10) プロ投資家を念頭に置いた 1990 年制定の私募証券市場の取引規制で、登録免除証券の募集において一般的な勧誘や広告を可能とするが、売付は適格機関購入者のみに制約するもの。募集時にインターネット利用が可能となり、資金調達の促進が期待できる。

レーション D に関し、さらに 2009 年から 2019 年の期間中の投資家の参加状況について、表 3 を公表している¹¹⁾。

表 3 レギュレーション D における投資家の参加：2009-2019 年

	投資家の 総数*	1 募集当 たりの投資家 数平均	1 募集当 たりの投資家 数中央値	非適格投資 家を含む 募集の割合	非適格投 資家を受け 入れる 募集の割合
ヘッジ・ファンド	28,875	16	2	3%	7%
プライベート・ エクイティ・ファンド	28,062	17	2	2%	3%
ベンチャー・ キャピタル・ファンド	11,809	15	4	0%	1%
その他の投資ファンド	38,445	22	5	2%	4%
金融サービス	18,450	15	4	7%	12%
不動産 (REITs)	73,082	26	8	6%	14%
非金融業発行者	107,192	10	4	5%	9%
総ての募集	305,915	14	4	4%	8%

*年換算

表 3 と、先に示した表 1 の 2019 年の登録免除市場における資金調達の概要とを照らし合わせると、レギュレーション D を利用した私募市場には、次の特徴が推測される。表 3 によれば、レギュレーション D の募集に応じている投資家総数は 30 万余りである。2019 年の総資金調達額は約 1 兆 5580 億ドルなので、単純計算ではあるが、これを表 3 に示されている投資家総数で除すると、1 投資家当たりの投資額は約 5 百万ドル余りとなり、各投資家が 1 回の募集に投じる額は、ある程度まとまった相当の額であることが想定される。1 募集当たりの投資家数の平均・中央値数は 10 ～ 26 ・ 2 ～ 8 であることから、少数の適格投資家から相当額を資金調達している可能性がある。なお、ルール 506 (b) では、35 まで非適格投資家を含めることができるが、

11) SEC 最終ルール 104p.

これを含む募集の割合は7%以下であるので、非適格投資家の参加は限定的であろう。

小括するに、近年の米国の私募市場においては公開市場を上回る額の資金調達が行われており、募集額および適格投資家であれば投資家数に制約がないレギュレーション D（特に 506 (b)）の登録免除制度が中心に利用され、少数の適格投資家が相当額の投資を行っている特徴があるといえそうである。

2 適格投資家制度

1. 米国の証券私募制度における適格投資家の創設

米国では証券発行に際して、重要情報の確実な開示を強制し、不実表示や詐欺を抑止して投資家保護を図っており、証券法5条により、SEC への登録届出書の提出により証券を登録しなければ、公募を行えないよう規制されている。他方で、SEC への登録による規制の保護がなくとも投資リスクに耐える自衛能力を備えた投資家を適格投資家として定義し、この投資家に対する募集では、前述のとおりレギュレーション A・D やルール 144A の一定の制約内において、登録せずに証券の私募勧誘・転売を行うことが可能となっている。

適格投資家とは、法人や団体（以下、「実体」という）・自然人等が、証券関係法令が定める金融業者に該当する場合や、一定の所得・財産等の制約をクリアした場合に私募市場へ参加できる資格で、1980 年中小企業投資奨励法（The Small Business Investment Incentive Act of 1980）に基づき制定されたレギュレーション D（1982 年施行）に定義が設けられた。適格投資家の定義について SEC は、歴史的に「証券法の登録手続きによる保護を不要にするこ

とのできる、金融的な洗練性と投資損失リスクへの耐性または自衛の能力が

ある人々を定義に含めることを意図している」と説明している¹²⁾。

定義の詳細は次に記述するが、改正ルール前の定義は自然人について、一定の所得または純資産の基準に合致しない場合、金融について知識や経験（金融的な洗練性）があったとしても、広く多岐にわたる私募市場への投資に参加する機会を制限するものである。ただしこの例外として、証券発行会社の役員等は定義に含まれており、全面的に排除されているものではない。SECは「適格投資家の定義目的に照らし、資産のみを金融的な洗練性の立証手段としなければならないとは考えていない」としている¹³⁾。

2. 適格投資家の定義

（１）レギュレーション D のルール 501 (a) による定義

米国の証券規制では、投資家保護を不要とする自然人を財産基準で定義し、該当する個人投資家に対する募集・販売の登録を免除したり、デリバティブ取引を認めたりする制度が複数あり¹⁴⁾、レギュレーション D のルール 501(a) が定義する適格投資家もその一つである。

改正ルール前のレギュレーション D のルール 501 (a) が定義する適格投資家は、次の 8 つのカテゴリーで、①機関投資家（証券関係法令に定めのある銀行、貯蓄貸付組合、ブローカー・ディーラー、保険会社、投資会社、ベンチャー企業、小規模投資会社、純資産 5 百万ドル超の従業員福利厚生プラン、純資産 5 百万ドル超または銀行等や適格投資家が運用する年金基金）、②投資顧問法（Investment Advisory Act of 1940）に定める非公開のベンチャー企業、③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 5 百万ドル超の大規模団体（非課税組織、会社、事業トラスト、パートナーシップ）、④証券発行者の内部者（募集または販売証券の発行者の取締役、上級役員またはジェネラル・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 1 百万ドル超を保有する自然人）、⑥高額所得者（直近 2 年連続

12) SEC 最終ルール 6 p.

13) SEC 最終ルール 6p.

14) 後掲注（17）SEC レポート 22 p、拙稿・前掲注（4）108~109 頁。

で20万ドル超または配偶者合算で30万ドル超の個人所得があり、同水準の所得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(sophisticated person)が証券購入の指図を行う信託)、⑧適格投資家が所有する実体(entity)(全株式を適格投資家が所有)である。

(2) レギュレーション D のルール 501 (a) の特定アプローチ

レギュレーション D のルール 501 (a) が定義する8つのカテゴリーは、SEC への登録による投資家保護を不要とする投資家を特定するための2つのアプローチいずれかに分けることができる。一つは専門的な知識・経験を備えている法人等と自然人を特定するアプローチで、上記の①・⑧(機関投資家・適格投資家の所有する実体)・②(投資顧問法上の非公開ベンチャー企業)と④(証券発行者の役員)、もう一つは相応の財産を保有している法人等と自然人を特定するアプローチで、③・⑦(純資産500万ドル超の大規模団体・信託)と⑤・⑥(100万ドル超の純資産保有・20万ドル(配偶者合算では30万ドル)超の所得のある自然人)である。すなわち現行制度において SEC は、金融的な洗練性が相応の財産保有があれば、登録による投資家保護を不要とするアプローチを採用していると解される。

これらの特定アプローチは投資家保護として十分に機能するであろうか。前者のアプローチは、金融的な洗練性のある投資家であれば私募市場・証券投資のリスクを判断することが期待できるので、客観的な金融的洗練性基準の充足により、登録による投資家保護を不要とすることには一定の合理性があると評価できるであろう。一方、後者のアプローチである相応の財産保有によって保護を不要とできるかは、必ずしも自明ではない。

SEC の理解としては、「現行の自然人の財産基準は、金融的な洗練性と、投資損失への耐性、または自衛能力の代用として有用である」との説明がスタッフによって示されている¹⁵⁾。後段の「財産基準により相当の財産を保有している投資家であれば、多少の投資損失には耐性または自衛能力がある」と

15) 後掲注(17) SEC レポート 93p.

