

私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み — 自衛力認定投資家の規制緩和を中心に —

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 近年、米国では、私募証券投資の活性化策が注目を集めている。証券取引委員会（SEC）は、非上場株式や私募ファンド等の投資機会の拡大を目的として、自衛力認定投資家の定義の修正に係る規則改正案（以下、SEC 規則改正案）を公表している。
2. 自衛力認定投資家とは、私募証券に投資可能な者であり、銀行、保険会社、投資会社といった金融機関等の法人と、純資産及び所得実績が一定水準以上の個人に分類される。SEC 規則改正案は、上記定義のうち、個人に関しては認定教育機関から資格を得た個人等を追加し、法人に関してはファミリーオフィス等を追加することなどを提案している。
3. SEC 規則改正案に対し、非上場株式取引プラットフォームの運営者から前向きな評価が寄せられる一方で、北米証券監督者協会及び全米消費者協会は、情報開示の強化を伴わずに自衛力認定投資家の定義を拡大した場合に、私募証券投資を巡る詐欺や不正行為が増加する可能性があるなどとして、同規則改正案に反対している。
4. 米国の資産運用業界は、SEC に対して、既に自衛力認定投資家に分類されている1940年投資会社法の登録投資会社に係る規制緩和についても、同時に議論すべきであるとしている。クローズド・エンド・ファンド及びインターバル・ファンドに係る規制緩和や、関係者に当たる登録投資会社間の私募証券取引に係る規制緩和を図ることで、私募証券投資の活性化が実現できるという主張である。
5. 米国の議論を参照しつつ、日本においても、非上場企業への円滑なリスクマネーの供給及び投資家にとっての投資機会の拡張という観点から、特定投資家の定義の見直し、非上場株式取引プラットフォームの運営者の新規参入の促進、上場ファンド市場の活性化等を検討し、私募証券投資を行う環境の整備を図る必要があると言えよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号を参照。
- ・ 竹下智「上場・非上場の垣根を飛び越えるクロスオーバー投資—米国ミューチュアルファンドによるプレIPO株式投資の実状—」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号。

I 日米で異なる私募証券投資を巡る制度整備

米国では、幅広い投資家が、私募証券投資を巡る制度が整備されてきたことを背景に、非上場株式や私募ファンド（private fund）に積極的に投資している。

米国の証券発行に係る制度は、1933年証券法により規定されている。同法における私募証券とは、証券取引委員会（SEC）への登録免除の下での募集制度（exempt offering）に基づくものであり、非上場企業が発行する非上場株式や、私募ファンド（投資会社）が発行する株式等が含まれる。また、米国の私募ファンドは、1940年投資会社法の3条(c)(1)または3条(c)(7)に基づいてSEC登録が免除され、プライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）、ベンチャー・キャピタル・ファンド（VCファンド）、ヘッジファンド等がこれに該当する。

米国の私募証券の投資家は、銀行、保険会社、投資会社といった金融機関等に加え、富裕な個人等の「自衛力認定投資家（accredited investor）」（詳細は後述）等から成る。現在、SECは、私募ファンドや非上場株式への投資機会を更に拡大するために、自衛力認定投資家の範囲の拡大を提案している。ジェイ・クレイトンSEC委員長は、2017年の就任当初より、幅広い個人に対して、非上場株式市場における投資機会を提供し、米国資本市場の健全かつ効率的な形成を促進する必要があるとの見解を示してきた。今般、SECが示した自衛力認定投資家の範囲拡大案は、とりわけ個人投資家による私募証券投資の活性化を目指している。

他方、日本政府の規制改革推進会議は、日本における私募証券投資を巡る制度に係る課題を指摘している。適格機関投資家向けに行うプロ私募の開示規制等を弾力化する必要があることや、日本にはリスク性資産を1億円以上保有する個人が100万人以上いる一方で、非上場株式等へのアクセスが限定的であること等である。また、東京プロマーケット（TOKYO PRO Market）や東京プロボンドマーケット（TOKYO PRO-BOND Market）という、特定投資家（適格機関投資家よりも幅広い投資家を含む）を対象とした上場市場も存在するが、前者の2019年の売買代金が約27億円に留まるなど、日本における私募証券投資は活発に行われているとは言い難い。そのため、規制改革推進会議は、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の施策を打ち出す必要性や、米国等の取引所外の市場を含めた各市場の状況を参考としつつ、必要に応じて、措置を講ずるとしている。

今後、日本において、私募証券投資を行う投資家層の拡大は、非上場企業への円滑なリスクマネーの供給及び、投資家にとっての投資機会の拡張という観点から、一層重要性を増すものと思われる。本稿では、米国における私募証券市場の活性化に向けた取り組みを紹介し、日本への示唆を考察する。

II 自衛力認定投資家を規定するレギュレーション D の概要

1. 1933 年証券法のレギュレーション D の概要

まず、米国の私募制度を概観する。同制度の中核を成す枠組みは、1933 年証券法の規則から成るレギュレーション D である。1982 年に制定されたレギュレーション D は、SEC 登録が免除される募集制度であり、ルール 504、ルール 506(b)、ルール 506(c) という 3 つの類型がある。

