

## リスクマネーの供給促進と投資者保護

淵田 康之

### ■ 要 約 ■

1. リスクマネーの供給促進には、企業のディスクロージャー負担の軽減が有力な手段となりうるが、この場合、投資者保護のレベルをいかに低下させないかが重要となる。
2. 米国では、経済低迷が深刻化した 1980 年代初頭と 1990 年代初頭に、中小・新興企業の資金調達促進を目指した抜本的な資本市場改革が実現した。2012 年に成立した JOBS 法は 20 年振り、3 度目の大改革である。これらの改革では、リスクマネーの供給促進と投資者保護のバランスを図る工夫が盛り込まれている。
3. JOBS 法成立後 1 年半の状況を見ると、特に EGC 関連の条項が活発に利用されている。また SEC 規則がまだ整備されていないものの、クラウドファンディングの他、レギュレーション A やレギュレーション D 関連の改正点への期待も高い。
4. 一方、米国は、個人が適格投資者となる際の基準の見直しも同時に進めており、投資者保護への配慮も怠っていない。
5. わが国もこれまで、中小・新興企業の資金調達の円滑化の観点から、発行届出の少額免除やプロ私募など、米国に似た制度を導入してきた。そして本年、新たな成長戦略の一環として、JOBS 法も参考とした規制改革の検討が始まっている。
6. 米国では全世帯の 7.2%、800 万以上の世帯が適格投資者の基準をクリアし、27 万人のエンジェル投資家が「死の谷」の段階の新興企業を支えている。これに対してわが国では、適格機関投資家として届出をした個人は 33 名に過ぎない。少額募集の特例、プロ向け市場のあり方等を含め、様々な課題があると考えられる。

### I はじめに

2013 年 9 月にサンクトペテルブルクで開催された G20 サミットは、成長の強化と雇用の創出を最優先課題に掲げたが、その実現に重要な役割を果たすのが長期投資であるとした。そしてインフラや中小企業に対するものを含む、長期投資ファイナンスを促進する環

境を整備することが重要とした<sup>1</sup>。

G20 が重視する「長期投資ファイナンス」は、わが国において「リスクマネーの供給」という表現で、近年、その促進が重視されているものとほぼ同義である<sup>2</sup>。

リスクマネー供給の主たるルートとなるのが、証券市場である。証券市場をリスクマネー調達の間として健全に機能させることが、証券行政の一つの目標である。

証券行政は、同時に、リスクマネーの出し手である投資者の保護を重要な目的とする。投資者保護の推進は、証券市場の信頼向上につながり、リスクマネーの供給促進にも寄与するため、この二つの目的は整合的である。

しかし投資者保護の主たる手段に位置づけられるディスクロージャーは、リスクマネーの調達主体にとって無視できない負担とされることが多い。そこでリスクマネーの供給促進と、投資者保護の向上という証券行政の二つの目標が、トレードオフの関係となる局面もある。

米国の歴史を見ると、証券行政の目標として、リスクマネーの供給促進がとりわけ強調された時期には、投資者保護政策の一部を緩和する一方、一部を強化することで、証券行政の二つの目標のバランスをファイン・チューニングする工夫が採用されてきた。

すなわち、通常よりディスクロージャー負担を軽減した証券発行の可能性に途を開きつつ、同時に、発行額、投資家の数、投資家の属性、企業の属性等に制限を加えるという工夫である。

2012年に成立した JOBS 法（Jumpstart Our Business Startups Act）は、こうした工夫を大きく飛躍させ、両者のバランスの新たな均衡点を確立する試みとして注目される。以下では、米国の証券市場調達に関する規制の展開と JOBS 法の意義を確認しつつ、我が国への示唆を考えてみる。

## Ⅱ 米国における規制緩和の動き

### 1. JOBS 法 1 年

#### 1) 新たな改革と発想

JOBS 法の内容については、既に各種の紹介がなされているが<sup>3</sup>、図表 1 にポイントをまとめてみた。ワンサイズ・フィット・オールではない規制が目指されていることは、企業の性格の相違、投資家の性格の相違、資本調達の内容や手法の相違等に着眼した内容になっていることで明らかであろう。

<sup>1</sup> G20 サンクトペテルブルク・サミット首脳宣言、2013 年 9 月 6 日。なお G20 に向けた長期投資ファイナンス促進の議論については、淵田康之「長期投資ファイナンスの促進に向けたグローバルな議論」『野村資本市場クォーターリー』2013 年夏号 P73～p95 参照。

<sup>2</sup> 例えば「平成 20 年度年次経済財政報告」内閣府、2008 年 7 月や、2013 年 6 月 14 日閣議決定「規制改革実施計画」など参照。

<sup>3</sup> 岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号、p125～p136、及びセオドア・A・パラダイス、杉山浩司「JOBS 法の成立による米国証券市場の新たな動き」『商事法務』No.1969、2013 年 6 月 25 日、p22～p33 参照。

図表 1 JOBS 法の主要ポイント

<EGC に対する規制緩和>

規制緩和項目	内容(条文)
IPO 後 5 年間、公開企業としての報告要件の軽減	役員報酬ガバナンス・開示の適用免除。(102条(a)) 内部統制に関する監査人の証明報告書の提出義務を免除。(103条) 新たな USGAAP に関する公的見解は、非公開企業にも適用されるまでは適用免除。(104条)
IPO 登録届出書の要件を軽減	IPO 登録届出書において、現行の 3 年ではなく 2 年分の監査済み財務諸表の提供で良いとする。過去の期間に関する「主要財務データ」も要求されない。(102条(b)) IPO 登録届出書を、秘密裡かつ非公開ベースで、SEC によるレビューのためにファイリングすることを可能に。(106条)
募集前の予備調査のための投資家ミーティングを可能に	ミーティングの参加者が適格機関購入者または適格投資者(個人を除く)である場合。(105条(c))
IPO に際する投資銀行の リサーチ関連規制の緩和	投資銀行が、IPO に先立ち、当該企業のリサーチを公表可能に。(105条(a)) アナリストが投資銀行担当者と共に EGC との会議に参加可能に。(105条(b)) IPO 後又は IPO 関連のロックアップ期間満了後のリサーチ公表禁止期間に関する規則の廃止。(105条(d))

<私募、少額募集への規制緩和>

規制緩和項目	内容(条文)
レギュレーション D 及び ルール 144A における一 般的勧誘を一部解禁	レギュレーション D の場合、全ての購入者が適格投資者である場合、ルール 144A の場合、全ての購入者が適格機関購入者である場合。(201条(a), (b))
レギュレーション D 募集 プラットフォームの運営 者に対する証券業者登録 の適用免除	オファー、売付け、買付け、交渉、または、一般的勧誘、一般的広告あるいは類似・関連する行為を、オンラインで行うことを可能とするプラットフォームあるいはメカニズムの維持等は、証券業者登録免除。報酬の受領や顧客資産の管理は禁止。(201条(c))
レギュレーション A 募集 の限度額の引き上げ	現行の 500 万ドル上限ではなく 5,000 万ドルを上限とする条項を追加。(401条)

<クラウドファンディング関連>

規制緩和項目	内容(条文)
クラウドファンディング に対する登録免除	発行総額は、年間 100 万ドルが上限。 投資家の投資総額上限(年収 10 万ドル未満の投資家は、2,000 ドルまたは年収の 5%のいずれか大きい方を超えない等)。 購入後 1 年間譲渡禁止。 証券会社ないしファンディング・ポータルを通じて調達。(302条)
ファンディング・ポータル に対し証券業者登録の 適用免除	ファンディング・ポータルは SEC 及び自主規制機関への登録義務。投資家への説明等の義務。投資アドバイス等は禁止。(304条)

<非公開企業への開示負担軽減>

規制緩和項目	内容(条文)
非公開企業に継続開示義務が生じる株主数の基準を 引き上げ	2,000 名の株主又は適格投資者ではない 500 名の株主のいずれかによって保有されるまで、SEC への登録義務を免除。(501条)

(出所) 野村資本市場研究所

すなわち、一部の規制緩和は Emerging Growth Company (EGC) という IPO の手続き中ないし IPO 後 5 年までの中小企業のみを対象としていること<sup>4</sup>、投資家が「適格投資者」や「個人を除く適格投資者」である場合に限定した規制緩和があること、発行総額や投資家の人数、あるいは投資家の投資総額を限定した上での規制緩和があること、一定の条件を満たす場合、ファンディング・ポータルという証券会社より規制の緩い仲介者を使った資金調達を可能としている点などである。

後述するように、米国における従来のディスクロージャー規制負担の緩和の試みとしては、レギュレーション D が中心的な役割を担ってきたが、JOBS 法では、同規則関連の規制がさらに緩和されたことも注目される。また従来あまり機能していなかったレギュレーション A を、活性化しようという意図もうかがえる。

注目されることの多いクラウドファンディング関連の条項では、投資家に投資総額上限を設定したことが特徴的である<sup>5</sup>。従来は募集を伴わない取引として SEC への登録が免除される取引は、レギュレーション D が適用される適格投資者向けの取得勧誘、すなわち資産家や高所得者向けの取引か、純然たる私募と解釈されるもの、すなわち企業の実態を十分知りうる経営幹部や一握りの関係者などを対象とした取引等に限定されていた。

これに対して JOBS 法におけるクラウドファンディングの規定では、一定の投資総額上限の範囲で、不特定多数の一般個人からも小口の出資を募ることが可能となる。インターネットの発展もあり、通常ディスクロージャーの形式ではなくても、投資判断に必要な発行者や証券に関する情報が相当程度得られ、また出資したお金がゼロになっても個人の年間所得に対して限定的な損失に留まるのであれば、投資者保護は大きく損なわれず、むしろメリットの方が大きいという判断が背景にあると考えられる。

不特定多数の一般投資家を保護するためにこそ、発行開示制度が導入された歴史的経緯を踏まえれば、大胆な発想の飛躍と言えよう。

この仕組みに参加する投資家が、企業の理念や技術に共感し、これを応援したいといった投資目的を持ち、必ずしも金銭的リターンのみを求めているのではない場合が多いとされることも、従来型の投資者保護の枠組みにとらわれない発想につながったのかもしれない。リスクマネーの供給促進と投資者保護という目的をいかにバランスさせるかという長年の試行錯誤を経て、新たな均衡点が見出されたとも言えよう。

## 2) 活発に利用される EGC 関連条項

2013 年 9 月 17 日に開催された SEC の中小・新興企業アドバイザー委員会 (SEC Advisory Committee on Small and Emerging Companies) においては、JOBS 法制定 1 年を振り返り、利用状況や今後の課題が議論された。ここでの発表資料によると、同法