する考え方は、例えば一定額または財産額の一定割合までに投資額を制限する等により、自然人が投資の失敗により致命的なダメージ受けることは回避できるので、妥当なアプローチとして評価し得る。しかし、前段の「財産基準により相当の財産を保有している投資家であれば、金融的な洗練性も備えている」という考え方は、当然の帰結とは評価できず、議論の余地があろう。

Ⅲ 適格投資家の定義見直しの経過

1 見直しの契機と定義改正までの経緯

1. 2つの見直し契機（2010年・2012年）

SECによる適格投資家の定義見直しの契機となったのは、投資家保護と新興企業促進を目的とする関連法の創設である。1990年代以降、米国は、資本市場における不祥事や金融危機、中小企業・新興企業の資金調達促進、技術革新等に対応するため、法改正や新たな規制を創設しているが¹⁶⁾、適格機関投資家の定義に関連するのは次の2つである。一つは、2007～2008年に発生した金融危機の教訓から、米国議会が金融システムを改革するため、2010年に制定したドッド＝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）である。もう一つは、2012年、中小企業の資本調達の促進を目的に制定された新興企業促進法（Jumpstart Our Business Startups Act of 2012. 以下、「JOBS 法」という）である。これら2法の制定後、SECは適格投資家の定義見直し検討に着手することとなった。

16) 近年の米国の私募市場と投資者保護制度に関する日本語の文献として、若園・前掲注(6)、淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資者保護」野村資本市場クォーターリー 2013年秋号 85頁以下参照。

2. SEC の検討状況公表（2015 年・2019 年）

Dodd-Frank 法 413 条 (b) では、投資家保護を強化する措置のひとつとして、自然人に適用する適格投資家の定義のレビューと調整を定めている。これに従い、SEC は定義見直しに着手し、2015 年 12 月 18 日、適格投資家の定義をどのようなアプローチで改正するかを SEC のスタッフが検討し、取り纏めて SEC に勧告する報告書「Report of the Definition of “Accredited Investor”」¹⁷⁾（以下、「SEC レポート」という）を公表した。SEC レポートにはスタッフが勧告する具体的なアプローチ（内容は後述。以下、「スタッフ勧告」という）が提示され、意見募集が行われた。この SEC レポートは 118 頁に渡る大部の詳細な検討・報告書で、スタッフ勧告は以降の検討の叩き台となっている。

JOBS 法に基づく検討としては、SEC は発行者と投資家の利便性を向上させることを目的として、登録免除募集制度に種々の改正を検討するために 2019 年 6 月 18 日に公表した「“Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions”」¹⁸⁾（以下、「SEC コンセプト・リリース」という）が関連している。SEC コンセプト・リリースは、適格投資家の定義見直しも対象としており、SEC は 2015 年のスタッフ勧告に対して寄せられた意見を踏まえて再度、定義見直しの論点を整理・取り纏め、2019 年 9 月 24 日を期限に意見を募集した¹⁹⁾。

3. 改正ルール決定までの経緯（2019～2020 年）

SEC は、SEC コンセプト・リリースの意見募集に寄せられた意見を踏まえてさらに、スタッフ勧告のアプローチをベースに検討を進め、最終的な改正ルールを固めるべく、2019 年 12 月 18 日に改正ルールを提案する文書（以下、

17) Release No.2015-284 Dec 18, 2015 SEC Issues Staff Report on Accredited Investor Definition. 内容に関する日本語の文献として、拙稿・前掲注(4)。

18) Release No.33-10649 June 18, 2019 Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions

19) SEC コンセプト・リリース 54-60p

「SEC 提案ルール」という)²⁰⁾を公表し、2020年3月16日を期限として意見募集を行った。

その後 SEC の5名の委員は、一連の検討・意見を踏まえて定義を改正するルール（以下、「改正ルール」という）を決議し、2020年8月26日、改正ルールとその解説の文書である SEC 最終ルールを公表するに至る。

2 スタッフ勧告と同勧告に寄せられた意見

(2019年6月：SEC コンセプト・リリース)

1. スタッフ勧告に対する反応

SEC の定義見直しの検討過程では、改正アプローチを取り纏めて2015年に公表したスタッフ勧告が検討のベースとなっており、意見募集も同勧告を元に行われている。SEC コンセプト・リリースによると、スタッフ勧告の意見募集に対しては一般から50を超える意見が寄せられ、同勧告に反対する意見は少数あるものの、全般は概ね勧告内容を支持するものであった²¹⁾。

2. スタッフ勧告と同勧告に寄せられた意見の内容

表4は、スタッフ勧告と同勧告に対して寄せられた意見内容を、筆者が SEC コンセプト・リリースの記載²²⁾からまとめたものである。スタッフ勧告のなかで、全てまたはほぼ全面的に意見者から支持された勧告は、①特定の専門家証明保有者・適格投資家試験合格者に適格投資家資格を付与するアプローチ（スタッフ勧告4・11）、②免除募集における投資経験のある個人・私募基金の知識のある従業員に資格を付与するアプローチ（スタッフ勧告

20) Release No.33-10734 Dec 18, 2019 Amending the “Accredited Investor” Definition (Proposing Rule.)

21) SEC コンセプト・リリース 45p.

22) SEC コンセプト・リリース 47-52p.

5・6)、③全ての財産制約に将来に渡るインフレーション調整を定義するアプローチ(スタッフ勧告7)、④定義見直し後も現行の適格投資家に保有証券に限って応募可能とするアプローチ(スタッフ勧告10)である。これら以外には、投資制限や一定の投資額を保有する実体への一律資格付与等のアプローチに対して支持と反対の双方意見が寄せられた。

小括するに、適格投資家を客観的な金融的洗練性の証明または経験・知識のある自然人に拡張すること、財産制約額に将来的なインフレーション調整を導入すること、定義見直しによる現行の適格投資家への影響を限定することについては全面的な支持があり、他は賛否が分かれたということになる。

表4：スタッフ勧告とこれらに対する意見者の主な反応

スタッフ勧告	意見者の主な反応
1. 投資制限を条件として、所得と純資産の現在の制約をそのままとする	現在の制約の継続を支持する意見と、投資制限の追加は懸念すべきという意見がある
2. 投資制限は条件とせず、所得と純資産の制約に新たなインフレーション調整を行う ²³⁾	支持と反対の双方の意見がある
3. 最低投資額のある個人に、適格投資家の資格付与する	支持の少数意見があり、反対意見はない
4. 特定の専門家証明のある個人に、適格投資家の資格を付与する	全ての意見がこの勧告を概ね支持している。その中に、専門的経験や投資制約も含めるべきとする意見がある。また、次の試験合格・資格も含めるべきとの意見がある：シリーズ7・65・66・82 ²⁴⁾ 、公認会計士、公認証券アナリスト、公認経営管理士、登録投資顧問またはその登録外務員、適格教育機関または公認投資管理アナリスト証明を保有するMBA、証券業界におけるブローカー・弁護士または会計士
5. 免除募集における投資経験がある個人に、適格投資家の資格を付与する	ほとんどが支持意見
6. 私募ファンドの知識のある従業員に、当該ファンドに投資する適格投資家の資格を付与する	支持意見のほか、顕著な影響はなさそうであると少数意見がある
7. 全ての財産制約に将来に渡るインフレーション調整を定義する	ほとんどが支持であるが、少数の反対意見もある
8. 適格投資家の資格を目的に配偶者と同等で蓄財することを認める	支持と反対の双方の意見がある
9. 5百万ドル超の投資額のある全ての実体に、適格投資家の資格を付与する	支持と反対の双方の意見がある
10. 現在の適格投資家の定義に適合し、継続する発行者の投資家は、発行者証券の今後の応募に限って改正法の適用外とする	ほとんどが支持であるが、反対が1意見ある
11. 適格投資家試験に合格した個人に、適格投資家の資格を付与する	ほとんどが支持であるが、少数が実行性の懸念、管理コストや、金融的な洗練性の適当な測定および業界と投資経験の評価ができるテストはできないといった指摘がある。ある意見者は、金融的な洗練性のレベルをより徹底して分析することが必要であったとしている。

23) 1982年に定めた財産制約には、以降、一切のインフレーション調整は行われていない。SECは、インフレーション調整を行なうと、所得制約の20万ドルは53万8千ドル、純資産制約の1百万ドルは2.7百万ドルと考えている。SEC最終ルール144-145p.

24) 我が国の証券外務員試験に類似する制度で、米国の証券会社が加盟する自主規制機関(Financial Industry Regulatory Authority.(以下、「FINRA」という)または北米・メキシコの証券監督者団体であるNorth American Securities Administrators Association (以下、「NASAA」という))が主催している。シリーズ7は証券登録外務員の入門レベル、シリーズ65は投資顧問外務員(investment adviser representatives)、シリーズ66はシリーズ63(broker-dealer representatives)とシリーズ65の統合、シリーズ82は私募証券外務員のライセンス試験である。

3 改正案の公表（2019年12月：SEC 提案ルール）

1. 改正案の策定・公表

前述のとおり SEC は 2019 年 6 月に SEC コンセプト・リリースを公表し、同年 9 月を期限として意見募集を行った。同募集に寄せられた意見を元に改正案の策定が進められ、2019 年 12 月 18 日、ルールの改正案とその解説が SEC 提案ルールとして公表された。SEC 提案ルールにより、2020 年 3 月 16 日を期限に最終の意見募集が行われ、検討は最終的な段階に入った。

2. 改正案とスタッフ勧告の採用状況

SEC 提案ルールで公表された改正案の骨子は、①適格投資家の定義に専門家証明等の保有者と私募ファンドの「知識ある従業員（knowledgeable employees）」を資格とする新たなカテゴリーを追加、②適格投資家の資格を保有し得る実体のリストを拡張して資格付与のための投資テストに合致する実体を認容、③適格投資家の定義に最低 5 百万ドルの資産を管理しているファミリー・オフィス（family offices）²⁵⁾とそのファミリー顧客（family clients）を追加、④配偶者と同等である場合には財産の合算を認容することを主眼とするものである²⁶⁾。これらはスタッフ勧告の方針と軌を一にしている。

一方、スタッフ勧告の 1（投資制限を条件に、所得・純資産制約を維持）、2（投資制限を条件とせず、所得・純資産制約にインフレーション調整を実施）、7（全ての財産制約に将来に渡るインフレーション調整を定義）といった財産制約にかかるアプローチは改正案において不採用となった。

不採用となった財産制約にかかるアプローチは、かねてよりスタッフが勧告すべきと考えてきたアプローチであること、2015 年 SEC レポートの意見募集ではほとんどの支持が得られているか（勧告 7）、不支持意見があつて

25) 富裕層が保有資産の運用・管理のために設立する自前の運用会社。

26) SEC 提案ルール 1p.