レギュレーション D に基づく証券は、いずれも 1933 年証券法 4 条(a)(2)の制限証券 (restricted securities) として発行されるため、同証券の保有者は、SEC 登録やその他免除規定に準拠しない限り、第三者に転売できない¹ (図表 1)。ルール 504 は、発行上限額は 12 か月間で 500 万ドルという制限を設けているが、投資家数に上限はない。他方で、ルール 506(b) 及びルール 506(c) は、投資家の属性または人数を限定している。レギュレーション D の中でも、ルール 506(b) 及びルール 506(c) が、私募証券の発行制度として位置づけられている。

レギュレーション D に基づく証券発行額の実績を見ると、ルール 506(b) が約 1 兆 5,000 億ドル、ルール 506(c) が約 2,110 億ドル、ルール 504 が約 20 億ドルとなっており (2018 年時点)、ルール 506(b) 及びルール 506(c) に基づく私募証券の発行額が大きかった。特に、ルール 506(b) は、一般勧誘 (general solicitation) は行えないが、自衛力認定投資家だけではなく、35 人以下の「洗練された個人 (sophisticated person)」に対する募集が可能であり、積極的に活用されていたことが見て取れる。一般勧誘とは、セミナー等で参加者に対して勧誘・宣伝を行うことや、新聞や雑誌、ウェブサイト等で広告することを指し、「洗練された個人」とは、投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに関する十分な知識と経験を持っている者である。

SEC によると、2013 年 9 月末から 2017 年 12 月末にかけて、ルール 506(b) に基づく私募証券の発行額は、非上場株式等を発行するファンド以外の発行体が約 5 兆 1,959 億ドル、

図表 1 1933 年証券法レギュレーション D の概要

	レギュレーション D		
	ルール 504	ルール 506(b)	ルール 506(c)
発行上限額	12 か月間で 上限 500 万ドル	上限なし	上限なし
投資家数上限	制限なし	自衛力認定投資家と 35 人以下の 「洗練された個人」	自衛力認定投資家
一般勧誘	不可	不可	可

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

¹ 詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号を参照。

ヘッジファンドが約1兆5,460億ドル、PEファンドが約1兆4,892億ドル、VCファンドが約1,355億ドルであった²。

2. 個人と法人に大別される自衛力認定投資家の概要

私募証券に投資可能な自衛力認定投資家は、レギュレーションDのルール501(a)において定義されており、個人と法人に大別される。

自衛力認定投資家に分類される個人は、①純資産（配偶者の純資産を含む）が100万ドル以上（主たる居住地の価値は除く）、または、②過去2年間における所得実績が年間20万ドル以上（または配偶者との合計所得が30万ドル以上）であり今年も同様の収入が見込める自然人（natural person）である（図表2）。これを、純資産及び所得基準と呼称する。

他方で、自衛力認定投資家に分類される法人は、銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、ミューチュアル・ファンド等のSECに登録する投資会社（RIC: registered investment company）が含まれ、事業開発会社（BDC: business development company）も該当する。BDCは、1940年投資会社法の2条(a)(48)に基づくクローズド・エンド・ファンド（詳細は後述）で、中小企業等に投資する点が特徴的である³。BDCは、①純資産の70%まで私募証券に投資可能であり、②収益の90%以上を四半期毎に配当する必要がある、③自己資本（エクイティ）に対して200%まで借入（レバレッジ）を行うことができる。

BDCの組成者を見ると、ゴールドマン・サックス、KKR、TPGキャピタル、ペインキャピタル、アレスキャピタル・コーポレーション等のPEファンドの運営者が多い⁴。また、BDCは、クローズド・エンド・ファンドとして、しばしばニューヨーク証券取引所

図表2 レギュレーションDルール501(a)が規定する自衛力認定投資家の概要

個人	①	純資産（配偶者の純資産を含む）が100万ドル以上（主たる居住地の価値は除く）の自然人
	②	過去2年間における所得実績が年間20万ドル以上（または配偶者との合計所得が30万ドル以上）であり、今年も同様の収入が見込める自然人
	③	レギュレーションDに基づいて発行された証券の発行体の取締役（director）、執行役員（executive officer）、ゼネラル・パートナー（general partner）
法人	④	銀行、貯蓄貸付組合、協同組合銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、投資会社、事業開発会社（私募も含む）、中小企業投資会社、州政府等によって設立された500万ドル以上の残高を有する職員給付プラン、ERISAに基づいて銀行、保険会社、登録投資顧問業者が管理する、または、500万ドル以上の資産を運用する従業員給付プラン
	⑤	総資産500万ドル以上保有する内国歳入法501(c)(3)で定められる組織、株式会社、事業信託、パートナーシップ
	⑥	「洗練された個人」によって投資判断が行われる総資産500万ドル以上の信託
	⑦	全出資者が自衛力認定投資家に該当する法人

（出所）SECより野村資本市場研究所作成

² SEC, “Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017,” August 1, 2018.