<sup>4</sup> EGC の定義は、2011 年 12 月 8 日以降に IPO 価格の値決めがされ、IPO から 5 会計年度までの企業で、年間総収益 (total annual gross revenue) が 10 億ドル未満 (直近会計年度) の企業。

<sup>5</sup> クラウドファンディングには、寄付型、融資型等の仕組みもあるが、証券行政においては、出資型が議論の対象となる。

制定後に実施された IPO の 85%が EGC によるもので、その 90%以上において JOBS 法で導入された EGC に対する規制緩和措置が活用されたという。

特に、IPO 登録届出書を、秘密裡かつ非公開ベースで SEC によるレビューのためにファイリングすることを可能とした 106 条は、約 85%のケースで活用されたという。この措置は、EGC が競争相手を利することとなるセンシティブな情報を市場に対して開示せずに IPO を模索し、かつ企業が IPO の中止を決定した場合にもその体面を守ることができるというメリットがある。最近では、ツイッターがこの制度を利用して、IPO の準備を進めていることが話題となった。

また内部統制の外部監査人による証明書や役員報酬に関するディスクロージャーの免除制度（102 条(a)、103 条）も、活発に利用されているという。IPO 登録届出書において、現行の 3 年ではなく 2 年分の監査済み財務諸表の提供で良いとする条項は、4 割のケースで利用された（102 条(b)）。

募集前の予備調査（testing the water）のための投資家ミーティングを可能とする措置（105 条(c)）の利用は、限定的であったという。また IPO に際する投資銀行のリサーチ関連規制の緩和措置（105 条(a)、(b)、(d)）についても、様子見の段階という。

特に後者については、アナリスト・レポートが投資銀行業務の勧誘に利用されないようにすべく、ネット・バブル時代の教訓を踏まえて規制が強化された経緯があるため、慎重な対応がなされているものとみられる。

一方、JOBS 法の他の部分、すなわちクラウドファンディングの導入や、レギュレーション A 及び D に関する規制緩和は、SEC の関連規則の制定が完了していないため、どれだけポジティブな変化を米国証券市場に与えるのか、また投資者保護とのバランスは適切に保たれるのか、未知数の段階である。

## 2. SEC と資本形成促進

### 1) SEC のミッション

JOBS 法を踏まえ、今後、適切な規則策定を実現し、中小・新興企業等に対するリスクマネーの供給促進を実現していくことは、SEC の重要なミッションに位置づけられる。

SEC のミッションは、投資者保護、公正で秩序ある市場の維持、そして資本形成の促進の 3 つとされる<sup>6</sup>。米国の証券関連法は、このうち資本形成の促進という使命が、投資者保護という使命に劣後しないよう、念を押している。

すなわち、米国の 1933 年証券法 2 条(b)は、SEC はルール・メイキングにあたっては、投資者保護に加えて、効率性、競争、そして資本形成の促進につながるかどうかを考慮しなければならないとしている。ほぼ同様の規定が、1934 年法 3 条(f)や 1940 年投資会社法 2 条(c)にもある。

<sup>6</sup> SEC ホームページ参照。

これらの条文は、1996年全国証券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act of 1996）によって新たに付加されたものであるが、それ以前より、議会の要請も背景に、SECの証券行政は、資本形成に配慮を払ったものとなっていた<sup>7</sup>。

米国では、1933年証券法5条におき、公衆への証券取得の勧誘（公募、public offering）に際しては、全ての重要情報の確実なディスクロージャーが求められている。しかし、同法3条(b)(1)において、「募集額が少額であるため、または募集内容が限定されているため、SECが証券法を執行することが公益および投資家の保護にとって必要ないと認めるとき」は、SECが規則を制定して、特定の種類の証券を証券法の適用除外とできるとされている（少額免除）。また同法4条(a)(2)号は、「公募を含まない、発行者による取引」についても、上記のディスクロージャー義務を免除している（私募免除）。

SECは、これらの条項における「少額」あるいは「公募を含まない」ことの解釈などを工夫しながら、正式の登録よりも負担が少ない枠組みを發展させてきたのである。このうち少額免除については、SECは1936年にレギュレーションAを制定し、制度の具体化を図っている。

また発行開示や継続開示が必要とされる場合についても、中小企業に対しては、簡易なディスクロージャーで済むようにする工夫も導入されてきた。

## 2) 1980年代初頭にかけての資本形成促進策

米国の資本市場政策の歴史を振り返ると、歴史的に中小企業の資本形成促進を目的に重要な政策転換が行われた時期としては、1970年代後半から1980年代初頭にかけて、1990年代初頭、そして今回のJOBS法に至る2010年代前半の3つが指摘できる。

1970年代後半から1980年代初頭にかけての主な動きとしては、1975年に10万ドル未満の発行に対する登録免除の仕組みであるルール240が導入され、1978年から1979年にかけて登録免除で発行された証券の売買を一定の条件の下で認めるルール144が導入された。1979年には、中小公開企業向けの簡易なディスクロージャー書式であるForm S-18も導入され<sup>8</sup>、またSECの企業金融局に新たにスモールビジネス政策室（Office of Small Business Policy）が設置されている。1980年には、新たな少額発行の登録免除の仕組みとしてルール242が制定され、またディスクロージャーを必要としない募集先を示す適格者（accredited persons）という概念が打ち出された。これがその後の「適格投資者」の考え方に引き継がれている。

<sup>7</sup> 以下、米国のディスクロージャー規制とその免除に関する記述は、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』第二版、弘文堂、2004年、SECホームページ、United States Government Accountability Office, “Factors That May Affect Trends in Regulation A Offerings”, July 2012（以下 GAO(2012)）、同“Alternative Criteria for Qualifying As An Accredited Investor Should Be Considered”, July 2013（以下 GAO(2013)）などを参照。

<sup>8</sup> 500万ドル以下のIPOの際に用いることが可能であり、通常の様式であるForm S-1よりもディスクロージャー項目が少ない。

1980年、議会で1980年中小企業投資奨励法（Small Business Investment Incentive Act）が成立した。これにより、ベンチャー・キャピタルの促進のため1940年投資会社法が改正された他、少額発行のSEC登録免除の金額が引き上げられた<sup>9</sup>。さらに、適格者の概念を発展させた適格投資者（accredited investors）が定義され、彼らに対する500万ドルまでの証券発行の場合、登録を免除する規定が導入された<sup>10</sup>。そして1982年、SECは既存のいくつかの登録免除のルールを統合し、1982年にレギュレーションDを制定した<sup>11</sup>。

また同法の要請に基づき、SECは1982年より毎年、中小企業資本形成フォーラム（Forum on Small Business Capital Formation）を開催し、SECとして既存の証券制度において中小企業の資本形成にとって不必要な障害がないかの検討をスタートさせた。スモールビジネス政策室がフォーラムの事務局となっている。

1980年中小企業投資奨励法に基づくディスクロージャー負担軽減の背景には、同じく1980年に成立した規制柔軟性法（Regulatory Flexibility Act）もある。同法は、画一的な連邦の規制や報告義務が中小企業に不必要で不均等な負担を課しているとし、SECに対して企業規模を考慮した規制の導入を求めた。また同法により、行政手続法が修正され、連邦の行政機関に対して規制が中小企業に与えるインパクトを評価することが求められることとなった。

1970年代の米国は、インフレや高い失業率に苦しみ、1979年8月には、ビジネスウィーク誌が巻頭で「株式の死」を特集した。1980年代初頭にかけての以上のような議会やSECの動きの背景は、こうした経済と資本市場の低迷を打開しようという機運があったものと考えられる。

### 3) 1990年代初頭と今回の資本形成促進策

1990年代初頭も、やはり米国経済に悲観論が蔓延した時期であった。当時は、1980年台後半の日本の台頭や、S&Lなどの不良債権問題もあり、米国衰退論が喧伝された。そこで、再び資本形成の促進が重要なテーマとなったのである。

ブッシュ（父）政権の規制緩和政策も追い風に、SECが1992年3月に打ち出したのが、スモール・ビジネス・イニシアティブ（Small Business Initiatives）という中小企業支援のための一連の改革であった。

これにより、Form S-18に替わる新たな中小企業向けの書式（Form SB-2）の導入が実現した他<sup>12</sup>、レギュレーションAやレギュレーションDのさらなる緩和が実現した。

<sup>9</sup> ただしSECは1992年までレギュレーションAの上限額を修正しなかった。

<sup>10</sup> 33年法4条に(6)を追加。

<sup>11</sup> レギュレーションDを巡る歴史については、Marvin R. Mohny, “Regulation D: Coherent Exemptions for Small Businesses Under the Securities Act of 1933”, *William and Mary Law Review*, Volume 24, Issue 1, p121-p167, 1982 参照。

<sup>12</sup> Form S-18では、実質的にはそれほどディスクロージャー負担が軽減されず、利用は不活発であった。Form SB-2では、浮動株の価値が2,500万ドル未満で、年間総収益が2,500万ドル未満の企業（中小企業発行体、small business issuers）が利用できる。これからIPOを行なう中小企業に加え、およそ3,000社の既存の公開企業も同様式によるディスクロージャーが可能となった。

JOBS 法に代表される今回の改革は、SEC の中小企業の資本形成促進政策における 20 年ぶりの大改革であるが、その動きは金融危機が勃発し、株価の急落がスタートする前から高まっていた。すなわち 2003 年以降、株価上昇が続く中であっても、米国の資本市場では、2002 年の SOX 法による中小企業の開示負担の問題や、IPO の減少に対する危機感が広がっていたのである。

SEC は、2004 年に中小公開企業に関する諮問委員会（Advisory Committee on Smaller Public Companies）を設置して改革の検討を進め、ここでの提言が、2008 年の中小企業への開示負担の軽減制度の導入につながっている<sup>13</sup>。さらに 2011 年に中小・新興企業アドバイザー委員会もスタートさせ、2012 年の JOBS 法成立に至ったわけである<sup>14</sup>。

### 3. レギュレーション A

#### 1) 制度の概要

資本形成の促進という観点では、既に公開した中小企業に対するディスクロージャー書類の簡素化もさることながら、未公開企業の資金調達の円滑化のための措置も重要である。そこで活用されるのが、発行開示の免除（少額免除と私募免除）である。

ここではまず少額免除を見てみよう。少額免除条項に基づき制定されたレギュレーション A は、米国内及びカナダの未公開企業による年間総計 500 万ドルを超えない募集の場合に適用される。

ただし JOBS 法により、証券法に新たな条項（3 条(b)(2)）が追加され、年間総計 5,000 万ドルまでの募集に少額免除を適用するための規則策定が SEC に義務付けられた。当該 SEC 規則はまだ制定されていないが、この改正による新たな制度は、スーパー・レギュレーション A あるいは Reg A+と呼ばれている。