も大勢ではない（勧告1・2）という傾向にあったこと²⁷⁾、SEC コンセプト・リリースの意見募集では不支持意見があるものの多数ではなかったこと²⁸⁾から、最終段階で方向転換が図られた感がある。全体をみると、規制緩和アプローチのみが採用されたものとなっている。

3. スタッフ勧告の一部不採用

（1）一部不採用の理由

前述のとおり最終段階において、スタッフ勧告のうち、財産制約にかかる勧告は不採用となった。特に着目すべきなのは、インフレーション調整に関する勧告の不採用である。これまでインフレーション調整が行われてこなかったため、他に特段の投資家保護が講じられないまま適格投資家のハードルが低くなり、今後も下がり続ける状態になり得る。そのためこの不採用は、投資家保護が後退する方向性を認容するものともとれる。意見募集では、財産制約にかかるアプローチの採用への反対意見は大勢ではない。それにもかかわらず、SEC が最終段階において不採用とした理由付けについては確認しておく必要がある。

SEC 提案ルールによると、財産制約にかかるアプローチを採用しなかった理由は次のとおりである²⁹⁾。主に、①技術革新により（投資家が）情報にアクセスしやすくなっていること、②レギュレーション D の募集において適格投資家に対する濫用等は認識されていないこと、③財産制約により適格投資家が著しく減少した場合、レギュレーション D 市場に資金調達コストの上昇等の破壊的影響を及ぼすことが懸念されること、④財産制約を引き上げると、比較的低賃金である米国中西部・南部のような地域では、現行の適格投資家の資格が失われてしまうこと、⑤インフレーション調整を即時に反映させると、小規模実体は投資家資格を失い、私募市場の重要なセグメントにアクセスできなくなってしまうことである。

27) 2015 年 SEC レポートの意見募集結果については表 4 参照。

28) SEC 提案ルール 74.

29) SEC 提案ルール 73~83p.

（２）理由付けに対する若干の評価

SEC は財産制約にかかるアプローチを採用しない理由付けそれぞれについて、SEC 提案ルールに関連データや SEC の考察を示しているが、これらの合理性には濃淡があるように思われる。理由付けのうち、前述の③④⑤は、財産制約額の引き上げやインフレーション調整により、当然に生ずる影響³⁰⁾についての懸念であり、一定の合理性があるといえる。ただし、これらの理由付けによる不採用が規制当局として妥当な判断であるかは、投資家保護と比較衡量しつつ検討すべきこととなろう。

一方、①②はこれらとは異なる観点からの理由付けである。①は、技術発展により情報の入手が容易になったことを理由にインフレーション調整や財産制約の改正を不要とするものであるが、これに関する SEC の説明は明確でない。SEC 提案ルールにおいて、③④⑤では関連データが示されているが、①では裏付けとなるデータ等はなく、「適格投資家の定義が公表された当時、高性能の家庭用コンピューターやモバイル端末は利用できなかったが、情報の入手可能性と技術進歩は、インフレーションによる影響以上に変化していることを考慮すべきである。インターネット・ソーシャルメディア等の充実により、発行者と他の参加者に関する情報は、広範な市場参加者により早く情報提供できるようになっている」という曖昧な説明を述べるにとどまっている。②は、現在のところ濫用・トラブルを把握していないことを理由とするものであるが、データや詳細説明は示されなかった。①②の説明のみで、財産制約にかかるアプローチを不要とすることには飛躍があり、合理的な説明とはいえないように思われる。

なお、SEC は SEC 提案ルールにおいて、前述のとおり財産制約に関する

30) SEC の推計によると、1983 年の所得または純資産により適格投資家の資格がある家計は米国全体の 1.6%（1.31 百万世帯）であったが、1989 年は 7.3%（6.8 百万世帯）、2019 年は 13%（16 百万世帯）に上昇している（SEC 提案ルール 76~77p）。そのため、現行の財産制約が引き上げられると確実に資格を失う相当数世帯がある。地域差に関しては、地域別の純資産の中央値は、北東部が 154.3 千ドル・西部が 114.3 千ドルであるのに対し、南西部は 103.2 千ドル・南部は 87 千ドルで、北東部は南部の 1.77 倍という開きがある（SEC 提案ルール 81p）。財産制約の引き上げによる影響は、地域によって看過し難い差異があることも否めない。

スタッフ勧告は採用しない旨を示したが、財産制約を調整する可能性のあるアプローチについては、2020年3月16日まで引き続き意見を募集するとした。

4 改正ルールの公表（2020年8月：SEC最終ルール）

前述のとおり、SECは改正ルールを固めるべく、SEC提案ルールを公表し、2020年3月16日を期日に意見募集を行った。この意見募集に対しては、200以上のレターが寄せられ、一部支持しない意見（定義の拡張に反対する意見と、定義自体を廃止して誰もが私募市場に参加できるようにすべきとする意見）もあったが、寄せられた意見の多くは適格投資家の定義の拡張を支持するものであった³¹⁾。

SECはこれまでの検討とSEC提案ルールに対する意見を踏まえ、2020年8月26日、改正ルールおよびその解説からなるSEC最終ルールを公表するに至った。改正ルールとこれに基づくSECの命令（order）は、アメリカ連邦政府官報（Federal Register）による交付ののち60日で発行する³²⁾。命令では、特定の専門家証明等を保有する自然人に対して適格投資家の資格を付与できるよう、対象となる具体的な専門家証明が特定されることとなっている。

IV 改正ルール

1 公表された改正ルール（2020年8月：SEC最終ルール）

1. 改正ルール概要（2020年8月：概要パーペー）

2020年8月26日、SEC最終ルールの公表により、改正ルールが明らかになった。改正ルールは、前述の改正案とほぼ同内容のものとなっている³³⁾。SEC最終ルール公表日、SECは改正ルールの概要パーペー³⁴⁾も公表した。概

31) SEC最終ルール8～9p.

32) SEC最終ルール2p.

33) SEC最終ルール1p.

34) FOR IMMEDIATE RELEASE 2020-191 SEC Modernizes the Accredited Investor Definition

要ページでは改正ルールの概要を重要点（highlight）として説明しており、改正ルールを一覧できるものとなっている。以下はその内容である。

【改正ルールの重要点】

（１）改正されるルール

改正の中心は、定義規定であるルール 501(a) と、関連するルール 215³⁵⁾・ルール 144A である。

（２）適格投資家の定義の改正

ルール 501 (a) の適格投資家の定義に対し、以下の修正を行う。

- ① 特定の専門家である証明、指定もしくは資格（certain professional certifications, designations or credentials. 以下、「専門家証明等」または「証明等」という）、または適格教育機関（accredited educational institution）が発行した資格を元に、適格投資家としての資格を自然人に付与する（qualify）ことができるカテゴリーを定義に追加する。委員会は命令により随時、証明等を選定する（designate）ことができる。本改正では、シリーズ 7、シリーズ 65 およびシリーズ 82 のライセンスの採用を命令により選定する。このアプローチによって、委員会は、今後の見直しや証明等の追加を柔軟に行うことが可能になる。一般の人々は、新ルールに記述された性質を充足している証明等について、委員会に選定の検討を求めることができる。
- ② 私募ファンドへの投資に関連して、ファンドの「知識のある従業員」である自然人を適格投資家に含める。
- ③ 資産が 5 百万ドルある有限責任会社（limited liability companies）は適格投資家となることができることを明らかにし、SEC と州登録の投資顧問業者（investment advisers）、報告免除助言者（exempt reporting advisers）および地方の事業投資会社（rural business