³ 米国のBDCは、1940年投資会社法に基づくRICだけではなく、1940年投資顧問法の202条(a)(22)に基づく私募の形態で組成されることもある。両者共に現行規制下において自衛力認定投資家に分類されている。

⁴ ゴールドマン・サックスは2020年1月に、PE投資を行うマーチャント・バンキング事業をアセットマネジメント部門に移管している。詳細は、岡田功太、下山貴史「ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの事業改革—ウェルスマネジメント事業を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

等の証券取引所に上場する。つまり、BDC は、1940 年投資会社法の規制の下で、私募証券に投資しながらも投資家に高い流動性を提供する投資法人である。

3. SEC が提示した自衛力認定投資家の規則改正案

上記のように、個人であっても一定の要件を満たせば私募証券への投資機会が提供されているが、米国では、これを更に拡張するための制度整備が進められている。SEC は 2019 年 12 月、自衛力認定投資家の定義の修正に係る規則改正案（SEC 規則改正案）を公表し、2020 年 5 月末までパブリックコメントを募集した⁵。SEC 規則改正案は、登録免除募集制度の包括的な改革の最初のステップ（initial step）と位置付けられており、自衛力認定投資家に分類される個人及び法人の定義を拡大するものである。

1) 自衛力認定投資家に分類される個人の定義の拡大

SEC 規則改正案は、第一に、純資産及び所得基準において、純資産（配偶者の純資産を含む）が 100 万ドル以上（主たる居住地の価値は除く）の個人という要件について、配偶者だけではなく、「配偶者と同等の関係性にある同居者（spousal equivalent）」も含めるという提案をしている（図表 3）。

図表 3 SEC 規則改正案が提示した自衛力認定投資家の個人の定義の概要

①純資産基準	現行の規定	純資産（配偶者の純資産含む）が 100 万ドル以上（主たる居住地の価値は除く）の個人
	SEC 規則改正案の追加事項	配偶者と同等の関係性にある同居者
②所得基準	現行の規定	過去 2 年間の所得実績が 20 万ドル以上（または配偶者との合計所得が 30 万ドル以上）であり、今年も同様の収入が見込める個人
	SEC 規則改正案の追加事項	配偶者と同等の関係性にある同居者
③職責に基づく基準	現行の規定	レギュレーション D に基づいて発行された証券の発行体の取締役（director）、執行役員（executive officer）、ゼネラル・パートナー（general partner）
④専門的知見に基づく基準	SEC 規則改正案の追加事項	自衛力認定投資家としての資質を確保できるものとして、SEC が指定した職業上の証明や任命、認定教育機関から資格を得た個人。SEC は証明、任命、資格の指定にあたって、以下の要素等を考慮する。 1. 当該証明、任命、資格は自主規制機関やその他の業界団体による試験によって得られるものか、あるいは認定教育機関が発行したものか 2. 必要な試験は、有価証券や投資の分野において、個人の理解や洗練さを信頼できる形で有効に検証できるものか 3. これらの証明、任命、資格を有する個人は、投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに関する十分な知識と経験を持っていることが期待できるか 4. 個人が有する証明や任命に関する状況が、関連自主規制機関やその他の業界団体によって公表されているか
⑤投資専門家に係る基準	SEC 規則改正案の追加事項	私募ファンドの「知識のある従業員」

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

⁵ SEC, “Amending the “Accredited Investor” Definition,” December 18, 2019.

第二に、SECが指定した「職業上の証明や任命、認定教育機関から資格を得た個人」を、自衛力認定投資家に分類することを提案している。現行の規定は、純資産及び所得基準を採用しているが、これに対し SEC 規則改正案は、例えば米国証券アナリスト（CFA）等、投資に関する専門性に関係する資格を有する者も、私募証券の購入者として認められるとの考えに基づいている。同規則案が最終化された後、SEC は、「職業上の証明や任命、認定教育機関から得た資格」を具体的に公表する予定である。

第三に、1940 年投資会社法のルール 3c-5(a)(4)が規定する私募ファンドの「知識のある従業員（knowledgeable employee）」を自衛力認定投資家に含めることを示している。すなわち、1940 年投資会社法の 3 条(c)(1)または 3 条(c)(7)に基づいて、SEC 登録が免除される投資法人の取締役（director）、執行役員（executive officer）、ゼネラル・パートナー（general partner）等に就いている人や、投資部門の責任者等を自衛力認定投資家として追加するという提案である。

2) 自衛力認定投資家に分類される法人の定義の拡大

SECは、自衛力認定投資家に分類される法人についても定義の拡大を提案している。第一に、運用資産 500 万ドル以上のファミリーオフィス及びファミリークライアントを、自衛力認定投資家に分類することを提案している（図表 4 の⑥及び⑦）。ファミリーオフィスとは、富裕層の顧客ファミリーに対する資産運用や税務アドバイスを提供するものであり、原則として 1940 年投資顧問法に準拠する投資顧問業者として SEC に登録している。ファミリークライアントとは、ファミリーオフィスのメンバーや主要な従業員、彼らが運営する慈善活動団体（charitable organizations）や信託（trusts）等である。