レギュレーション A に基づく発行では、発行額の上限があるものの、投資家の属性や人数は制限されておらず、また一般的勧誘・広告や転売も禁止されていない。ただし発行にあたっては、Form 1-A という簡易な募集届出書（Offering Statement）を SEC に提出することが求められる。この届出書には、投資家の勧誘の際に交付される目論見書に相当する募集回状（Offering Circular）が含まれる。財務諸表は、監査を受けたものでなくても良い。また SEC への登録申請を行なう前に、文書やマスコミ等を利用して投資家の投資意向などを予備調査する（test the waters）ことも認められる。

<sup>13</sup> 小規模報告企業（smaller reporting company）というカテゴリーが導入され、浮動株の時価総額が 7,500 万ドル未満の企業、または株式を公開していない場合は年間総収益が 5,000 万ドル未満の企業に対して、簡易なディスクロージャー書類の利用が認められた。例えば、幹部報酬に関する簡易なディスクロージャー、過去 3 年ではなく 2 年の監査済み財務諸表の提出、内部統制に関する監査人の証明報告書の提出義務の免除などの措置が適用される。JOBS 法は、これらの軽減措置を EGC に対しても適用したわけである。小立敬「企業規模に応じた証券法規制を模索する米国 SEC」『資本市場クォーターリー』2006 年夏号、p39-p53 参照。

<sup>14</sup> 2007 年 12 月の SEC Release, Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification で導入された。

SEC は、提出書類について、諸規制や会計基準との整合性等をレビューする。このレビューは、ディスクロージャーの完全性や正確性を保証するものではないが、SEC のスタッフは、不十分な点を指摘したり、不明確な点について質問する。このプロセスを経て、登録が有効となる。2002 年から 2011 年の事例の場合、完了までに要した日数は、平均 228 日とされる<sup>15</sup>。

さらにレギュレーション A による発行は、原則として州の証券監督当局への登録義務がある。州によりその登録義務の内容は様々である。州への登録義務は、機関投資家等への販売の場合等、免除されるケースもある。州によっては、ディスクロージャー内容のレビューだけでなく、メリット・レビュー、すなわち発行価格の妥当性や安定的な黒字が 3 年以上継続しているかなど、発行に値するかの観点からのレビューも行なわれる。

## 2) 利用の実態と今後の展望

図表 2 は、レギュレーション A が適用される発行上限額の推移を見たものである。レギュレーション A による発行は、1992 年に上限額が 150 万ドルから 500 万ドルに引き上げられ<sup>16</sup>、また投資家の事前調査が認められるようになって以降、増加傾向にあったが、1997 年に登録件数で見て 116 件となったのをピークに、ほぼ一貫して低下し、2011 年の場合、実際に発行に至ったのは 1 件に過ぎない。

これは、1996 年全国証券市場改革法により、レギュレーション D のルール 506 による発行において、州当局への登録が免除されるようになり、こちらを選好する発行体が増えたことが一因とされる。

図表 3 は、500 万ドル以下の証券発行が、どのように行われたかを見たものである。ここに示されるように、件数ではレギュレーション D が圧倒的に多く、次いで公募発行となっており、レギュレーション A は殆ど利用されていないと見て良い。

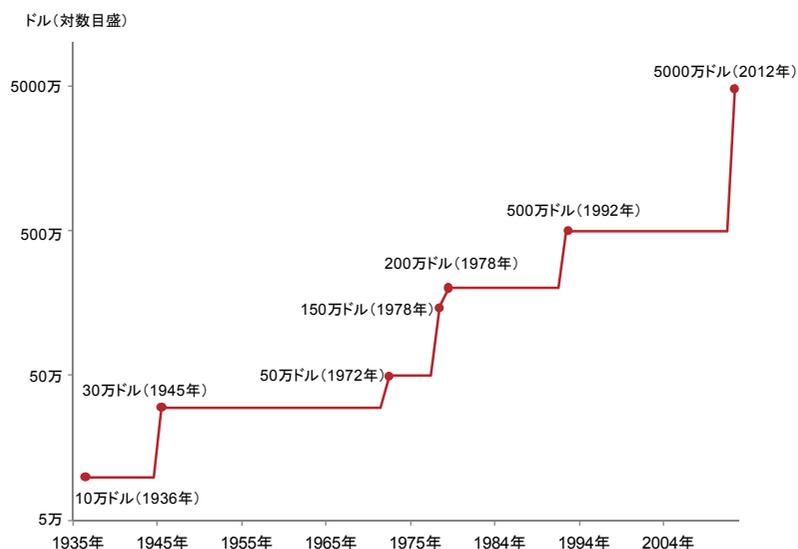
そこで、JOBS 法では、前記のように Reg A+の条項を導入し、一定の条件の下で、募集総額上限を 5,000 万ドルとする規定が導入された。一定の条件とは、SEC に、毎年、監査済みの財務諸表をファイルする必要があること、その他、SEC が課す追加的な要件を満たすことである。同条項の利用は、SEC の規則が策定されてからとなる。

この他、JOBS 法では、SEC がレギュレーション A に関する上限額を 2 年ごとに上方修正することを検討すべきとする条項も盛り込まれた。

<sup>15</sup> 以下、レギュレーション A に関する詳細は、GAO(2012)参照。

<sup>16</sup> 米議会は、少額発行の発行上限額を、当初 10 万ドルに定め、その後、1945 年に 30 万ドル、1972 年に 50 万ドル、1978 年に 150 万ドル、同じく 1978 年に 200 万ドルに引き上げた。SEC は、これらの議会の決定に応じて、速やかにレギュレーション A の発行上限を改訂してきた。ところが、米議会在 1980 年に上限額を 500 万ドルに引き上げた際には、SEC は直ちにレギュレーション A を改訂せず、12 年後の 1992 年になってようやく引き上げを実施した。http://financialservices.house.gov/blog/?postid=301209 参照。

図表 2 米国における届出免除上限額の推移



(注) レギュレーション A の適用上限額。2012 年の数値は、Reg A+ で導入予定のもの。

(出所) 野村資本市場研究所

図表 3 米国における少額発行の形態

形態	(件)			
	2008年	2009年	2010年	2011年
レギュレーションA	8	3	6	1
レギュレーションD	N/A	N/A	7,517	8,194
公募発行	536	246	195	312

(注) 500 万ドル以下の発行。

(出所) United States Government Accountability Office, "Factors that may affect trends in regulation A offerings", July 2012

なお JOBS 法は、Reg A+による発行が国法証券取引所を通じて行われた場合や「適格購入者 (qualified purchaser)」に販売された場合は、州法の適用除外とすることを規定している。しかし現行のレギュレーション A は非上場企業を対象としている。また SEC は適格購入者の規定をまだ定義していない。従って、この規定の効果は不透明である。

JOBS 法 402 条は、GAO (米国会計検査院、Government Accountability Office) に対して、州法がレギュレーション A に与える影響について調査し議会に報告することを求めている。GAO は 2012 年に発表した報告書の中で、レギュレーション A による資金調達を実施ないし検討したことのある新興企業関係者に対するインタビュー結果を紹介している。

これによると、株式を自社の社会的使命をサポートしてきた投資家や既に何らかの関係を築いている特定の投資家、あるいは自社が立地する地域コミュニティの投資家などに保有してもらいたいと考えたが、これら投資家は必ずしも適格投資者ではないため、レギュレーション D は利用できないとの意見があったとのことである。そし

て企業が望む一定の属性を持った投資家ら（必ずしも適格投資者ではない）に自社株を保有してもらいたい場合は、レギュレーション A による発行が魅力的ということである。

また総発行額は少額であるが、適格投資者に限らず、幅広い投資家に株を保有してもらおうと、レギュレーション A を活用し、インターネットを通じた証券発行を行った企業もあるという。

しかしレギュレーション A における SEC のレビューは、公認会計士や弁護士を交え、SEC からのコメントや質問への対応を何度も繰り返すというプロセスとなっており、公募発行の場合とあまり変わらず、発行体にとって大きな負担となっているという関係者の指摘も紹介されている。

これに加えて各州の登録要件を調査し、必要なディスクロージャー書類を整え、各種のレビューをクリアするために必要なコストと時間も中小企業にとっては大きな負担とされる。州によっては、過去 3 会計年度、一貫して黒字を維持しているといった、厳格な要件が課されることも障害となっている。発行者の間では、こうしたメリット・レビューを行なう州への登録を避けることも一般的となっている。

今回の JOBS 法におけるレギュレーション A 関連の改正では、発行金額上限の大幅な引き上げは実現したものの、こうした現行のディスクロージャー負担の軽減が実現したとは言えない。

## 4. レギュレーション D

### 1) 制度の概要

33 年証券法の私募免除条項に基づく証券発行については、どういう場合に公募を含まないとみなされるかは、募集先の人数、募集先と発行者の関係、募集の方法、募集口数、募集金額等によるとされた。また 25 人未満に対する募集は、公募を含まないと推定されるとされていた<sup>17</sup>。

しかし 1953 年、最高裁において、25 人未満という人数要件のみでは、必ずしも登録免除とならず、募集先の投資家が通常の登録の場合と同様な情報にアクセスできなければならないと判断された。また証券の購入者が「自衛力がある（*fend for themselves*）場合」、登録免除となる可能性を指摘した<sup>18</sup>。さらに、1970 年代の裁判では、募集先が発行体の内部者でもない限り、登録を免除することに疑問が呈された。

このように裁判所の判例で私募を限定的に解釈する傾向が見られたこともあり、SEC は 1974 年にルール 146 を導入し、セーフハーバー・ルールとしたが、そこでは「被勧誘者が登録届出書と同様の情報にアクセスできるか」とか、「金融および事業についての一定の知識と経験を有すると合理的に考えられる者」といった曖昧な概念

<sup>17</sup> 1935 年における SEC の法律顧問の見解。

<sup>18</sup> 本稿では *accredited investor* を適格投資者と訳しているが、「自衛力認定投資家」と訳される場合もある。

が用いられていることが問題とされた<sup>19</sup>。そこで、1982年に制定されたのが、レギュレーションDである。

レギュレーションDの主な内容を、レギュレーションAとも対比させながら示したのが、図表4である。大きく3つのルールに分かれるが、このうちルール506が上記の証券法の私募免除の条項を根拠とするものであり、ルール504とルール505は少額免除の条項を根拠とするものである。

レギュレーションDにおいては、ディスクロージャー書類のSECへの登録は免除されるが、発行にあたってはSECへの通知が求められる。SECはこれに対してコメントや承認をすることはない。ルール504や505による発行の場合は、原則として州への登録義務があるが<sup>20</sup>、ルール506による発行は、1996年全国証券市場改革法により、州への登録は免除されている。