35) 証券法 2 条 (a) (15) (ii) に適格投資家を規定しているので、同じ内容とするもの。

investment companies. 以下、「RBICs」という)については、資格付与可能である実体のリストに追加する。

- ④ 新たに実体のカテゴリーを追加し、インディアン族、政府団体 (governmental bodies) および外国法に基づいて組織された団体で、投資会社法 (Investment Company Act) 2a1-1 (b) の定める「投資」を5百万ドル超保有し、募集証券に特定目的で投資するために設立されたのではないものを含める。
- ⑤ 投資顧問法で定義されている、最低5百万ドルの資産を管理している「ファミリー・オフィス」とそれらの「ファミリー顧客」を追加する。
- ⑥ 配偶者と同等 (spousal equivalent) に、適格投資家の資格付与目的で財産をプールできるよう、適格投資家の定義に「配偶者と同等」という用語を追加する。

(3) ルール 215 の改正により、現行定義をルール 501 (a) の定義に差し替える。

(4) 有限責任会社と RBICs について、1 億ドルの証券を保有し、定義上の投資制約に合致する場合は、144A に定める「適格機関購入者 (qualified institutional buyer)」の定義に含まれるよう拡張する修正を行う。また、修正は、1 億ドルの制約の充足を条件として、「適格機関購入者」の定義中に列挙されていない適格投資家の定義に含まれている機関投資家のリストにも加える。

(5) ルール 501 (a) の適格投資家の定義に準拠しているため、証券法のルール 163B³⁶⁾ と 1934 年証券取引所法 (Exchange Act of 1934) のルール 15c-1³⁷⁾ も修正が適用される。

36) 証券発行者 (引受者も含む) が、適格機関購入者または適格機関投資家への特定のコミュニケーション (登録証券の募集を企図している発行者が、証券登録に先立ち、投資家に興味の有無を伺うもの。"test-the-waters communications" と表現されている) をとる際に、証券法 5 条 (b) (1) および (c) の定める届出登録を免除するもの。

37) "penny stock" (OTC で取引される 1 株 1 ドル未満の株式) 取引において、ブローカー・ディーラーには特定の開示が要請されているが、ルール 501 (a) に定める適格機関投資家への募集に際しては開示を免除するルール。

2. 改正ルールにおけるスタッフ勧告の採用・不採用状況

適格投資家の定義見直しのベースであり、ほぼ全面的に支持意見が得られてきていたスタッフ勧告の採用は、最終的にどのように着地したのであるか。既に SEC 提案ルールにおいて、スタッフ勧告は一部不採用となっていたが、改正ルールもほぼこれを踏襲したものとなっている。表5は、筆者が SEC の公表物を元に、スタッフ勧告と、改正ルールにおけるスタッフ勧告の採用・不採用状況をまとめたものである。

スタッフ勧告の採用・不採用状況を小括すると、採用した勧告は、①自然人について証券業界の資格保有者・私募ファンドの知識ある従業員に適格投資家の資格を付与（勧告4・6）、②非自然人（実体）についてはリストアップして適格投資家の資格を付与（勧告9）、③配偶者と同等に蓄財することを認容（勧告8）するというもので、規制緩和ではあるが、資格付与については証券業界における客観的な条件（公的資格・ファンドの従業員）に限定したことや、実体はリストアップ化することにする等、総じて限定的な緩和であって、一般投資家の保護を大きく損なうものではなさそうである。

一方、不採用とした勧告は、①インフレーション調整（勧告2・7）、②投資制限（勧告1）、③最低投資額・投資経験・適格投資家試験による自然人への適格投資家の資格付与（勧告3・5・11）であった。これらを不採用としたことから、SEC は次のようなスタンスにあると考えられる。すなわち、採用した勧告①以外に自然人の資格付与は拡張しないという慎重なスタンスをとりつつも（不採用とした勧告③）、インフレーション調整を行わないこと（不採用とした勧告①）・財産制約にかかるアプローチを採用しないこと（不採用とした勧告②）により、既存の適格投資家に制約が及ぶことを回避する一方で、インフレーションにより実態として規制緩和されていく状態は容認し、将来も是正しない、というものである。勧告①・②の不採用を投資家保護の面から言い換えると、適格投資家制度の創設当初、登録による投資家保護が必要であると特定した自然人の層が、その後のインフレーションにより徐々にその保護から外れていくが、これに対して特段の措置を講じることはせず、投資家保護の後退を是認し続けている、ということになる。

表5：スタッフ勧告と改正ルールにおける採用／不採用

スタッフ勧告	改正ルールにおける採用／不採用
1. 投資制限を条件として、所得と純資産の現在の制約をそのままとする	投資制限の条件づけは採用しない（所得と純資産の現在の制約はそのままとする）
2. 投資制限は条件とせず、所得と純資産の制約に新たなインフレーション調整を行う	インフレーション調整は採用しない
3. 最低投資額のある個人に、適格投資家の資格付与する	最低投資額による資格付与は採用しない
4. 特定の専門家証明のある個人に、適格投資家の資格を付与する	証券業界の資格試験の一部を採用する
5. 免除募集における投資経験がある個人に、適格投資家の資格を付与する	投資経験による資格付与は採用しない
6. 私募ファンドの知識のある従業員に、当該ファンドに投資する適格投資家の資格を付与する	勧告のとおり採用する
7. 全ての財産制約に将来に渡るインフレーション調整を定義する	将来のインフレーション調整の定義は採用しない
8. 適格投資家の資格を目的に配偶者と同等で蓄財することを認める	勧告のとおり採用する
9. 5百万ドル超の投資額のある全ての実体に、適格投資家の資格を付与する	資格付与する実体のリストアップ形式を採用する
10. 現在の適格投資家の定義に適合し、継続する発行者の投資家は、発行者証券の今後の応募に限って改正法の適用外とする	（改正後の定義でも、現在の適格投資家は不適格とならない）
11. 適格投資家試験に合格した個人に、適格投資家の資格を付与する	適格投資家試験は採用しない

3. スタッフ勧告の不採用理由

（１）経済分析からの理由付け

SEC 最終ルールによると、SEC はルール改正の検討において、経済分析を重要な判断根拠と位置付けている。SEC 最終ルールの「VI. Economic Analysis（経済分析）」³⁸⁾では、ルール改正によって影響を受ける当事者（発行者・投資家等）の費用・利得や効率性・競争・資本配分への影響を検討して改正ルールを判断したことが説明されている。スタッフ勧告に逐次対応し

38) SEC 最終ルール 94 ～ 153p.

た説明ではないが、一部について不採用とした経済分析からの検討・判断が示されており、これらが不採用理由ということになろう³⁹⁾。

SEC 最終ルール「VI. Economic Analysis（経済分析）」では、不採用としたスタッフ勧告の一部である①インフレーション調整、②投資制限、③投資経験のある自然人への適格投資家への資格付与のそれぞれについて行った検討・判断を説明しているので、以下、確認していく。

（２）インフレーション調整に関する検討・判断

①インフレーション調整の試算⁴⁰⁾

SEC は「適格投資家の資格を付与できる対象は、1982 年は米国の世帯人口の約 2 %であったが、インフレーションの結果として 2019 年には 13%に伸長している」との試算を示し、インフレーションの影響を明らかにした。それではインフレーション調整を行うとどうなるか。SEC の試算では、「1982 年以來のインフレーションを反映させると、所得は 20 万ドルから 53 万 8 千ドルに、純資産では 1 百万ドルから 2.7 百万ドルとなる」。つまり、金額ベースで約 2.7 倍の乖離があることになる。

1982 年の制度創設当初の財産的制約の水準について、SEC は「効果的」であったとし、「証券法の登録による投資家保護がなくても自衛できる投資家の限定が確実にできていた」とする。そして「急速なキャッチ・アップ・インフレーション調整を行うと、適格投資家のプールは、現在の約 16 百万の世帯（米国の世帯人口の 13%）から 5.3 百万の世帯（米国の世帯人口の 4.2%）に縮小する」。そのため、「インフレーションの累積的な影響を反映させて個人所得と純資産の制約を厳格にすると、適格投資家として資格を付与できる

39) 「VI. Economic Analysis（経済分析）」では、①登録投資助言者またはブローカー・ディーラーによる助言を受けている投資家への資格付与、②証券発行者の役員・上級オフィサー等への資格付与を従業員に拡張、という選択肢も検討されたが、不採用と結論付けられている。その理由として、選択肢①については「助言は投資家自身の金融的な洗練性の完全な代替とはならず、証券法の登録制度による投資家保護がなくなるリスクに晒される」・「流動性・情報の非対称性およびエージェンシー・コストに起因するコスト増となる」、選択肢②については「従業員に会社の業務遂行の情報はあがるが、役員らが持ち合わせているような会社の（証券発行）募集の評価ができる金融的な洗練性はない」ことを挙げている。SEC 最終ルール 149～152p.