図表 4 SEC 規則改正案が提示した自衛力認定投資家の法人の定義の概要

①	現行の規定	銀行、貯蓄貸付組合、協同組合銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、投資会社、事業開発会社（私募も含む）、中小企業投資会社、州政府等によって設立された 500 万ドル以上の残高を有する職員給付プラン、従業員退職所得保障法に基づいて銀行、保険会社、登録投資顧問業者が管理する、または、500 万ドル以上の資産を運用する従業員給付プラン
	SEC 規則改正案の追加事項	農村事業投資会社、登録投資顧問業者
②	現行の規定	総資産 500 万ドル以上保有する内国歳入法 501(c)(3)で定められる組織、株式会社、事業信託、パートナーシップ
	SEC 規則改正案の追加事項	リミテッド・ライアビリティ・カンパニー（LLC）
③	現行の規定	「洗練された個人」によって投資判断が行われる総資産 500 万ドル以上の信託
④	現行の規定	全出資者が自衛力認定投資家に該当する法人
⑤	SEC 規則改正案の追加事項	①、②、③、④に該当しない投資資産 500 万ドル以上の法人
⑥	SEC 規則改正案の追加事項	運用資産 500 万ドル以上のファミリーオフィス
⑦	SEC 規則改正案の追加事項	ファミリークライアント

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

第二に、農村事業投資会社（RBIC: rural business investment company）を自衛力認定投資家に追加することを提案している（図表 4 の①）。RBIC は、統合農業農村振興法（Consolidated Farm and Rural Development Act）の 384A 条に基づき、農務長官の承認によって設立される法人である。RBIC は、農業信用制度銀行（farm credit system banks）等から出資を受けて、農村地域の活性化と雇用の創出を目的とした投資を行う。その投資額の 75%以上は農村地域（人口 5 万人以下の地域）を対象とし、かつ、投資額の 50%以上を小規模企業（純資産が 600 万ドルかつ過去 2 年間の収入が 200 万ドル未満の企業）としなければならない。

RBIC が注目されたのはバラク・オバマ政権に遡る。当時のトム・ヴィルサック農務長官は 2014 年 4 月、「メイド・イン・ルーラル・アメリカ（Made in Rural America）」という米国農村部に対する PE 投資やベンチャー投資の活性化策を打ち出した⁶。その際に、アドバンテージ・キャピタル・パートナーズ（Advantage Capital Partners）は、農業信用制度銀行 8 行から約 1 億 5,000 万ドルの資金を調達し、RBIC の運営を開始した。また、2019 年 11 月には、ブルー・ハイウェイ・グロース・キャピタル（Blue Highway Growth Capital）の RBIC が、M&T バンクから約 500 万ドルの出資を受けた⁷。ブルー・ハイウェイ・グロース・キャピタルは、米国中部大西洋岸や北東部の農村地域への投資を行っている投資会社である。

第三に、図表 4 が示す①、②、③、④に該当しない投資資産 500 万ドル以上の法人の追加を提案している（図表 4 の⑤）。これは、キャッチオール条項と呼ばれており、インディアン部族⁸、労働組合、政府や政府系の基金等を自衛力認定投資家に含めることを意図している。

III SEC 規則改正案に対する市場参加者の主張

1. 前向きに評価する非上場株式取引プラットフォームの運営者

SEC 規則改正案の公表を受けて、非上場株式取引プラットフォームの運営者は、自衛力認定投資家に定義の拡大について、概ね前向きな見解を示している。非上場株式取引プラットフォームの運営者とは、代替取引システム（ATS: alternative trading system）やブローカー・ディーラーとして SEC に登録しており、複数の市場参加者（マーケットメイカー等）を誘致し、非上場株式の気配値の提示を得ることで流動性を創出するものである。ATS とは、既存の証券取引所と同等の機能を果たすシステムのうち、利用者への規制・監

⁶ USDA, “USDA Announces \$150 Million Investment Fund to Grow Small Businesses, Create Jobs in Rural America,” April 21, 2014.

⁷ M&T, “M&T Bank Invests \$5 Million in Blue Highway Growth Capital Fund to Accelerate Revitalization in Rural Communities,” October 10, 2019.

⁸ 米国において、インディアン部族（Indian tribe）は、連邦政府や州と並んで主権を持つ団体として認められている。

督機能を持たないものを指す。

米国では、非上場株式取引プラットフォームの運営者が乱立気味とも言える状況にあり、OTC マーケッツ・グループ (OTC Markets Group)、ザンバト (Zanbato)、ウィーフアンダー (Wefounder)、スタートエンジン (StartEngine)、リパブリック (Republic)、シードインベスト (SeedInvest)、ナスダック・プライベート・マーケット (Nasdaq Private Market) 等が、非上場株式の流動性を投資家に提供している⁹。フォージ・グローバル (Forge Global) が2020年5月に、シェアーズポスト (SharesPost) の買収に合意する等、非上場株式取引プラットフォーム運営者については、近年、再編の兆しが見られる。

他方で、新規参入者もいる。GTSは2020年4月、クリアリスト (ClearList) という非上場株式取引プラットフォームの運営開始を公表した。GTSは、著名な高頻度取引 (HFT) 業者であり、シタデル・セキュリティーズやバーチュ・ファイナンシャルと肩を並べる米国最大級のマーケットメイカーである¹⁰。同社は、ニューヨーク証券取引所に上場する1,000銘柄以上の上場企業の値付けを行っており、最近では、バークレイズの株式オプション取引部門を買収したり、BNPパリバと提携したりして米国株の電子トレーディング事業を拡大している。同時に、GTSは、ATSとしてSEC登録されたクリアリストを運営している。クリアリストは著名なヘッジファンドのチューダー・インベストメント・コーポレーション (Tudor Investment Corporation) の出資を受けており、TDアメリトレードのステイブ・カーク氏 (エグゼクティブ・バイス・プレジデント) が顧問を務めている¹¹。つまり、GTSは、米国最大級の上場株式のマーケットメイカーでありながら、非上場株式取引プラットフォームの運営者でもある。