ルール505及びルール506の場合、適格投資者以外に対しては、基本的に通常の登

図表4 米国における少額証券発行の開示免除と私募の形態

SEC規則名	レギュレーションA	レギュレーションD		
		ルール504	ルール505	ルール506
根拠条文		33年証券法3条(b)		33年証券法4条(a)(2)
発行額の上限	12ヶ月間で500万ドル以下 <sup>1</sup>	12ヶ月間で100万ドル以下	12ヶ月間で500万ドル以下	制限なし
投資家の数	制限なし	制限なし	適格投資者は人数制限なし それ以外は35名まで	適格投資者は人数制限なし それ以外は35名までの洗練された投資家
投資家の属性	制限なし	制限なし	適格投資者以外については制限なし	適格投資者以外は、金融やビジネスに関する知識と経験を有し投資のメリットとリスクを判断する能力のある洗練された投資家に限定
勧誘方法の制限	制限なし。SECへの届出の前に、投資家の意向調査を目的とした文書の配布やマスコミの利用も可能	一定の条件を満たす場合、特別な制限なし	一般的勧誘、一般的広告は禁止	適格投資者以外を含む場合は、一般的勧誘、一般的広告は禁止(適格投資者のみの場合は可能 <sup>2</sup> )
転売の制限	投資家はレギュレーションAを用いて150万ドルまで転売可	一定の条件を満たす場合、制限なし	登録免除規定を援用できない形で転売を行うと登録義務	登録免除規定を援用できない形で転売を行うと登録義務
発行体の資格	白地小切手会社 <sup>3</sup> 、投資会社、SEC報告企業は利用できない	白地小切手会社、投資会社、SEC報告企業は利用できない	投資会社以外	制限なし
SECへの届出	募集届出書と財務諸表の提出。財務諸表は監査済みでなくても良い。SECによるレビューが行なわれる	最初の売り付け後15日以内に発行者の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等をForm Dで通知	最初の売り付け後15日以内に発行者の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等をForm Dで通知。SECに要求された場合、適格投資者以外の者に提供した情報を届け出	最初の売り付け後15日以内に発行者の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等をForm Dで通知
州当局への登録	必要	原則、必要	多くの州は免除	1996年全国証券市場改革法により、免除
投資家への情報開示義務	募集回状を交付	特に規定なし	適格投資者以外に対してはルール502に基づく情報提供義務	適格投資者以外に対してはルール502に基づく情報提供義務

- (注) 1. JOBS法により一定の条件の下で5,000万ドルまでの発行が可能に。  
 2. JOBS法により緩和。  
 3. 白地小切手会社とは、公開時点で事業内容を決めないまま、将来どこかの会社を買収することを目的に株式公開して資金調達をする会社。

(出所) 野村資本市場研究所

<sup>19</sup> SECは1980年1月にルール242を制定したが、ここでは当該証券を10万ドル以上購入した者、及び当該発行体の取締役や経営幹部を適格者(accredited persons)と規定した。

<sup>20</sup> ルール504による発行は、州法の規制によって制約が大きく異なる。一般的な勧誘が行なわれる場合は、十分なディスクロージャー書類を州当局に登録することを要求している州もあれば、適格投資者のみに対しては、一般的な勧誘を認めている州もある。

録の場合と同様の情報提供が必要とされる（発行額による軽減措置はあり）。ただし、監査済み財務諸表は、発行日の 120 日前以内のバランスシートのみでも良い。

この表から分かる通り、いずれも通常の募集におけるディスクロージャー規制を免除する一方で、発行額を限定したり、投資家の数や投資家の属性を限定することにより、投資者保護の目的が損なわれないよう意図されている。

## 2) 利用の実態と今後の展望

このレギュレーション D を利用した証券発行の件数は、図表 2 に示したように、公募発行の件数を大きく上回っている。また金額的にも、2011 年の場合 1 兆ドルと、公募発行に匹敵する規模となっているという。最大の発行主体（2011 年の場合、全体の 29%）は、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル等のプールされた投資ヴィークルである<sup>21</sup>。

今回、JOBS 法で、ルール 506 に関連し、全ての購入者が適格投資者である場合、一般的勧誘・広告が認められようになったことは、今後、ルール 506 に基づく発行を一段と活発化させることになる可能性がある<sup>22</sup>。私募とは、すなわち一般的な勧誘・広告を行なわないことと同義というのが従来の枠組みであったが、誰を対象に、何人を対象に勧誘・広告するかに関わらず、購入者が適格投資者であれば、届出が免除されることとなったからである。

またレギュレーション D に基づくオファー、売付け、買付け、交渉、または、一般的勧誘、一般的広告あるいは類似・関連する行為を、オンラインで行うことを可能とするプラットフォームあるいはメカニズムを維持すること等は、証券業者登録免除となったことは、クラウドファンディングにおけるファンディング・プラットフォームのような仕組みがルール 506 発行等でも採用される可能性を想起させる。ただし、報酬の受領や顧客資産の管理は禁止されているため、実際にこうした仕組みが登場するのか不透明である。

レギュレーション D の今後を展望する上では、適格投資者の基準をより厳格なものにする動きがどうなるかも重要である。そこでこの適格投資者という概念について、確認してみよう。

## 5. 個人の適格投資者基準について

適格投資者の概念が導入されたのは、1980 年中小企業投資奨励法においてである。同法に基づき制定されたレギュレーション D では、適格投資者として、銀行や保険会社、500 万ドルを超える資産を有する企業等の他、以下の自然人も適格投資者として規定された。

<sup>21</sup> GAO(2013), p11.

<sup>22</sup> 同条項に基づくルール 506 の改定は、2013 年 7 月 10 日に SEC の最終規則が発表された。

- ① 証券購入時における純資産または夫婦共同の純資産が 100 万ドル超の者、または
- ② 直近 2 年間の各年の所得が 20 万ドル超または夫婦共同の所得が 30 万ドル超であり、  
本年において同じ所得水準が合理的に見込まれる者とされている。

レギュレーション D における適格投資者の判断は、このように純資産と所得の基準でなされる。SEC はこの二つの基準は、金融に関する経験や洗練度、そして交渉能力の代理変数として選択されたとしている<sup>23</sup>。

なおルール 506 では、適格投資者に加え、35 名までの洗練された投資家への販売も認めている。この場合、洗練された投資家とは、投資案件のリスクやメリットを評価するための、金融やビジネスに関する十分な知識と経験を持つ購入者、または発行体がそうした者として合理的に信じる購入者と定義されている<sup>24</sup>。

その後、1988 年に夫婦で 30 万ドルの純資産という基準が追加されたものの、制定後 30 年以上、これらの基準は殆ど修正されていなかった。しかし以下に見るように、ドッド・フランク法により、基準の厳格化に向けた動きが始まりつつある。

### III 投資者保護の強化に向けた動き

#### 1. ドッド・フランク法による投資者保護強化

米国資本市場は、JOBS 法によって、資金調達規制緩和に大きく舵を切ったかのように見えるが、必ずしもそれだけではなく、同時に投資者保護を強化する動きもあることにも注目する必要がある。

特にドッド・フランク法は、投資者保護を強化する措置を各種導入したが、資金調達分野も例外ではなく、適格投資者の要件を見直す動きがある<sup>25</sup>。

すなわち同法は、SEC に対して、適格投資者に該当する自然人の当該純資産基準（100 万ドル超）について、主たる住居の価値を除外することを義務付けた<sup>26</sup>。またこの基準を定期的に見直すことを、SEC に義務付けている。

そしてドッド・フランク法成立後 4 年目（2014 年 7 月）以降、かつその後少なくとも 4 年ごとに、SEC は、自然人に適用される適格投資者の定義全体をレビューし、調整を行なうことができるとされた<sup>27</sup>。

さらに GAO に対して、適格投資者への適切な該当基準および私募ファンドへの適切な

<sup>23</sup> Proposed Revision of Certain Exemptions from the Registration Provisions of the Securities Act of 1933 For Transactions Involving Limited Offers and Sales, 46 Fed. Reg. 41791, August 18, 1981.

<sup>24</sup> 17 C.F.R. § 230.506(b)(2)(ii).

<sup>25</sup> この他、レギュレーション D の関連では、ドッド・フランク法 926 条の要請を受けて、重罪犯人あるいはその他問題ある者（felons or other bad actors）が、ルール 506 の免除規定を使った証券発行に関わることを禁ずる SEC ルールも導入されている（2013 年 7 月 10 日採択）。

<sup>26</sup> ドッド・フランク法 413 条(a)。Net Worth Standard for Accredited Investors, 76 Fed. Reg. 81793 December 29, 2011.

<sup>27</sup> ドッド・フランク法 413 条(b)(1)。なお 2014 年 7 月以前であっても、SEC は純資産基準（主たる住居の価値を除外して 100 万ドル超）以外の基準について見直すことができる。

投資適格基準に関する調査研究を行い、ドッド・フランク法成立後 3 年以内（2013 年 7 月まで）に、上院銀行・住宅・都市問題委員会および下院金融サービス委員会に対して報告書を提出しなければならないとされた<sup>28</sup>。

## 2. 適格投資者の見直しを巡って

ドッド・フランク法の制定以前にも、SEC や北米証券監督者協会（North American Securities Administrators Association、NASAA）などは、私募発行証券のリスクを踏まえると、投資者保護の強化が必要と主張してきた<sup>29</sup>。一方、エンジェル投資家のコミュニティは、そうした規制強化は、スタート・アップ企業の資本形成に悪影響を与えると主張してきた。こうした意見の対立の結果、SEC が何度か規則改定を提案したものの、実現に至らなかった。

この間、インフレや経済成長を背景に基準をクリアする家計が大幅に増大する一方であった。1982 年の基準設定時においては、適格投資者と認定される家計は、全世帯の 1.87%に過ぎなかったが、SEC によれば、2007 年には 9.04%まで増大したということである。

ドッド・フランク法の議論の過程でも、抜本的な基準の引き上げを定める法案が提出されたが、影響が大きいため同意を得られなかった。ただ主たる住居を純資産の計算に含めないこととした結果、GAO の推定では、適格投資者の比率は、全世帯の 7.2%まで低下したとされる（2010 年時点のデータ）。

また適格投資者に関する要件を、今後も定期的に見直されることになったことも、重要な変化と言える。今後、どのような修正が導入されるかについては、ドッド・フランク法で求められた GAO の議会に対する報告書が重要な判断材料となる。この報告書は、2013 年 7 月 18 日に発表された。同報告書において、GAO は、27 人の市場関係者<sup>30</sup>へのヒアリング調査を行なった結果を示している。以下、そのポイントを紹介しよう。