40) SEC 最終ルール 144～145p.

自然人の数を大きく減らす」ことを示した。

②インフレーション調整により生じる影響の検討・判断⁴¹⁾

SEC は上記のインフレーション調整により適格投資家が減少すると、潜在的に著しいコストが生じると分析する。「所得と純資産にインフレーション調整を行うと、私募発行者の資金調達アクセスが縮小され、投資家の私募市場への投資機会アクセスも縮小する」。このようなアクセスの縮小について SEC は、「2009 年から 2019 年、非適格投資家も含めたレギュレーション D ルール 506 (b) による募集は 3.4%～6.9%であった。適格投資家のプールを著しく減少させることは、レギュレーション D における資本調達活動に壊滅的な影響を与えかねない。投資家保護から得られる利益は増加するが、(適格投資家のプールを著しく減じることを) 正当化はできない」とし、私募市場の資本調達活動への影響に大きな懸念を示した。

投資家保護からの検討として SEC は、「個人の場合、高所得または資産と、金融の洗練性レベルとは関連していない」という前提認識を示し、「キャッチ・アップ・インフレーション調整を行った場合、適格投資家の資格を付与されるプールの平均的な金融の洗練性は高いのか、また、現時点で金融の洗練性が高いとされている投資家が減るのか、不明である」として、インフレーション調整が投資家保護につながるかの判断は回避した。しかし、「財産的制約による投資家保護は、実質的にはインフレーションによって弱まってきてはいないことを確信している。特に、1982 年の定義においては、純資産の算出に主たる居宅の価値を含めていたが、2011 年以降、純資産の基準では、投資家の主たる居宅の価値を除外している」とし、結論としてインフレーション調整の必要性を否定している。

③将来に渡るインフレーション調整の試算⁴²⁾

SEC は将来に渡るインフレーション調整について、「今後、最終のルール修正の施行日から 4 年毎に、財産的制約を 1 万ドル単位で指標化すること

41) SEC 最終ルール 145～146p.

42) SEC 最終ルール 146～147p.

（indexing）を検討した」。SEC の見積もりでは、「資産と所得の制約について、2015 年と 2010 年の各年から 2019 年までのインフレーション調整を行うと、適格投資家として資格付与できる米国の家計の人口は、11.4%と 10.4%であり、適格投資家のプールは減少する」。この減少は、「1982 年からのインフレーション調整に比べれば、将来の指標化は、登録免除募集への棄損の程度は低いものの、登録免除募集が可能な潜在的資本供給総額は減少する」こととなる。

④将来に渡るインフレーション調整により生じる影響の検討・判断⁴³⁾

SEC は将来に渡るインフレーション調整について、「適格投資家数の将来的な伸長を減じることによって、リスクに耐えられない個人の損失リスクを減らす利得がある」との認識を示したが、「この利得は、金融の洗練性があり、損失リスクに耐えることができるのに、適格投資家の資格付与を得られない個人にとってはマイナスであって、私募へのアクセスが拡張されることから得られる潜在的な利益（gain）を失うこととなる」とし、投資家保護の利得を認めつつも、私募市場へ参加できないことによる逸失利益があると判断した。

（3）投資制限に関する検討・判断⁴⁴⁾

SEC は投資制限に関して、「改正ルールによって新たに適格投資家となる個人に、所得または純資産の割合に投資制限を課すことを検討した」。具体的には、「発行者毎、12 か月以内に、前年の年間所得の 10%または純資産の 10%という選択肢」を前提にしたが、「この選択肢では、新たな適格投資家からの資金調達が増減し、資本配分（capital formation）が困難となり」、「募集に参加するために、適格投資家の適格性を証明する実施コストが増加する」と評価した。

また、SEC は「このような投資制限を課さなくても、新たに適格投資家となる個人は、自ら投資機会を評価することができ、登録免除募集に不適當で

43) SEC 最終ルール 147 ～ 148p.

44) SEC 最終ルール 148p.

過大な所得または資産を割り当てることを回避できる金融的な洗練性を持っている」との見解を示した。

すなわち、SEC は投資制限を行うと、私募市場における資金調達減少・参加コスト増加というマイナス面がある一方、適格投資家は金融的な洗練性があり自衛できるとして、投資制限に否定的判断をしている。

(4) 投資経験のある自然人への適格投資家への資格付与に関する検討・判断⁴⁵⁾

SEC は、「証券法 4 条 (a) (2)、ルール 506 (b) またはルール 506 (c) に基づいて、異なる最低 10 の発行者による私募に投資をした個人は、(適格投資家の) 新たなカテゴリーに含めることができるかもしれない。(適格投資家の) 定義に相当の投資経験のある個人を含める拡張は、金融的な洗練性の客観的な指標を認めることになる」とし、投資経験による資格付与を肯定的にとらえている。このような投資経験のある個人について SEC は、「おそらく内在するリスクを含め、私募市場についての知識を発達させてきており、この経験には、デュー・デリジェンスの実施、投資条件の交渉および価値評価の決定ができることが含まれている」とする。

しかし、「この選択肢は、適格投資家のプールを増加させる」としつつも、「同時に、この選択肢は投資家の相当の投資経験を証明することが難しいため、レギュレーション D または他の登録除外に基づく募集の実施コストを著しく増加させる」として、制度実施のコスト面から否定的判断を示した。

(5) 小括

前述のとおり、SEC 最終ルールにおいて SEC は、改正ルールの検討に際し経済分析を重視している。この経済分析の内容は上記のとおりで、インフレーション調整や投資制限を行うことによって、私募市場への投資家層・資金調達への支障や、適格投資家資格の確認コスト増加といったマイナスが生じることを理由に、スタッフ勧告の不採用を判断している。経済分析では、投資家保護の観点からの分析も行うべきと思われるが、SEC 最終ルールでは、

45) SEC 最終ルール 151 ～ 153p.

明確な数値や根拠を示すことなく、インフレーション調整や投資制限を行わなくとも、「個人の財産レベルは金融の洗練性レベルと関連しない」・「投資制限を課さなくとも、新たな適格投資家となる個人には金融的な洗練性がある」と述べるにとどまり、合理的な検討は示されていないようである。

適格投資家の定義見直しの経緯に立ち返ってみるに、2010年 Dodd-Frank 法の投資家保護強化措置の一環として定義見直しを行うことが端緒であったが、2012年 JOBS 法により、新興企業の資本調達促進を目的とする私募市場制度改正としての適格投資家の定義見直しも追加され、SEC は方向性が一致しない2つの目的に向けてルール改正の検討を行うこととなった。結果として、ルール改正の検討の最終段階では、後者の目的が優先されたといえそうである。

V 改正ルールに対する SEC 委員の評価

改正ルールの採決は、チェアマンである Jay Clayton を含む5名の SEC 委員により行われ、2名は反対に回ったが、3名の賛成による多数決で法改正に至ることとなった。各委員は、改正ルールの公表日と同日に、改正ルールについて賛成または反対の声明を公表しており、各声明により、今回の改正ルールに引き続き検討すべき点があること、重要な問題点が検討されていないこと、検討内容が不合理であること等の評価を示した。これらの評価には、SEC の他の公表物には記載されなかった議論が含まれており、各声明の主張を確認しておくことも必要と思われる。各声明の私募市場に対する政策スタンスには相違があり、注目すべき内容となっている。なお、改正ルールに賛成したチェアマンと委員2名は共和党、反対した委員2名は民主党の支持者である。

1 賛成声明

1. チェアマン Jay Clayton の声明⁴⁶⁾

Clayton は、「私募市場は我々の経済、投資家および様々な発行者にとって非常に重要である。これまでのところ、そのリスクを理解できる十分に金融的洗練性のある個人投資家は、財産テスト（＝財産制約）によって長らく（私募市場への参加を）拒絶され、特に低所得の地域の居住者には不利益であり、また、地理的に適格投資家の少ない地域の中・小規模の起業家の資金調達機会が狭められている」との問題意識を述べる。そして、「今回の改正により、SEC の命令で金融的洗練性のある個人投資家を特定できるようになったこと、まずはじめとして FINRA のシリーズ7等のライセンスで確実に金融的洗練性のある投資家に定義を拡張したことで、より私募市場が拡大し、洗練された投資家には投資機会の拡大が提供され、ポートフォリオの分散化が図られる」として、改正ルールによる私募市場拡大の経済効果を評価している。