クリアリストは2020年6月、シェアネット (ShareNett) との提携を公表した。シェアネットは、ファミリーオフィス約400社に対して、ヘッジファンドやVCファンド等の発掘 (ソーシング) や投資哲学等の精査 (デューデリジェンス)、PEファンド等への共同投資の機会等を提供するプラットフォーム (distribution platform) である。今後、SEC規則改正案が最終化された場合、運用資産500万ドル以上のファミリーオフィスが自衛力認定投資家となることから、クリアリストは、同提携によって非上場株式を売買する顧客を増加させることが期待できる。

GTSは、クリアリストの運営を通じて、自身が有するトレーディング・テクノロジーを活用し、米国の非上場株式市場の透明性及び効率性の向上に寄与できると述べており、SEC規則改正案を歓迎している¹²。

⁹ 詳細は、岡田功太、片寄直紀「米国株式市場の競争を促す OTC マーケット」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号、岡田功太「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号、同「コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

¹⁰ 詳細は、岡田功太、齋藤芳充「米国株式市場のメイカー・テイカー・モデルを巡る議論—流動性向上策としてのリベートの功罪—」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号、岡田功太「ニューヨーク証券取引所による米国ETFの流動性向上策」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

¹¹ チャールズ・シュワブは2019年11月、TDアメリトレードを買収することを公表した。詳細は、岡田功太「チャールズ・シュワブによるTDアメリトレードの買収—米国個人向け金融サービス業界への示唆—」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号を参照。

¹² GTS, “Amending the “Accredited Investor” Definition, File No. S7-25-19, Release No. 33-10734; 34-87784,” May 5, 2020.

2. 反対姿勢の北米証券監督者協会及び全米消費者協会

他方で、北米証券監督者協会及び全米消費者協会は、SEC規則改正案について反対の姿勢を示している¹³。その理由として、第一に、レギュレーションDに係る情報開示の拡充の必要性を挙げている。SEC登録が必要な公募市場では、企業は十分な情報開示を行うことが求められ、市場参加者のチェックの下でガバナンスを強化しなければならない。それにより、企業の健全性が向上し、投資家保護が拡充される。他方で、SEC登録が不要な私募市場では開示が限定的であり、結果的に、投資家からの苦情、さらには詐欺や不正行為に繋がることもあり得る。

実際に、SECの調査によると、過去5年以内に営業職員の不正行為が発生したブローカー・ディーラーの割合（社数ベース）は、私募証券を取り扱っていなかったブローカー・ディーラーでは約6%であったが、私募証券を取り扱っていたブローカー・ディーラーについては約22%に達していた¹⁴。これらを踏まえ、北米証券監督者協会及び全米消費者協会は、レギュレーションDに係る情報開示を拡充しないまま、自衛力認定投資家の定義を拡大することは、投資家保護を蔑ろにし得ると主張している。

第二に、純資産及び所得基準に関する問題を指摘している。インフレ等の影響により、自衛力認定投資家に該当する世帯が、同規則の制定された1982年の1.6%から足元で13%にまで拡大しているが、それらに含まれている個人が、私募証券の取引に必要な知識を持ち合わせているとは限らない。そのため、北米証券監督者協会及び全米消費者協会は、純資産及び所得基準について、インフレ調整を行うべきであると主張している。また、同基準には非金融資産も含まれており、私募証券の取引で生じる損失に耐えられることを示す基準として必ずしも適切とは言い難い。北米証券監督者協会及び全米消費者協会は、同基準から、主たる居住地以外にも、事業に利用する農地や機械、老後に必要な退職勘定で保有する資産を除外すべきであると述べている。

第三に、「職業上の証明や任命、認定教育機関からの資格を得た個人」についてである。北米証券監督者協会及び全米消費者協会は、今般のSEC規則改正案とは別に、パブリックコメントの募集等の正式な規則改正手続きを経た上で、職業上の証明や資格を規定すべきであるとしている。また、弁護士、経営学修士（MBA）、会計士といった投資と関連性が低い資格は、自衛力認定投資家に分類されるべきではないと主張している。さらに、資格だけで自衛力認定投資家と認めることは適切ではなく、投資経験や損失に耐えられるかどうかも基準に含めて考える必要があると述べている。

¹³ NASSA, “File No. S7-25-29: Amending the “Accredited Investor” Definition,” March 16, 2020. Consumer Federation of America, “File No. S7-25-29: Amending the “Accredited Investor” Definition,” March 9, 2020.

¹⁴ SEC, “Online Appendix to Commissioner Robert J. Jackson, Jr. Statement on Accredited Investor Definition,” December 18, 2019.