## 3. GAO 報告書

### 1) 純資産か所得か

インタビューによれば、投資者保護と資本形成促進の両方の目的をバランスさせるような適格投資者の基準として、17 人が純資産が最も重要であると答えた。このうち 9 人は、純資産のみを基準とするのが適切とした。この理由としては、純資産が、投資家の富を蓄積する能力を示す、投資家の金融リスクの理解や投資意思決定に関する経験を示す、投資のリスクへのバッファーとなるといった点が指摘されている。

<sup>28</sup> ドッド・フランク法 415 条。

<sup>29</sup> NASAA によれば、毎年詐欺などの投資家の被害リストの上位を占めるのがルール 506 発行案件である。

<sup>30</sup> 27 人の構成は、①私募に関与した経験がある法律家 11 人、②私募証券投資の経験がある適格投資者 5 人、③適格投資者の要件を満たすリテラル投資家で、私募証券投資に積極的に参加した経験が無い者 6 人、④適格投資者を顧客とするブローカー・ディーラー（投資アドバイザー）5 人となっている。

これに対して、所得は変動が大きく、私募証券を長期に保有する能力を必ずしも示さないこと、また職業によっても左右されるため、投資の経験に必ずしも関連するものではないとの指摘もあった。また純資産については、投資家からの情報に依存せざるをえず、特定・確認するのは困難との批判があった。

## 2) 基準額の変更

基準額については、これを引き上げるべきという意見と現状のままで良いという意見がほぼ同数であったという。後者の立場からは、ドッド・フランク法で主たる住居が計算に入れられなくなった結果、既に大幅な調整が実施されたとの指摘がある。また変更する場合は、平均所得水準が低い州では影響が大きくなり、そうした州における起業に影響しかねない点に注意が必要との意見もある。

ベンチャー・キャピタル関係者からは、昨今の景気低迷やパフォーマンス低下により、機関投資家によるベンチャー・キャピタル投資が減少し、ベンチャー・キャピタルのスタート・アップ企業への投資も縮小しているなかで、エンジェル投資家の役割が重要となっているとの指摘がある。そして基準額の引き上げは、エンジェル投資家の減少につながることを懸念されている<sup>31</sup>。

これに対して、当局者からは、JOBS 法が成立したことで、ベンチャー企業のファイナンス環境は改善される方向にあり<sup>32</sup>、適格投資者の基準を引き上げても、影響は小さいとの意見が表明されている。

なお SEC ではコストやプライバシーへの配慮もあり、適格投資者のリストを管理していないため、基準変更の潜在的インパクトを測定することは難しいとしている。そこで GAO は、一つの試算として、Survey of Consumer Finance のデータを用いた分析を行っている<sup>33</sup>。

これによれば、純資産の基準を現行の 100 万ドルから、インフレ分を加味した 230 万ドルに引き上げると、純資産基準をクリアする適格投資者は、850 万世帯から 370 万世帯に減少するという。

## 3) 代替的基準の採用

GAO は、これまで表明されてきた当局や学者などのアイデアを整理し、以下の 8 つの代替的基準も考えられるとして、市場関係者の反応を聞いている。

### ① 流動資産要件

一定金額以上の流動的な資産を保有していることを要求。

### ② 投資比率規制

一件の私募証券への投資を、純資産ないし所得の一定パーセント以下に制限。

<sup>31</sup> 米国のエンジェル投資家については後述。

<sup>32</sup> レギュレーション A の登録免除が適用される発行額の上限が 500 万ドルから、5,000 万ドルに引き上げられた他、クラウドファンディングが認められるようになった。ただし、関連規則はまだ最終化されていない。

<sup>33</sup> 同統計は、FRB が 3 年ごとに行なっているサンプル調査で、個人ではなく世帯ベースの調査となっている。

- ③ 登録投資アドバイザーの利用  
 私募証券に投資する投資家に、登録投資アドバイザーのサービスの利用を義務づけ。
- ④ 投資家による自己の投資能力・経験の証明  
 投資家が一定の水準以上の投資家であること、例えば、投資グループのネットワークの会員であること、企業の役員といった業務上の経験があること、投資経験があること等を自ら証明すること義務づけ。
- ⑤ 免許や資格制度の導入  
 投資家が私募投資のリスクに関する一定以上の知識があることを示す証明書を、当局や認可された第三者が発行する。この免許や資格を保有する投資家のみ、私募に参加可能とする。
- ⑥ 投資家の洗練度テスト  
 投資家は、SEC 認定の投資教育クラスを修了した上で、試験に合格しなければ、適格投資者と認定されない仕組み。
- ⑦ 教育水準  
 ビジネスや金融の上級の学位、CFA ないし同様の資格を保有する者を適格投資者と認定する。
- ⑧ オプトイン条項  
 投資家は、投資に関して何らかの問題が生じた場合でも、発行体に不正がない限り、苦情を訴え補償を求める権利を行使しないという文書に署名する。

GAO によれば、以上の代替案のうち、金融資産面の条件を課す案（①と②）では、①の流動的投資要件が、リスクに関する理解を要求する案（③～⑧）では、③の登録アドバイザーの利用という要件が、有効かつ実行可能と評価する声が比較的多かったということである。

またこうした案を導入するにしても、現行の純資産と所得基準の方が適切であると、あくまで追加的な基準という位置づけとすべきというのが、大方の意見であったという。

SEC は、以上の GAO の分析も踏まえつつ、2014 年に適格投資者のあり方をレビューし、新たな方針を発表することになる。

## IV わが国の状況

### 1. わが国におけるリスクマネーの供給促進と投資者保護

戦後、米国の 33 年証券法、34 年証券取引所法を参考にして制定された証券取引法の下で、わが国は、米国同様、有価証券の募集に届出制を採用するなど、ディスクロージャー

制度を中核とした投資者保護制度を確立した。

しかしわが国の金融システムにおいては、戦後、長きにわたり、銀行がリスクマネーを含めた資金供給の中心に位置づけられる時代が続いた。1965年の証券恐慌もあり、証券市場を未発達な状況から育成していくことが証券行政の目標とされ、証券市場にリスクマネー供給の機能を発揮させるための政策と、投資者保護を確保するための政策は、トレードオフの位置づけというよりも、この共通の目標に向けた政策パッケージの一環として展開されてきたと言える。

バブル崩壊後は、銀行がリスクマネー仲介の機能を過大に担っていたことが不良債権問題の一因とみなされ、また経済の活性化には銀行中心の産業金融モデルよりも、市場に軸足を置いた金融システムを重視する必要があるとの視点から、証券市場改革が進展した<sup>34</sup>。このいわゆる「貯蓄から投資へ」を掲げ、証券市場がリスクマネー供給の中心を担っていくことを目指した証券行政においても、投資者保護制度の整備は、その目標に向けた政策の一環であった。

もっとも、このような過程で導入された個々の施策には、米国同様、ディスクロージャー負担を軽減して、企業の証券市場へのアクセスを活発化させることを目指したものも多く、そこにおいては、投資者保護上の工夫も図られている。

こうした施策としては、図表5に示されるように、少額免除、少人数私募、プロ私募、プロ向け市場、集団投資スキーム、適格機関投資家等特例業務、グリーンシート等がある。以下では、これらの制度が導入された背景と制度の特徴を確認することとする<sup>35</sup>。

## 2. 少額免除

図表6は、有価証券届出書の届出免除基準の推移を示したものである。1953年の大幅な引き上げは、戦後のインフレ進行に加え、当時、米国の対日政策が変化し、証券行政においても、占領下で導入された制度の行き過ぎが是正される局面にあったことを反映している。

一方、1961年にも、大幅な引上げが実現したように見えるが、この時より、券面額の総額ではなく、発行価額の総額が届出基準とされたため、実質的には規制強化となっている。当時は、時価発行がスタートした時期であり、券面額の総額が5,000万円未満で、届出書の提出が免除されても、発行価額の総額が数億円に達するような事例も生じてきたためである<sup>36</sup>。またこの頃は、企業の粉飾決算の頻発が問題視されており、監査法人制度の導入や虚偽記載の罰則強化など、他の関連分野でも、投資者保護にウェイトを置いた規制

<sup>34</sup> 日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会報告書「金融システムと行政の将来ビジョン—豊かで多様な日本を支えるために—」2002年7月12日参照。

<sup>35</sup> 以下わが国の開示制度の変遷については、小谷融『金融商品取引法の開示制度』中央経済社、2010年の他、松尾直彦『金融商品取引法』商事法務、2011年、近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎『金融商品取引法入門、第3版』商事法務、2013年による。

<sup>36</sup> 小谷（2010年）、p90。

図表 5 わが国の証券発行・新興企業関連制度の変遷

	背景	証券発行関連	新興企業関連	その他
1970年代前半	企業の粉飾決算問題の頻発 高度成長に伴う資金需要	総額1億円以上の発行に届出義務(従来は券面額または発行額が5,000万超)(1971年) 届出直後に勧誘可能(従来は効力発生後)(1971年)	店頭登録制度導入(1963年)	監査法人制度の導入(1966年) 半期報告書、臨時報告書の導入 虚偽記載の罰則対象拡大(1971年) 大会社に対する会計監査人による監査の義務付け(1974年)
1970年代後半	国債大量発行	社債発行限度額の拡大(1977年) 有担原則の見直し、適債基準、財務制限条項の導入(1979年)	日本合同ファイナンス設立(1973年)、 日本店頭証券設立(1976年)	中間財務諸表について監査証明義務付け(1977年)
1980年代	金融の自由化・国際化 バブルの発生 リクルート事件	組込方式(1987年) 届出義務を発行価額5億円以上に引上げ(1988年) 発行登録制度、参照方式導入(1988年)	公開基準の緩和、公募増資の緩和、 新店頭市場スタート(1983年) リクルート事件を受け、公開前の株式移動の規制、新規公開における入札制度の導入(1988年)	会計監査人の選解任が取締役会から株主総会に移行、会計監査人による監査対象会社の範囲拡大(1981年)
1990年代	バブルの崩壊 規制緩和推進計画 金融ビッグバン 証券不祥事	プロ私募、少人数私募の導入(1992年) 社債発行限度規制の廃止(1993年) 社債の適債基準、財務制限条項の義務付け撤廃(1996年) 増資自主規制の撤廃(1996年) MTNプログラム導入(1997年) 発行価額または売価額が1億円以上5億円未満の少額募集等に係る開示制度の整備(1998年) 適格機関投資家の範囲を事業法人に拡大(1999年)	グリーンシート導入(1997年) 新規公開におけるブックビルディング方式導入(1997年) エンゼlex税制導入(1997年) 中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律(1998年) マザーズ設立(1999年)	継続開示の外形基準導入(1992年) 証券取引等監視委員会設置(1992年) 連結開示(1998年)
2000年代以降	ネット・バブル崩壊 「貯蓄から投資へ」 西武鉄道事件 ライブドア事件 金融商品取引法 金融・資本市場の競争力強化 金融危機	適格機関投資家の範囲の拡大(2003年にベンチャーキャピタル、年金基金。2007年に個人) 適格機関投資家を少人数私募の人数基準から除外、エクイティ関連のプロ私募導入(2003年)	ナスダック・ジャパン設立(2000年) 集団投資スキーム持分は、その取得の勧誘に応じることにより500名以上のものが所有する場合に届出義務(2006年) プロ向け市場導入(2008年)	公認会計士法改正(2003年) 公認会計士・監査審査会設置(2004年) 課徴金制度導入、開示審査を金融庁から監視委員会へ(2004年) 確認書、内部統制報告書、四半期報告書導入(2006年) 会社法施行(2006年) 国際会計基準の任意適用(2010年3月期)