今回、改正されなかった財産テストの基準に関しては、意見募集で「洗練されていない投資家が私募市場に参加してしまう」という投資家保護からの懸念がある一方、「財産テストの基準が厳しすぎ、この択一の財産テストによって除外される人々には不公平である」といった主張があった。これらに対し Clayton は、「例えば、1.5 百万ドルの純資産保有者が、1 百万ドルの純資産保有者に比べて金融的に洗練されているかは不明確である。SEC のポリシー・ゴールは、十分な金融的洗練性のある投資家を特定することであり、我々としては、目下のところ不満足なテストによって現在資格のある投資家を除外したり、多くの人々が金融的な洗練性を認めていない人々を（適格投資家に）追加したりすることはしない」と応じている。すなわち Clayton は、財産テストによる金融的洗練性の特定には懐疑的で、財産テストは不満足なものであると表明し、よって、不満足な財産テスト基準を改正して適用することはしないとする。なお、財産テスト基準を改正しないことにより、意見

46) <https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-accredited-investor-2020-08-26>

募集でも指摘されている投資家保護からの懸念が生じるが、Clayton はこの懸念に対して言及していない。

Clayton は声明の最後を、「今後数年間、委員会は、本日実施する金融的な洗練性を証明する追加的な手法について振り返り、財産テストの再検討や、長年適用してきた現在の代用テストから得られた知識によって修正を行う可能性がある。これらの修正は、個人投資家に対する有害性を減らし、また、より公正なものになる。もっとも、本日はまだその段階にはない」と締めくくっており、現在の財産テストには今後見直しの可能性があることを示唆している。

2. Hester M. Peirce の声明⁴⁷⁾

Pierce は改正ルールの賛成に回った委員である。声明では、「適格投資家の定義の拡張は正しい方向性である。家族経営的個人投資家（mom and pop retail investors）を除き、米国人が所有資金をどうするかを、なぜ規制当局が決定しなければならないのか。これでは個人は、銀行にお金を預けたままで増やす機会を失い、『社会を変革する』と信じた企業に参加する機会が失われ、自己決定権が失われる」と主張している。「非適格投資家に参加できるのは公開市場だけであるが、私募市場には大きな経済成長が起きている」。それにも関わらず、「規制当局は、個人が自らの行動の結果に耐える能力があるかを認識せず、その個人の（私募市場に参加する）自由の利益（liberty interests）を尊重していない。自由の利益は重要であるという意見は多い」とし、成長している私募市場への個人の投資決定を制約することに否定的で、個人の自由を損なうとしている。

また、『「財産は金融的洗練性を測ることに適した基準である』と仮定した結果、低所得・低純資産の米国人を差別する基準となってしまう、このような米国人は、経験や教育を活かしてバランスの取れた投資ポートフォリオを作ったり、子供に与える貯えを最大化したり、自分のコミュニティに投資することができない」とし、財産制約が差別や不利益につながるとする。

47) <https://www.sec.gov/news/public-statement/peirce-accredited-investor-2020-08-26>

改正ルールによって適格投資家の資格付与に追加される専門的証明等については、「財産ではなく、専門的証明等の氷山の一角 (the tip of the iceberg) であるシリーズ 7、65、82 のライセンスに適格投資家の資格が付与されることになるが、注意すべきことがある。改正ルールは、個人に資格付与するための証明等や、学位 (degree)、研究プログラムを一般から募集するとしている。このような断片的なアプローチ (a piecemeal approach) は、委員会にとって大きな負担であり、教育機関の間で勝者と敗者を選択するものとなる。特定の教育機関における学位、研究プログラムに制約するのではなく、例えば、適格な単科大学または総合大学から投資に関連する 2 コースを修めた個人に資格付与するといったことを検討すべきではないか」と述べ、今後の専門的証明等の追加に関連した SEC の負担に懸念を示した。

3. Elad L. Roisman の声明⁴⁸⁾

Roisman もまた、改正ルールに賛成した委員である。もっとも Roisman は、この改正だけでは不十分であるという立場である。声明ではまず、「これまでのルールは、最も財産のある者だけが証券市場において自らのお金をコントロールすることが許されるというものである。このルールは当初、現在とは異なる非常に小規模な私募市場における少数の投資家を損失から保護できるように設計されていたが、私は長らく、このシステムは基本的に不公平・不平等で、正当化できないと主張してきた。財産は、個人の金融決定能力の雑な目安である」として、拡大した現在の私募市場において、財産制約の基準は不公平であるとしている。

改正ルールについて Roisman は、「ルールを変更する機会が持てたことは喜ばしく、新たな適格投資家は、ささやかながら増加する」・「この修正は単なる財産基準のシステムから踏み出す第一歩である」として、今後も改正の必要性があるとしている。「例えば、開示登録書類のレビューや、市場に

48) <https://www.sec.gov/news/public-statement/roisman-statement-amendments-accredited-investor-definition>

において潜在的な詐欺活動調査を行っている SEC の専門スタッフであっても、適格投資家の基準が非常に限定的であるため、資格は付与されない。証券法を執行し、金融市場を規制しているこのような多くの個人が、同じ市場に投資するには洗練されていないとみなされるのは実に奇妙な帰結である」と述べ、「我々の仕事は行われていない、というのが自分の結論である」として、改正ルール of 財産基準は、金融的な洗練性のある投資家が認められない不十分なものであると評価している。

適格投資家定義は4年後レビューを行うこととなっており、Roisman は、このレビューに期待している。Roisman は、「財産制約（基準）は、導入当初から劣っている基準であって、これに依拠し続けると、誤った議論を確立してしまう。重要な事実、所得や資産を（投資する資格として）要請することに魔法はなかったということである」として財産制約には明確に反対の見解を示す。「このようなルールが、女性やマイノリティー、投資をしたいと思っている人、投資家のネットワークを活用して新しい事業を始めたり、借金をせずに現在の事業を継続することを望む人も含め、不均衡に彼らの機会を制約していないか」・「我々のルールが、生活費が低いとか、ベンチャー・キャピタル・ファンドや他の適格投資家の注目を得ることが困難な地域での開店事業を思いとどまらせていないか」について、「引き続き意見を募りたい」とも述べ、社会的マイノリティーや起業家等への影響を重視すべきとしている。

2 反対声明

改正ルールに対する反対声明は、Allison Herren Lee と Caroline Crenshaw の2委員による共同声明⁴⁹⁾である。Lee らは、「38年前の古い財産制約をそのままにし、インフレーション調整を適用せず、また、この調整を行わないことが、今後の米国投資家の大部分である高齢者（seniors）にいかなる影響

49) <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-accredited-investor-2020-08-26>

を及ぼすことになるかを示す経済分析も提供していないにもかかわらず、本日の修正を『アップデート』と称している」と強く批判している。共同声明では、①インフレーション調整の不履行、②高齢者へのリスク、③私募市場の可視性（visibility）強化の欠如、という3点を特定し、具体的数値を示したり、SEC 最終ルールを示す判断が不合理であることを指摘したりする等、以下のとおり SEC 最終ルールの行った検討・判断に問題があることを指摘している。

1. インフレーション調整の不履行

インフレーション調整はSEC の勧告の一つであったが、改正ルールでは採用されなかった。これについて Lee らは、「本日委員会が行った最も重大なポリシー選択は、今後、財産制約にインフレーション調整を行わないとしたことである。投資家、業界関係者、州規制当局、クラウドファンディングの創設者、学術関係者およびSEC のスタッフでさえ、（今後のインフレーション調整の必要性に）広く共通の認識を持つに至っていたことに逆行している」・「1983 年から調整を行っていない結果として、適格世帯は 550%増加している。今後も増加の一途で、どの程度まで増えるのかも判らず、基本的な経済分析に着手し損ねている」と明確に反対を表明した。

また、「SEC 最終ルールは、『（インフレーション調整を行うと）私募市場の潜在的な資本供給が減少する』とのみ述べているが、実際のところ資本市場は想定外に拡大し続けており、2019 年の新規資本の 70% 近くが私募によるもので、公開市場を凌いでいる」ことを指摘し、「資本供給に全く危機はない」と指摘している。

さらに、「SEC 最終ルールは、『1982 年に比べると、インターネットやソーシャル・メディア、パワフルなホーム・コンピューターやモバイル・電子デバイスによって、投資家の情報へのアクセスは増加している』としているが、公募ではしっかりと開示が発行者に求められるところ、私募では要請されていないという特徴を無視している。存在しない情報にアクセスすることはできない」として、SEC 最終ルールの判断は合理性を欠いていると批判し