IV 米国の公募ファンドの私募証券投資に係る規制緩和

SEC規則改正案は、自衛力認定投資家の定義に関するものだが、米国の資産運用業界は、SECに対して、既に自衛力認定投資家に分類されている1940年投資会社法の登録投資会社(RIC)に係る規制緩和についても提言している。具体的には、クローズド・エンド・ファンド及びインターバル・ファンドに係る規制緩和と、関係者(affiliated persons)に当たるRIC間の私募証券取引(クロス取引)に係る規制緩和である。

1. クローズド・エンド・ファンドの集中投資規制の撤廃

クローズド・エンド・ファンドは、当初募集期間終了後の追加設定は受け付けないものの、多くが証券取引所に上場し、投資家は売買の機会を得ることができる。上場クローズド・エンド・ファンドの価格が、同ファンドの基準価額(NAV)よりも高い時は「プレミアム」、低い時は「ディスカウント」と呼ばれる。

1940年投資会社法上のクローズド・エンド・ファンドは、純資産総額の100%まで非上場株式等の非流動性資産に投資することが可能である¹⁵。同ファンドは、RICとして厳格な開示規制下であり、運用者は顧客の最善の利益を追求する受託者責任を負っている。また、同ファンドを個人投資家等に提供するブローカー・ディーラー及び登録投資顧問業者は、顧客の最善の利益追求を規定する、レギュレーション・ベスト・インタレストに準拠することが求められている¹⁶。厳格な規制を受けるクローズド・エンド・ファンドの規制緩和を行い、同ファンドによる私募証券投資を行いやすくすれば、個人が直接私募証券に投資する際に懸念されるような詐欺や不正行為の懸念を回避しながら、非上場株式等への投資の活性化に繋がることを期待できる。

このような背景の下、運用会社大手のフィデリティ・インベストメンツは、クローズド・エンド・ファンドの集中投資規制の撤廃を主張している¹⁷。1940年投資会社法の8条(b)(1)(E)によると、クローズド・エンド・ファンドが単一の業種(any one industry or group of industries)に純資産総額の25%以上投資する場合、同ファンドのスポンサーである資産運用会社は、同ファンドの株主(投資家)の承認を得る必要がある。そのため、例えば、クローズド・エンド・ファンドの運用資産総額が急激に増減し、意図せずに25%基準に抵触した場合においても、株主承認を取得する必要性が生じる。

フィデリティ・インベストメンツは、集中投資規制は資産運用会社にとって不必要な負担であり、クローズド・エンド・ファンドの拡大を阻害する要因であると主張している。

¹⁵ オープン・エンド・ファンドであるミューチュアル・ファンドによる非上場企業への投資は、クロスオーバー投資と呼ばれる。詳細は、竹下智「上場・非上場の垣根を飛び越えるクロスオーバー投資—米国ミューチュアルファンドによるプレIPO株式投資の実状—」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号を参照。

¹⁶ 詳細は、岡田功太「SECの米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号(ウェブサイト版)、同「米国における投資アドバイスの行為基準規制を巡る議論の進展」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号(ウェブサイト版)を参照。

¹⁷ Fidelity Investments, “Amending the “Accredited Investor” Definition: File No. S7-25-19,” March 16, 2020.

同社は、クローズド・エンド・ファンドの集中投資規制を撤廃し、運用し易い制度設計に変更することができれば、同ファンドの市場規模は拡大し、私募証券投資の更なる活性化が期待できると述べている。

なお、米国のクローズド・エンド・ファンドは 2019 年末時点で約 500 本あり、その運用資産総額は合計で約 2,780 億ドルである。同時点の投資対象資産は、米国地方債が約 33%、米国株式が約 29%、米国債が約 21%、世界株式が約 10%、世界債券が約 8%である。

2. インターバル・ファンドの規制改革に係る提言

米国の資産運用業界は、インターバル・ファンドの規制改革についても提言している。インターバル・ファンドは、1940 年投資会社法のルール 23c3 に基づく RIC である（図表 5）。インターバルとは、投資家による解約頻度（換金可能な頻度）のことを指し、原則として、3 か月に 1 回、6 か月に 1 回、12 か月に 1 回と規定されており、同ファンドは買取り額に応じて、投資対象資産をプロラタ（比例配分）でアンワインド（ポジション解消）する。

投資会社協会（ICI）は、SEC に対してルール 23c3 を改正し、①1 か月間のインターバルの容認、②投資家による買戻し請求額が、インターバル・ファンドの株式（普通株）の発行済み総額の 25%未満でなければならないという制約の撤廃を主張している¹⁸。ICI は、これらの改革によって、インターバル・ファンドの商品性が改善されれば、投資家が同ファンドの購入を検討し易くなり、高水準の投資家保護を維持しながら、同ファンド経由の私募証券投資を活性化できることを主張している。

図表 5 各 RIC の特徴の概要

	クローズド・ エンド・ファンド	インターバル・ ファンド	オープン・ エンド・ファンド
追加設定	不可	可 (NAV の算出頻度次第)	可
非流動性資産への投資	純資産総額の上限 100%	純資産総額の 75%–95%	純資産総額の上限 15%
取引価格の算出	上場している場合は 証券取引所で値付け されている価格	NAV	NAV
投資家による購入頻度	日次（証券取引所 において日次で値付け されている場合）	日次または月次 (同ファンドの募集 規定次第)	日次
投資家による解約頻度	日次（上場市場の流 動性次第）	3 か月、6 か月、 12 か月に 1 回	日次
投資家による解約制限	なし	同ファンドの株式の 発行済み総額の 5%以 上かつ 25%未満	なし

(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

¹⁸ ICI, “Amending the “Accredited Investor” Definition (File No. S7-25-19),” March 12, 2020.