(出所) 野村資本市場研究所

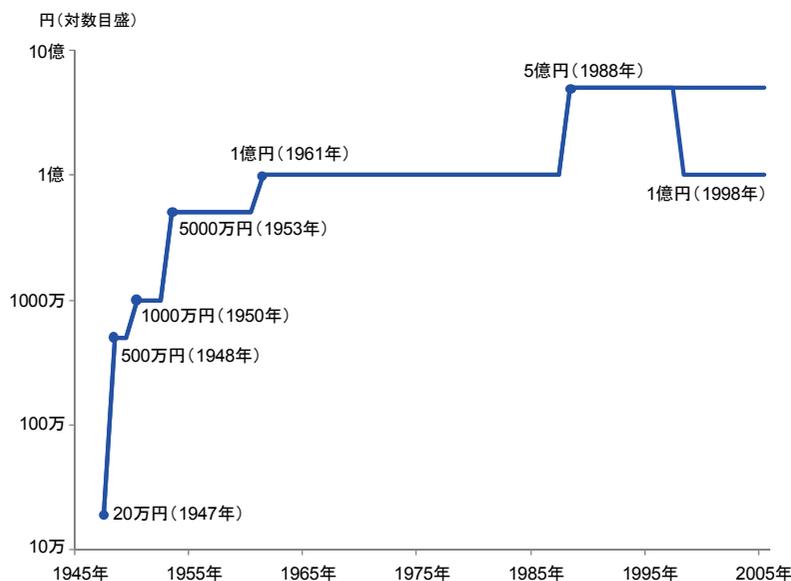
強化が実現した時期でもあった。

これが緩和されたのは、実に 17年後の 1988 年であった。途中でオイルショックによる物価水準の高騰が生じ、実質的な規制強化が進んできたことを修正する意味があった。また当時は、金融の自由化・国際化が進展し、企業の海外資金調達も活発化したことから、国内市場の活性化が重視されたことも見直しの背景にある。

1998 年の金融システム改革法では、少額募集等に係るディスクロージャー制度が導入され、発行価額が 1 億円以上 5 億円未満の少額な有価証券の募集についても、開示義務が課されることとなった。この場合、少額募集の特例とし、企業情報を連結ベースではなく、個別ベースの情報とすることができるとされた。

この結果、届出免除上限は、1971 年の水準に逆戻りしたことになる。当時の引下げ議論の背景としては、グリーンシート市場の導入により、証券会社による非上場・未登録の株式の勧誘が行われることに加え、今後、インターネットを利用することにより、ディス

図表 6 日本における届出免除上限額の推移



(出所) 野村資本市場研究所

クロージャー規制が免除されている発行価額 5 億円未満の募集が、証券会社の仲介無しに行なわれることが懸念されたことがある<sup>37</sup>。

当時の多くの改革は、いわゆる日本版ビッグバンの一環として「フリー」、すなわち各種の規制緩和を目指していたが、日本版ビッグバンは、同時に投資者保護など「フェア」も重視していた。届出免除については、この側面が強く現れたものと考えられる。

1 億円未満について届出義務を免除した背景として、米国において発行価額 100 万ドル以下の有価証券の募集等について開示義務を免除していることが指摘されている。

以上で見た上限金額は、現在は募集を開始する日前 1 年以内の同一の種類の有価証券の募集（売出し）の総額を通算したものである。この通算期間は、2003 年の金融審議会で提言された私募規制緩和の一環として、2004 年に従来の 2 年から短縮された。

なお有価証券届出書が免除される 1 億円未満の募集のうち、1,000 万円超の募集については、募集開始の前日までに有価証券通知書を内閣総理大臣に提出することが求められる。同制度は、有価証券の発行状況等の実体を把握すること、及び届出を要しない有価証券の募集または売出しであるかどうかを判断する資料として、戦後まもなく導入されたものである。その内容は発行者の名称や有価証券の券面額、発行数、募集価格、純手取金の使用目的等、限定的なものである。添付書類としては、定款、発行決議の議事録の写し、目論見書（使用される場合）などである。有価証券通知書は公衆縦覧を目的としていない。

<sup>37</sup> 証券取引審議会総合部会市場ワーキングパーティ報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」、1997 年 5 月 16 日参照。

### 3. 少人数私募、プロ私募

1991年6月の証券取引審議会報告書において、公募（募集、売出し）概念の見直しと私募についての法整備が提言された<sup>38</sup>。公募概念の見直しが必要とされた背景は、証券取引法において、募集、売出しが、「不特定且つ多数」の者に対し、「均一の条件で」有価証券の取得等の勧誘を行なうこととされているが、「不特定且つ多数」の概念が法令上明確ではないという問題があったことがある。

この場合、情報の開示を通じて投資者保護を図るというディスクロージャー制度の趣旨に照らせば、勧誘対象者が詳細なディスクロージャーによる保護を必要とする者でない場合には、こうした人数基準を一律に適用することは必ずしも適当ではないとされた。

また販売価格等の条件を小刻みに変更し、「均一の条件」ではないとして開示義務を回避できるという問題が生じたことも、見直しの背景となった。

「不特定且つ多数」については、1971年の通達により50名程度以上となるかどうかが基準とされてきたが、同報告書の提言を受けた1992年の証券取引法改正により、50名未満の者に対して行なわれる勧誘については、ディスクロージャーが免除されることとなった。この人数は、有価証券が発行される日以前6か月間の延べ人数で計算される。

また一定の機関投資家（適格機関投資家）のみに対して行なわれる勧誘については、勧誘対象者が50名以上となっても、ディスクロージャーを免除するとされた。ただし、適格機関投資家以外の投資家への勧誘が行なわれる場合は、適格機関投資家の数も含めて50名以上となれば、募集に該当することとされた。一方、「均一の条件」については撤廃するとされた。

同報告書では、私募についての法整備が必要な背景として、機関化が進展し、海外においても、私募による証券発行のための環境整備が進展していること、わが国企業が海外において私募も含め、多種多様な証券を発行し、この相当部分がわが国の投資家によって購入されていること、公募市場を利用することが困難な中堅・中小企業の資金調達の多様化という観点から私募の利用が必要となってきたことなどが指摘されている。

この提言を受けて、私募の定義の明確化、転売の制限、不公正取引の規定の適用などが定められた。

以上により、いわゆる少人私募（50名未満を相手方とする勧誘<sup>39</sup>）とプロ私募（適格機関投資家向け勧誘<sup>40</sup>）の枠組みが整備された。

適格機関投資家は、当初は定義省令において金融機関の業態ごとに限定列挙されていたが、1998年3月に閣議決定された「規制緩和推進3か年（改訂）」において、「私募債市場における適格機関投資家の範囲の拡大」が新たに盛り込まれたことを受けて、「有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者」とされた。そして「投資に係る

<sup>38</sup> 証券取引審議会報告書「証券取引に係る基本的制度の在り方について」、1991年6月19日参照。

<sup>39</sup> 取得勧誘の対象が少人数であること、多数の者に譲渡されるおそれが少ないものであることが要件となる。

<sup>40</sup> 適格機関投資家のみを相手方とすること、適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものであることが要件となる。

専門的知識及び経験」は、「多額の有価証券投資を行なっている」ことで判断されると考えられた。この結果、保有有価証券が 500 億円以上の一般事業法人も、大蔵大臣に届けることにより、適格機関投資家とみなされることとなった。

2002 年 12 月の金融審議会報告書「証券市場の改革促進」においては、ベンチャー企業、中小企業の資金調達の手続きの円滑化のため、プロ私募市場の活性化が掲げられ、適格機関投資家の範囲の拡大（一定の基準を満たしたベンチャー・キャピタル会社や厚生年金基金、適格機関投資家等も含める他、事業法人の保有有価証券基準を 100 億円に引下げ）、少人数私募の人数計算における適格機関投資家（上限 250 名）の除外、エクイティ関連商品のプロ私募の適用が実現した。

さらに金融商品取引法の導入を提言した 2005 年 12 月の金融審議会報告書「投資サービス法（仮称）に向けて」において、事業会社以外の法人や個人を含めて適格機関投資家となる途を開くことが促され、2007 年 8 月に、有価証券残高が 10 億円以上の法人及び個人も、適格機関投資家となることが可能となった<sup>41</sup>。また少人数私募の人数基準の計算で控除できる適格機関投資家の人数について、従来 250 名という上限があったが、これが撤廃された。

#### 4. プロ向け市場

2007 年 6 月、第 1 次安倍内閣の下で閣議決定された「経済財政改革の基本方針 2007」は、人口減少下において、イノベーションとグローバル化を通じて経済構造を変革し、生産性を向上させることが必要とされた。またそのためにも成長分野へのリスクマネー供給が必要とされた。そして、金融庁に対して「金融・資本市場競争力強化プラン」の策定が求められた。

金融庁は同プランを 2007 年 12 月に発表した。そこで、「諸外国においては英国の AIM や米国の SEC 規則 144A に基づく市場等、プロ投資家を念頭に置いた自由度の高い市場が拡大」しているとし、「情報開示等による投資者保護の重要性はより一層高まっていくものと考えられるが、金融・資本市場の活性化、国際競争力の強化を図っていく観点から、プロの投資家については、一般投資家と区別した上で、自己責任に立脚した、より自由度の高い取引を可能としていくことが必要である」とされた。

これを受けて 2008 年の金融商品取引法改正において、プロの投資家（特定投資家）向け市場において取引される有価証券（特定投資家向け有価証券）については、現行の開示規制が免除されることとなった。