ている。

2. 高齢者へのリスク

私募市場では詳細な情報開示が要請されないことから、監督当局の規制が及ばないところで詐欺に悪用される懸念があるが、Lee らは特に高齢者へのリスクを指摘している。

Lee らは「私募は不透明であるのみならず、流動性を欠き、また、詐欺の傾向がある」ことを指摘し、「私募市場における詐欺の発生が実証されているにも関わらず、SEC 最終ルールは『適格投資家の定義水準によって、私募市場における詐欺事件の発生に影響があるかといった情報は、意見者から提供されていない』としている。これは論点の解釈を取り違えており、適格投資家の定義が詐欺を起こすのではない。より多くの投資家は詐欺のリスクに晒されたままである」として、証券詐欺被害は私募市場の特徴である透明性・流動性の欠如に関連しており、適格投資家の定義の問題にすることは取り違えであると指摘する。

また、Lee らは「リスクに晒されているのは主に高齢者である」・「高齢者家計への財産集中が増加し、これらの家計は適格投資家の財産基準に若干達しないところにある。これらの家計の資産は退職金口座（retirement accounts）に集中している」・「より高齢の投資家は、長年に渡って徐々に資産を蓄えるが、これは金融的な洗練性の必然的結果ではない」とし、資産保有者が、必ずしも自衛能力を備えていない高齢者であることに注意喚起する。そして、「非登録募集が、一様に高齢者を狙うための詐欺スキームに用いられている⁵⁰⁾」ことから、「本日のルール修正によって、我々は最も脆弱な投資家をリスクに晒しつつある」として、私募市場において高齢者が証券詐欺のリスクに晒されていることを強調している。

50) NASAA によると、証券監督者の現在のプライオリティは高齢者詐欺の阻止であり、2019 年の高齢者関連の投資商品・販売に対する法執行の中で、最も件数が多いのは非登録証券 161 件（次に多いのは伝統的証券 52 件）である。NASAA 2020 Enforcement Report 6p.

3. 私募市場の可視性強化の欠如

前述の高齢者のリスクの懸念としても指摘されているが、Lee らは、SEC が私募市場を把握できていないままルールを改正したことに対して強く非難している。

Lee らは「SEC 最終ルールでは、既知のリスクを投資家に示していない。同時に、私募市場がどのように機能しているのか我々（規制当局）が気づき知らないところで、多くの取引が行われているという別の問題が明らかになっている」とし、私募市場を把握できていない内容として、「私募にどれだけの投資家が参加しているか不明」・「私募に参加している個人と機関投資家の区別ができていない」・「どのように彼らが投資しているか不明」・「我々はどれだけの私募市場があるのか、自信を持って説明できない」・「今回の修正により新たに私募へ参加できる投資家がどれだけのなか不明」といった具体例を挙げている。そして、「我々は著しいデータの制約下で運営しており、今回のルール・メイキングは、残念なことに私募市場の可視性を強化する努力を欠いている」と SEC 自らを批判している。SEC のトップである委員から、規制当局の私募市場監督不全ととれる状況が表明されたことは、SEC の一部が私募市場の監督に相当の危機感を抱いているものといえそうである。

Lee らは声明の最後に、「我々は、適格投資家の定義が、被害を受けがちな投資家を有効に保護するために機能できないこと、投資家、特に高齢者にリスクが及ぶことを明示する既存のデータを認識・分析していないこと、繰り返すが、私募市場の広範なデータの欠如に取り組んでいないことから、委員会の過半数で決定されたポリシー選択は支持できない」と明確に改正ルールへの反対を表明している。

3 小括

前述のとおり、近年の米国の資本市場は、SEC に登録した株式による募集が減少傾向であるのに対し、私募による調達が増加傾向にある。2019 年の新

規資金調達額の7割まで私募市場は伸長していることから、もはや私募が米国の資本形成の中核であるとする分析⁵¹⁾もある。各委員の声明における主張を確認したところ、委員の主張の差異は、この私募市場に対するスタンスの違いから生じているという見方もできるように思われる。

賛成委員は、私募市場への発行者・投資家の一層の参入促進により経済効果を図ることを主眼としている。これは JOBS 法による見直しの趣旨と合致するスタンスである。また、Peirce と Roisman は声明で、「所得や保有財産に制約されることなく、個人が自由・公正・公平に、拡大している私募市場に参加できるようにしなければ、差別や不利益につながる」と述べる一方で、私募市場における個人投資家の保護の必要性やそのための方策については言及していない。すなわち2委員は、私募市場における投資家については、投資家保護ではなく、個人投資家の権利実現のスタンスに立っているともとれる。資本市場の規制当局の委員が、投資家保護に目を向けることなく「私募市場への投資規制は差別である」とする主張には、やや違和感を覚えるところである。

反対委員のスタンスは、Dodd-Frank 法の投資家保護強化や、スタッフ勧告のアプローチに沿うものである。Lee らは、開示が強制されないことから SEC が現状を把握できないまま、公開市場を凌いで私募市場が拡大しており、私募市場における詐欺や、明らかに必要性が指摘されてきたインフレーション調整や財産制約を行わないことによって投資家、特に高齢者がリスクに晒される懸念があるにも関わらず、私募市場の取引状況の把握やデータ分析をしないままルール改正をすることに反対を表明した。Lee らの見解は、規制当局が、私募市場の不開示すなわち可視性の欠如により十分な情報把握・管理ができず、投資家保護に必要な規制ができていないというもので、「規制当局として、私募市場の可視性を強化し、高齢者等の脆弱な投資家に必要な保護措置を講ずべき」とのスタンスにある。

51) 若園・前掲注(6)14～15頁。

VI おわりに

1 未決着の問題

1982年に創設された米国の適格投資家の定義は、約10年にわたる検討を経て改正に至った。ただし、2015年にSECのスタッフが見直し案として策定し、検討のベースとなったスタッフの勧告は、最終段階においてSEC委員の間で見解が分かれ、一部は不採用となった。各委員は、改正ルールの公表と同日に声明を公表し、改正後も引き続き検討すべき課題や、改正ルール自体に問題があることを表明する等、未決着の問題があることは明らかである。

検討経緯を振り返ると、当初Dodd-Frank法による投資家保護措置の一環として見直すスタンスから、「適格投資家の定義見直しを長年行わなかったことで適格投資家層が増加し、投資家保護の懸念が生じている」・「定義見直しに際しては、登録制度による投資家保護が不要な自衛能力のある投資家をどのように定義すべきであるか」という問題意識が主であった。他方、登録制度から免除される私募市場を利用する発行体が増加し、JOBS法による中小企業・新興企業の資金調達促進としての見直しも行うこととなり、最終的に、投資家保護に資する改正は講じられることなく、私募市場へのアクセスを維持・一部拡大して経済効果を図る⁵²⁾色合いの濃い改正となった。

結果的に、そもそもの「投資家の自衛力である金融的な洗練性をどのように評価するか」・「保有財産は金融的洗練性の基準となるか」という当初からの問いに対しては、明確な結論が出されないままとなっている。また、決議反対に回った委員が指摘するように、インフレーション調整の不履行による適格投資家層の実態的拡大と高齢者の保有資産増加、私募市場の公募市場を

52) もっとも、定義見直しで追加される適格投資家資格は、限定的な証券界の客観的な資格等であること、インフレーション調整を行わないとしたことで実態的に拡大する既存の適格投資家層に影響は及ばないことから、結果的に現状を大きく変更するものとはならないかもしれない。

上回る伸長、登録免除・非開示により私募市場の状況を規制当局が把握できなくなっていることに等より、脆弱な投資家の保護や私募市場の監督が後退しかねない状況を認識しつつも、これらに特段の対応を講じるルール改正には至らなかった。引き続き適格投資家の定義見直しと、私募市場の監視という問題に取り組むことになろう。

2 今後の方向性

米国では 2021 年にバイデン政権が誕生し、政権は共和党から民主党に移行した。トランプ前政権に指名され、規制緩和を進めてきたとされる⁵³⁾ SEC のチェアマン Clayton は、2020 年 12 月末に任期途中で退任した。Wall Street Journal は 2021 年 1 月 27 日、次期チェアマンには、かつてオバマ政権下で金融規制強化を進めた米国商品先物取引委員会の元委員長 Gary Gensler が起用されるであろうこと、Gensler は上場会社に対して規制強化に動くであろうことを報じている⁵⁴⁾。なお、2021 年 1 月末時点では、退任した Clayton 以外の SEC 委員は続投しているので、Gensler 就任後は民主党支持派が委員会の多数を占めることになる。