なお、米国のインターバル・ファンドは約 68 本あり、その大半は、地方債、バンクローン、ローン担保証券（CLO）等に投資するクレジット戦略を採用している。同ファンドの運用資産総額は合計で約 330 億ドル（2020 年 5 月末時点）であり、市場規模は小さいが、近年では、カーライル、KKR、ブラックロック、ブラックストーン等が同ファンドの運用を開始しており、今後の動向が注目されている。

3. 私募証券のクロス取引規制の適用免除

フィデリティ・インベストメンツは、RIC による、私募証券のクロス取引規制の適用免除も主張している。クロス取引とは、関係者間の取引（affiliated transaction）である。例えば、ある投資家が、ミューチュアル・ファンド A とミューチュアル・ファンド B の両者の議決権を 5%以上保有し、両者を支配していた場合、ミューチュアル・ファンド A とミューチュアル・ファンド B は関係者（affiliated person）となり、両者間の証券取引は、関係者間の取引、すなわち、クロス取引に該当する。

SEC は、1940 年投資会社法のルール 17a-7 において、原則としてクロス取引を禁じているが、①「市場の気配を直ちに取得できる（market quotations are readily available）」証券の取引であり、②「独立した時価（at the independent current market price）」で取引が執行されており、③同取引に関連するブローカレッジ・コミッションが発生しない場合においてのみ、クロス取引を許容している。レギュレーション D のルール 506(b)に基づいて私募発行された非上場株式は、市場の気配を直ちに取得できないことが多いため、一般にクロス取引が認められない。

ただし、SEC は、例外的に、米国地方債については、市場の気配を直ちに取得できない場合においてもクロス取引を容認している。そこで、フィデリティ・インベストメンツは、SEC に対して、私募証券についても、RIC によるクロス取引規制の適用を免除すべきであると述べている¹⁹。この主張が認められた場合、RIC はクロス取引により、ブローカレッジ・コミッションや取引コスト（流動性コスト）を抑制しながら、私募証券に投資するポートフォリオのリバランス等が可能となる。これは、同証券へのエクスポージャー拡大を行いやすくすることに繋がる。

V 私募証券投資の活性化と資本市場におけるダイナミズムの創出

米国の投資家は、資産運用を行うにあたって、私募証券投資の選択肢が多様である。私募ファンドとして組成された PE ファンド、VC ファンド、ヘッジファンドに直接的に投資する以外にも、①クリアリスト等の運営する非上場株式取引プラットフォーム、②上場 RIC であるクローズド・エンド・ファンドや非上場 RIC であるインターバル・ファンド等を通じて私募証券に投資することが可能であり、成長著しい非上場株式市場へのエク

¹⁹ 前掲脚注 17 を参照。

ポージャーを有することができる。

現在、米国の私募証券投資の活性化に係る議論は、SECが提案した自衛力認定投資家の定義の拡大を中心に進展しており、それに対して、米国資産運用業界からRICの規制緩和についても同時に議論すべきであるという意見が出されている。前者については、「知識ある従業員」や「認定教育機関の資格」を有する個人、ファミリーオフィスやRBIC等の法人の追加が提案されている。後者については、クローズド・エンド・ファンドの集中投資規制の撤廃、インターバル・ファンドの規制改革、RICによる私募証券のクロス取引規制の適用免除等が提言されている。

私募証券市場の活気を維持するには、多様な投資家の存在が不可欠と言える。今後、SEC規則改正案の最終化やRICの規制緩和が実現し、自衛力認定投資家による私募証券投資が活発化すれば、米国の非上場企業に対するリスクマネー供給の更なる効率化と拡大に繋がる可能性がある。私募による資金調達を行った非上場企業が、更なる成長を目指してIPOしたり、証券取引所に上場するRICの運用資産総額が増加することで、上場市場の活性化にも寄与し、投資家による資産運用の選択肢が拡大する可能性もある。また、私募証券投資の活発化は非上場株式取引プラットフォームの運営者同士の競争促進、そしてIPO実施企業の増加は証券取引所同士の競争促進に資する可能性があり、米国の資本市場全体のダイナミズムの創出にも繋がると言えよう。

VI 日本における私募証券投資の活性化に必要な論点

米国における自衛力認定投資家制度の改正案やRICの規制緩和を巡る議論を参照しつつ、規制改革推進会議が示したプロ私募要件の緩和及び非上場株式等の流通市場の見直し等を踏まえて、日本における私募証券投資の活性化に必要な論点を以下に指摘する。