<sup>41</sup> 金融商品取引業者等に有価証券の取引を行うための口座を開設した日から起算して 1 年を経過している、という要件も必要。金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第 10 条第 1 項第 24 号。

従って特定投資家向けの取得勧誘は<sup>42</sup>、有価証券の募集の定義から除外され、有価証券届出書の提出は不要となった。そして市場への直接の取引参加者を特定投資家に限定した、プロ向け市場において取引することが可能とされた。

特定投資家は、2006年に成立した金融商品取引法において導入された制度で、a) 一般投資家への移行が不可能な適格機関投資家、国、日本銀行、b) 一般投資家への移行可能な上場会社、資本金5億円以上の上場株式会社、c) 元々、一般投資家であるが特定投資家に移行した法人、出資金3億円以上の投資組合の営業者、純資産及び投資資産の額が3億円以上かつ投資経験1年以上の個人、という3つのカテゴリーからなる。

特定投資家向け有価証券においては、金融商品取引法上の開示は要求されないが、特定投資家の中には、必ずしも情報収集能力を十分に備えていない者が含まれていると考えられるため、発行者が「特定証券情報」を、相手方に提供または公表することが要請される。

また特定投資家向け有価証券の発行者は、「発行者情報」を事業年度ごとに1回以上、その有価証券の所有者に対し提供・公表しなければならない。特定証券情報や発行者情報の具体的内容は法定されず、取引所ルール等で柔軟に定めることとされている。

2009年6月、東京証券取引所とロンドン証券取引所の共同出資会社が運営するTOKYO AIM取引所がプロ向け市場としてスタートしたが、上場企業は数社に留まり、2012年7月に、東京証券取引所がTOKYO AIM取引所を吸収合併し、TOKYO PRO Marketを発足させた。

同市場においては、上場基準として数値基準を設定せず、コーポレート・ファイナンス助言業務等の専門家として東京証券取引所が承認した業者（J-Adviser）に上場適格性の評価を委ねていること、内部統制報告書や四半期開示が任意とされていること、監査証明が通常最近2年分必要のところ最近1年分で良いことなど、一般の市場よりも緩い規制で企業を受け入れている。

## 5. 集団投資スキームと適格機関投資家等特例業務

わが国のベンチャー・キャピタルは、主に民法上の任意組合の形式を採用してきたが、組合員が無限責任を負うという問題があった。そこで1998年11月に中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律が施行され、業務執行を行なう無限責任組合員と出資のみを行なう有限責任組合員に区別した形態が可能となった。同法の投資対象は、その後拡大され、法律の名称も、投資事業有限責任組合契約に関する法律へと変更された。

2000年代初頭には、インターネットの普及を背景に、ベンチャー企業への投資を含め、様々な事業に投資するファンドを小口化して、インターネットを通じて一般投資家から出資を募る動きも活発化するようになった。そこで2006年の金融商品取引法により、有価

<sup>42</sup> ①相手方が国、日本銀行および適格機関投資家以外の者である場合にあっては、金融商品取引業者等が顧客からの委託または自己のために行なうこと、②その有価証券がその取得者から特定投資家等（特定投資家または非居住者）以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当すること、という二つの要件を満たす場合。

証券の定義が各種の集団投資スキーム持分に及ぶこととなった。そして集団投資スキーム持分のうち出資額の100分の50を超える額を有価証券に対する投資を行なう事業のもの（有価証券投資事業権利等）も開示規制の対象とされた<sup>43</sup>。

従って集団投資スキーム持分を「不特定且つ多数」に販売するにあたっては、有価証券届出書による発行開示が必要となった。しかしこうしたスキームの組成においては、投資家の需要等を踏まえながらその内容を確定させていく方法が多く採られ、いつの時点が取得の申し込みに当たるかを判断することが困難であるとされたため、勧誘の相手方の人数ではなく、勧誘に応じて所有者となった者の人数を基準とすることとされた。またその人数は、500名以上とされた。

金融商品取引法では、ベンチャー・キャピタル等の運営者が自ら投資ファンドへの出資を募ることは、自己募集として第二種金融商品取引業としての登録を要することとし、また自ら投資ファンドの資産を運用することを自己運用といい、投資運用業としての登録を要することとされた。

ただし、個人のベンチャー・キャピタリストや小規模のベンチャー・キャピタル会社も相当数存在しており、彼らに厳格な登録要件を満たすことを求めるのは現実的ではない。そこで1名以上の適格機関投資家と49名以下の適格機関投資家以外の者を相手として集団投資スキーム持分の私募を行い、主として有価証券またはデリバティブ取引に投資する行為は、適格機関投資家等特例業務として、第二種金融商品取引業や投資運用業を構成せず、事前の届出で済むこととされた<sup>44</sup>。

## 6. グリーンシート

規制緩和の一環として、証券会社による非上場、未登録株の取扱いの解禁が提言されたことを受け、日本証券業協会は1997年にグリーンシート制度を導入した。この規制緩和にあたっては、投資者保護への配慮として、以下のような枠組みが導入された。

まず証券会社による扱いが認められるのは、継続開示を行なっている会社か、公認会計士又は監査法人による適正又は適法の総合意見が付された財務諸表等がある会社の証券（店頭取扱有価証券）で、証券会社が一定の審査を行なった上で日本証券業協会に届出を行い、その証券会社が継続的に売買気配を提示している銘柄（グリーンシート銘柄）となる。

この制度の下では、未上場企業も、少額発行であれば、発行届出をしなくても、株式を証券会社を通じて投資家に販売し、資金調達することが可能になるが、この場合、証券会社は、上記の財務諸表の情報を含む会社内容説明書を用いて、顧客に十分な説明を行な

<sup>43</sup> 伊藤啓、本柳祐介、内田信也『ファンドビジネスの法務 第2版』金融財政事情研究会、2013年、p14。

<sup>44</sup> 適格機関投資家以外の者が一定数含まれている場合を許容したのは、こうしたファンドにファンド運営会社の役員等が出資する機会が多いことを考慮したためである。集団投資スキーム及び適格機関投資家等特例業務については、近藤光男他（2013）の他、伊藤啓他（2013）、及び宍戸善一、ベンチャー・ロー・フォーラム編『ベンチャー企業の法務・財務戦略』商事法務、2010年を参照。

うことが義務づけられる<sup>45</sup>。同説明書は事業年度ごとに更新し、日本証券業協会への提出、公衆縦覧も求められる。

## V 若干の考察

### 1. 総合的アプローチの継続的展開の必要性

#### 1) グローバルな課題となった「貯蓄から投資へ」

総じて見ると、米国では、企業の資本形成に証券市場が既に相当程度活発に利用されているという環境の下で、この恩恵を新興企業にも拡大させていくために、リスクマネーの供給と投資者保護のバランスが試行錯誤されてきたと言えよう。

これに対してわが国では、先述の通り、銀行を通じた金融仲介に比べて証券市場の利用が発展途上にあるという観点から、証券市場全般の育成が目指されてきた。特に1990年代後半以降、企業の資本形成が、銀行からの資金供給に大きく依存してきた状況への反省から、証券市場の機能強化が一段と重視され、その目的の実現のために、リスクマネー供給の促進策と投資者保護制度の充実がそれぞれ目指されてきたと考えられる。

またリスクマネー供給のための施策は、規制緩和や規制改革、あるいは構造改革や成長戦略等、その時々政権による総合的な政策構想に組み込まれる形で展開されており、証券行政に留まらず、国家戦略として推進されてきたのがわが国の特徴と言える。

2013年9月のG20サミットで承認された「投資のためのファイナンス作業計画」に示されるように、長期投資ファイナンスの供給促進には、持続可能なマクロ経済運営や財政の実現、税制改革、ビジネスの障害となる行政手続きや規制の簡素化等、多面的な環境整備の努力がまず必要とされているが、わが国では既にそうした総合的な取組を推進する姿勢が確立していると考えられる。

またG20の作業計画や、OECDの「機関投資家の長期投資ファイナンスのあり方に関するハイレベル原則」で示されている金融・資本市場分野の各種の提案、あるいは、欧州委員会が提示した「欧州経済のための長期ファイナンス」で示されている各種の論点も、わが国では既に実践されたり、検討が進んでいるものが多い<sup>46</sup>。

いわばわが国が過去10年以上展開してきた「貯蓄から投資へ」の施策の重要性に、今、諸外国も気がつき、キャッチアップしようとしている局面とも言える。

<sup>45</sup> 通常、直前2事業年度の記載が求められるが、2002年より、ベンチャー企業等の負担軽減のため、グリーンシート銘柄となった初年度においては、直前事業年度だけの財務諸表の記載で良いとされた。

<sup>46</sup> 淵田康之（2013）参照。

## 2) さらなる改革の必要性

ただわが国のこれまでの施策が、まだ十分成果をあげたとは言えないこと、また諸外国ではクラウドファンディングの具体化に向けた動きはもちろん、エクイティとデットの税制上の中立性を巡る議論や会計基準のあり方を問う動きなど、さらに意欲的な取り組みや議論も進展しつつあることを踏まえると、わが国も改革の動きを一段と強化していくことが必要である。

その意味で、2014年よりNISAがスタートすることは、リスクマネーの供給促進に向けた大きな前進と言えるが、今後、制度の改善を図り、普及・定着を目指していくことが、まず望まれよう。

また2014年6月に閣議決定された日本再興戦略では、公的・準公的年金の運用の在り方の検討や、ベンチャー投資の促進が盛り込まれているが、この具体化に向けた動きも注目される。

前者に関しては、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議がスタートしている。米国のベンチャー企業の発展において、1979年にERISA法のプルードメントマン・ルールが見直され、年金によるベンチャー・キャピタル投資が本格化したことが画期的な意義をもったことを踏まえても、年金運用の在り方は重要な課題である。

後者のベンチャー投資の促進に関しては、資金調達の多様化としてクラウドファンディング等の検討の他、個人によるベンチャー投資促進のためのエンジェル税制の運用改善や、民間企業によるベンチャー投資促進の検討も論点になっている。

クラウドファンディングについては、日本再興戦略と合わせて閣議決定された規制改革実施計画においても導入が提言されている。規制改革実施計画においては、リスクマネー供給による起業・新規ビジネスの創出として、新規上場時の企業情報開示の合理化、グリーンシートの見直し等も提示されている。これら一連の改革の実現に向け、金融審議会の「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」で議論が展開されている。

## 3) 金融行政としての中小・新興企業の証券市場アクセス支援

米国では、先述の通り、SECが1982年より毎年、中小企業資本形成フォーラムを開催し、その事務局として企業金融部のスモールビジネス政策室が位置づけられている。同室は、日常的には中小企業の証券発行やディスクロージャーを巡る問い合わせへの対応や、中小企業に影響を与える政策立案に主導的な役割を果たしている。