Gensler の私募市場への取り組み姿勢は現在のところ不明であるが、適格投資家の取り扱いも含め、私募市場の監督スタンスが規制・投資家保護強化にシフトしていく可能性がある。今後の SEC の動向が注目されるところである。

53) Clayton はかねてより機関投資家に比べて個人が不利な立場にあるとの見解を示しており、「ウーバーなどの未公開株が上場後に大きく上昇する可能性を、個人が享受できないのは不公平だ」と主張したことが報じられている。日経新聞・前掲注(3)。

54) <https://www.wsj.com/articles/bidens-candidate-for-sec-chairman-is-expected-to-be-tough-on-companies-11611743403>。同報道は市場関係者のコメントとして、「Gensler は、公開会社に高額な罰金や気候変動リスク等に係る新たな開示を要請するのではないか」・「Clayton の下で SEC は、投資家のための企業開示をシンプルにするため、ルールの一部をプリンシプル・ベースにして規制を緩和してきた。今後は再びルール・ベースの規制にもどるのではないか」・「Gensler は、市場の公正と効率性を確実にするためには透明性が重要であると理解している」等を紹介している。

3 我が国の制度と見直し

1. 特定投資家制度

本稿で取り上げた米国の適格投資家制度に類似する我が国の制度としては、金融商品取引法（以下、「金商法」という）の私募・プロ向け金融商品市場への参加が可能な特定投資家制度（金商法 34 条～ 34 条の 5）がある。2007 年に整備された金商法制において、主として EU の制度⁵⁵⁾を参考として創設された⁵⁶⁾。特定投資家制度は、投資家を 4 類型（①適格機関投資家・国・日本銀行、②地方公共団体・上場会社・資本金 5 億円以上の株式会社等、③金融取引業者と 1 年以上の取引経験があり、純資産かつ金融資産 3 億円以上が見込まれる個人等、④一般投資家）に分類し（いわゆるプロ・アマ区分）、類型④以外の①～③の投資家等を特定投資家とし、私募商品へのアクセスや一般投資家には参加できない市場（東証の TOKYO PRO MARKET）に参加できる制度である⁵⁷⁾。個人に私募市場への投資資格を付与する類型③については、今回の SEC の一連の検討が特に参考となると思われる⁵⁸⁾。

2. 特定投資家の見直し

2020 年 7 月、政府は投資等分野におけるスタートアップを促す環境整備として、非上場企業の資金調達の円滑化と手段の多様化の観点から、プロ私募

55) EU では目論見書指令 (Prospectus Directive) 2 条 (e) に「qualified investors」を定義し、自然人の場合には、(a) 直近の 4 四半期中に 1 四半期につき最低平均 10% 以上の頻度で、証券市場で相当額の取引を継続してきたこと、(b) 証券ポートフォリオが 50 万ユーロ超であること、(c) 最低 1 年以上金融業界において証券投資の知識が求められる専門的なポジションで働いているか働いていたこと、という要件の最低 2 つを満たすこととしていた。なお、目論見書指令は 2017 年に規則 (Regulation) に変更されている。

56) 松尾直彦『金融商品取引法〔第 6 版〕』（商事法務、2021）432～433 頁。

57) 特定投資家は、その知識・経験・財産の状況から金融取引にかかる適切なリスク管理を行うことが可能と位置づけられ、金融商品取引業者等が特定投資家との間で取引を行う場合には、情報格差の是正を目的とする業者の行為規制の適用が除外される。松尾・前掲注 (56) 433 頁。

58) 米国では財産制約額へのインフレーション調整の不履行が問題となっているが、我が国では、特定投資家制度創設の 2007 年から 2019 年までのインフレ率は -1.35～2.76%（IMF World Economic Outlook Databases 参照）で推移しているので、この点は懸念のないところであろう。また、米国の適格投資家の自然人に必要なインフレーション調整後の試算純資産額は 2.7 百万ドルであり、我が国でこれに相当する類型③の 3 億円はこれに近い。

の要件に関し、「自身で適切な資産管理とリスク管理ができる投資家をプロ投資家とする等、有価証券の私募に適用される開示規制の弾力化に関する検討を行い、私募取引へのアクセスを容易にするための必要な措置を講ずる」規制改革計画を決定した⁵⁹⁾。金融庁はこれを受けて、「現行の規定ではプロ投資家の人数が限定的であり⁶⁰⁾、企業へのリスクマネーの供給や投資家の資産運用の多様化が十分図られていない可能性がある」ことから、「金融取引における顧客データを活用することで顧客ごとの特性をより精緻に把握し、プロ投資家として扱える個人の要件を弾力化できないか検討を行う」⁶¹⁾として、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」において「非上場企業等に対する成長資金の円滑な供給に向け、投資家保護の観点に留意しつつ、資金の流れを多様化する方策について議論を行う」とのことである⁶²⁾。

3. 見直しに向けて

前述の「顧客データ分析による基準の弾力化」とは、「顧客の取引履歴によって金融的な洗練性を測る」というアプローチで、SEC が結果的に不採用とした「投資経験による資格付与」に類似している。顧客のデータ分析結果を基準とする場合、複数業者との取引履歴がある場合に集約は可能か、集約した履歴をどのような基準で金融的な洗練性として評価とするのか、顧客の属性・財産状況はどのように考慮するのか、集約・分析のコストはどの程度か等々、国内外に先行事例もないなかで課題は多そうである。

我が国には、SEC が今回の改正ルールで採用した専門家証明に相当する証券外務員資格がある。また、欧米で採用されている「証券業界において証券投資にかかわる一定の職務経験」を資格にすることも考えられよう。まずは既存の資格や職歴を利用するアプローチの検討もできるのではないかと思わ

59) 2020 年 7 月 17 日閣議決定「規制改革実施計画」23 頁。

60) 大手証券会社 5 社へのヒアリングによると、2019 年末の個人の特定投資家は計 63 名。金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」(第 3 回)事務局説明資料[資料 1] 20 頁。

61) 「金融・資本市場制度等をめぐる現状と展望」商事 2219 号(2020) 41 頁。

62) 「金融・資本市場制度等をめぐる現状と展望」商事 2251 号(2021) 58 頁。

れる。

SEC は今回の改正ルールにおいて規制緩和の傾向が強かったが、適格投資家の新たな資格付与については限定的で慎重であったもいえる。我が国のプロ投資家資格を弾力化するに際しても、確実に自衛できる投資家に限定できる制度設計が望まれる⁶³⁾。

我が国の私募市場規模は、現在のところ米国に比べて大きな開きがある⁶⁴⁾が、成長資金の供給のために私募市場の拡大を促進するに際しては、発行者・勧誘者の情報開示・説明提供も肝要である。私募で公募のような情報開示が要請されないのは、勧誘対象者の数が少なければ個別に十分な説明ができるからという発想によるものであって、情報開示の空洞化を承認しているのではない⁶⁵⁾⁶⁶⁾。SEC 委員の反対声明でも主張されているとおり、IT の進化により投資家の情報へのアクセスが増加したところで、存在しない情報にはアクセスできようもない。信頼性のある企業・財務情報の開示に加え、成長資金を必要とする企業が、新たな商品・サービス提供や、新規のビジネス・モデルの業態なのであれば尚更、発行者・勧誘者は投資判断に十分な情報開示・説明を提供すべきである。

また、投資勧誘において、顧客をプロ投資家として扱ったことの正当性の立証責任については、業者側に課すことも検討すべきである⁶⁷⁾。監督官庁としては、今後の私募市場の拡大に併せて「私募市場の可視性」強化に取り組んでいくことも重要である。

以上

63) かつてプロ向けファンド制度である適格機関投資家特例業務制度（金商法 63 条～63 条の 7）が、問題のある業者に悪用され、高齢者を中心に多くの一般投資家が被害に遭ったため、平成 27 年に一部改正されたことがある。同制度と改正の経緯・内容については、拙稿「プロ向けファンド制度の改正」最先端技術関連法研究 16 号（2016）35 頁以下参照。

64) 2019 年時点で、米国のベンチャー・キャピタル投資額は日本の約 52 倍、プライベート・エクイティ・ファンド投資額は約 32 倍である。金融審議会・前掲注（60）7・10 頁。

65) 上村達男「発行市場に対する法規制（一）」企業会計 54 巻 5 号（2002）97 頁。

66) 上村達男「発行市場に対する法規制（二）」企業会計 54 巻 7 号（2002）118・122 頁。

67) 上村・前掲注（65）99 頁。