1. 特定投資家の定義の見直しの必要性

日本における特定投資家の枠組みを考察すると、米国の自衛力認定投資家のように、投資家の適格性基準として位置づけ直す必要性が指摘できる。

特定投資家は、金融商品取引法第2条第31項等に規定されており、適格機関投資家以外にも、①純資産及び投資性のある金融資産総額が3億円以上、かつ、②取引開始後1年以上が経過した個人等が含まれている。日本の非上場企業等へのリスクマネーの供給を促進するという観点で、上記の個人に係る2つの要件の改正について議論することは検討に値しよう。その際、米国の純資産及び所得基準をめぐる議論を参照することも有用であろう。例えば、「3億円」という数値基準の妥当性、純資産だけではなく所得を数値基準に含めるべきなのかという点、配偶者や配偶者と同等の関係性にある同居者の純資産及び所得を含めるべきなのかという点が、論点として挙げられるのではないだろうか。

また、米国の純資産及び所得基準には、現在、居住地以外の不動産が含まれており、今

後、事業用資産が除外される可能性がある。すなわち、私募証券投資に対する自衛力をより精緻に計測することを目指している。更に、SECは、「知識ある従業員」や「認定教育機関の資格」を有する個人についても、自衛力認定投資家として認めるべきか市場参加者に議論を促している。他方で、日本の特定投資家は、個人の純資産及び金融資産のみを参照しており、私募証券投資に資する者を示す基準として十分なのか検討の余地がある。さらには、特定投資家に、私募証券投資に係る知見を有する者を分類すべきか議論する必要もあると言えるだろう。

ただし、特定投資家の範囲を拡大した場合、私募証券の取引に係る不正行為等の増加が懸念される。その際、前述のSECの調査のように、どの程度、私募証券投資に係る不正行為等が増加する可能性があるのか、定量的なデータを提示した上で議論を進めることが求められるであろう。

2. 非上場株式取引プラットフォームの運営者の新規参入の促進

米国の非上場株式取引プラットフォームの運営者は、多種多様である。全米最大級のマーケットメイカーであるGTS（クリアリスト）、1904年から続くピンクシートを出自とするOTCマーケット・グループ、数多くのスタートアップ企業の誘致に成功しているザンバト等であり、その多くはATSとしてブローカーを誘致することで非上場株式取引プラットフォームを運営している。

他方で、日本における非上場株式取引の仕組みは、足下では株主コミュニティ制度のみであるが、同制度は地域に根ざした企業がより資金調達をしやすくすることをコンセプトとしている。株主コミュニティ制度を、スタートアップ企業の資金調達やエンジェル投資家の誘致を前提とした制度として打ち出すことが有用ではないだろうか。

また、日本においては、私設取引システム（PTS: proprietary trading system）の認可を取得することで、非上場株式取引プラットフォームの運営を開始するような新規参入の動きが限定的である。PTSは、上場市場間競争の促進によるイノベーション喚起や利用者の利便性向上への期待から1998年の証券取引法（当時）改正により導入された制度であるが、上場株式だけではなく、店頭登録株式についても取り扱いが認められている。日本における非上場株式取引プラットフォームの運営者の新規参入の促進という観点で、日本のPTS制度を位置づけることも、新たな施策として検討に値するのではないだろうか。

日本において、多様な特定投資家が誕生すれば、私募証券に係る一定程度の取引ニーズが生ずると想定されることから、今後、同投資家の範囲拡大に係る議論の進展に加えて、非上場株式取引プラットフォームの運営者の新規参入者の増加もあり得るだろう。

3. 期待される上場ファンドの多様化と資産運用の選択肢の拡大

私募証券の取引を活性化させながらも、高水準の投資家保護を維持する観点からは、日本においても、米国の BDC を含むクローズド・エンド・ファンドのような、厳格に規制された上場ファンドの多様化も重要な論点となろう。

現在、日本における公募投信は、オープン・エンド・ファンドが多く、上場しているクローズド・エンド・ファンドは、不動産投資信託（REIT）とインフラ・ファンドのみである。2001 年 12 月に大阪証券取引所（当時）によって開設され、その後、東京証券取引所との統合によって移管された東証ベンチャーファンド市場に上場する公募ファンドは、現時点で存在しない。また、特定投資家向けの上場市場として位置づけられている東京プロマーケット及び東京プロボンドマーケットは、特定投資家向け私募の株式及び債券のみを対象としており、私募ファンドは対象外である。東京プロマーケット及び東京プロボンドマーケットについても売買が活況を呈しているとは言い難い。

このような制度状況を踏まえると、一般投資家が、純資産及び投資性のある金融資産総額が 3 億円以上、かつ、取引開始後 1 年以上が経過していること、という条件を満たして特定投資家になることができたとしても、私募ファンドを含む幅広い投資機会が用意されているとは言い難いことから、特定投資家に移行するインセンティブを持ちにくいことにも繋がっている可能性がある。そこで、特定投資家の定義を見直すと同時に、同投資家にとっての利便性向上を念頭に、東証ベンチャーファンド市場や、東京プロマーケット及び東京プロボンドマーケットの活性化を検討しても良いのではないだろうか。

日本の資本市場が、日本の成長を担うスタートアップ企業等の資金調達者と、個人投資家の双方にとって、より利用価値の高い存在になるためにも、積極的な制度改正への取り組みが期待される。