また2004年には、SOX法の負担やIPOの急減を踏まえ中堅・中小公開企業に関する諮問委員会、2011年には、中小・新興企業アドバイザー委員会をスタートさせた。これらの場を通じた議論が、JOBS法の策定にもつながっている。

SECのホームページには、「SECと中小企業」というコーナーがあり、中小企業がいかにすれば証券市場で資金調達できるかが詳しく解説されている。

これに対してわが国では、従来、中小企業金融といえば、地域密着型金融や中小企業金融円滑化策等に象徴されるように、銀行や中小金融機関に焦点を当てた政策が目立っている。また新興企業ファイナンスの分野は、経済産業省主導の取組が目立ってきたように思われる。

金融庁における今回の検討をスポット的な取組みに終わらせず、SEC 同様、中小・新興企業の証券市場アクセスを、金融行政、証券行政の優先課題と位置づけ、金融庁及び財務局レベルにおいて、恒常的に検討・改善していく姿が定着することが望まれよう。

## 2. 少額免除と少額募集の特例

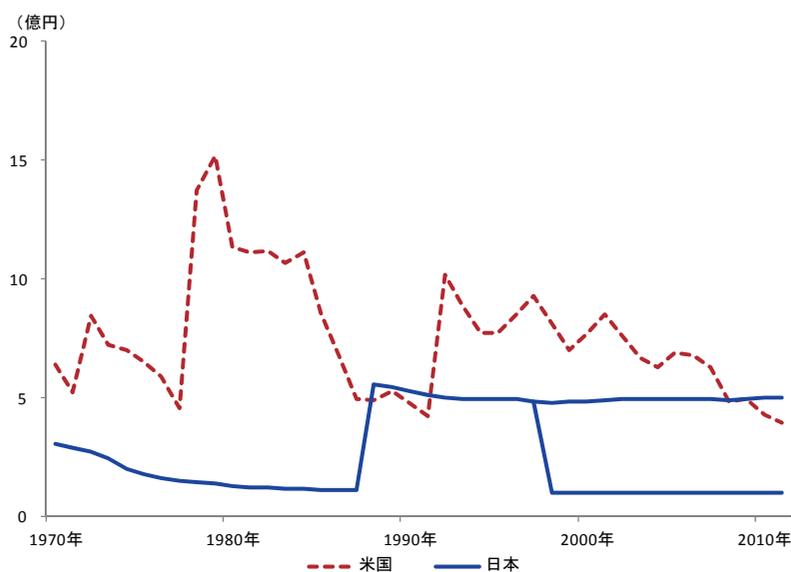
以上の問題意識の下、今後の議論の参考のため、これまで見てきた米国の JOBS 法等の枠組みとわが国の現状を比較し、いくつかの示唆を指摘することとする。

図表 7 は、発行届出が免除となる上限額の実質値の推移を、日本と米国（レギュレーション A の対象となる上限額）で比較したものである。2012 年時点の物価水準を基準に、日米ともに実質化し、米国については各年末の為替レートで円換算している。

一見すると、わが国の現状の上限額は、米国よりも厳格で、また過去に比べても極めて厳格であるように見える。

しかし先述の通り、米国のレギュレーション A では Form1-A において一定のディスクロージャーが求められる他、州当局への届出も求められるため、必ずしもわが国の規制の方が厳しいとは言えない。特にわが国が、1988 年に上限を発行価額 5 億円未満まで引き

図表 7 届出免除の上限額（インフレ調整後）の推移



(注) 2012 年時点の物価水準を基準に実質化。米国については各年末の為替レート円換算。米国の数値はレギュレーション A の対象となる上限額。

(出所) 野村資本市場研究所

上げたことは、当時の実質値で見た米国のレギュレーション A の上限よりも高額発行の特段のディスクロージャー無しで可能としたことを意味し、これが 1998 年に見直されたことは妥当であったと思われる。

米国においても、Form 1-A よりも簡易な Form D に基づく少額免除発行が適用されるのは、100 万ドル以下の場合となっている（ルール 504）。

ただわが国の場合、1 億円から 5 億円の少額募集に関する扱いは、あくまで正式発行開示の特例であり、レギュレーション A のように届出免除の扱いではないため、5 億円以上の開示に比べて大きく負担が軽減されているとはいいがたいように思われる。

米国では、1995 年ペーパーワーク削減法に基づき、行政機関は提出を求める書類の記入に必要な時間を推定した上で、その書類の使用承認を行政管理予算局から受けなければならない。この推計によれば、米国のレギュレーション A で利用される Form 1-A の記入に要する時間は、正式な発行届出書類である Form S-1 の記入に要する時間の 6 割程度となっている<sup>47</sup>。またレギュレーション A では、監査済みの財務諸表が要求されない。

また JOBS 法におき、現行のレギュレーション A よりも上限が 10 倍となる、Reg A+ の導入が定められるなど、米国は、現在ほとんど活用されていないこの少額募集の分野を活性化させようとしている。その意味でも、SEC が今後打ち出す新規則の行方も含め、この分野の動向に注目していく必要があると考えられる。

### 3. クラウドファンディングとエンジェル

#### 1) 「死の谷」への対応

わが国でも、開示負担の軽減と投資者保護のバランスに関する新たな発想に基づいて、クラウドファンディングのような制度の導入を検討していくことは意義があろう。ただわが国では、「死の谷」への対策として、クラウドファンディングの導入や新規上場のための負担の軽減といった対策を位置づけているが<sup>48</sup>、ここは米国における認識とはずれがあるように思われる。

「死の谷」とは、技術やアイデアを事業化する段階におき、リスクマネー供給が不十分なことも一因となって事業を軌道に乗せられない問題であるが、米国ではこの段階ではクラウドファンディングが主役とは考えられていないようである<sup>49</sup>。またこの段階では、通常はベンチャー・キャピタルの投資対象にもなっておらず、上場はまだ視野に入らないため、上場負担の軽減が有効とも考えられていない。

米国ではクラウドファンディングは、従来、親類・知人に依存することが多かった、創業か創業間もない段階の資金調達として位置づけられるとの見方がある<sup>50</sup>。これに

<sup>47</sup> Form 1-A が 608 時間、Form S-1 が 972 時間となっている。なお Form D は 4 時間である。

<sup>48</sup> 例えば 2013 年 3 月 15 日の産業競争力会議における麻生金融担当大臣の発言資料など。

<sup>49</sup> 2013 年 5 月 1 日の SEC 中小・新興企業アドバイザー委員会における WR Hambrecht 会長・CEO, Hambrecht 氏提出文書、p10 参照。

<sup>50</sup> 2013 年 5 月 1 日の SEC 中小・新興企業アドバイザー委員会における Angel Capital Association 使用のハンドアウト資料、p9 参照。

対して「死の谷」が問題となる段階では、一般投資家の小口資金というよりも、より専門的な見識に基づき、まとまった資金を出す主体の関与が重要である。この段階では、エンジェル投資家の役割が重要と考えられている。またベンチャー・キャピタルは、よりレイター・ステージでの投資において重要な役割を果たしている（図表 8）。

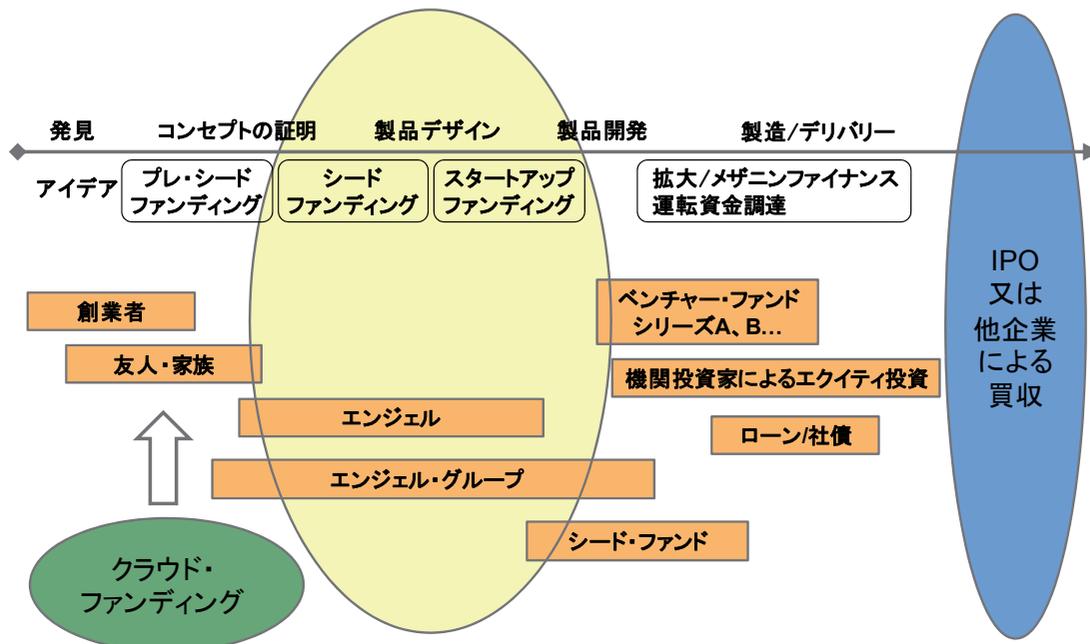
このエンジェル投資家からの資金調達においては、ルール 506 を用いた資金調達が中核となっている。エンジェル投資家の多くは、適格投資者であるためである。従ってわが国も「死の谷」への対策として、エンジェル投資家となりうる個人投資家の役割に注目することが考えられよう。

## 2) 日米のエンジェルの比較

米国の適格投資家は、既述の通り、今後、基準が厳格化される可能性があるとはいえ、全世帯の 7.2%、800 万世帯以上と推定されている<sup>51</sup>。そしてアクティブなエンジェルは約 27 万人に上るといふ。エンジェルが集まって投資先を選定し、まとまった資金を提供するエンジェル・グループも年々増加し、現在、約 400 グループが活動している。エンジェルの年間投資額は、2012 年の場合、2 兆円を超し、ベンチャー・キャピタルに比べ、シード段階やアーリーステージへの投資のウェイトが高い（図表 9）。

これに対してわが国では、金融庁に適格機関投資家として届出をしている個人は 2013 年 9 月 30 日時点で、33 名に過ぎない。エンジェル税制の利用者による年間投資額も、100 億円に満たない<sup>52</sup>。

図表 8 創業から IPO までのファイナンス



(出所) Angel Capital Association の資料に加筆

<sup>51</sup> GAO (2013) 、 p19。

<sup>52</sup> エンジェル税制を利用した個人投資家の投資額。金融庁事務局説明資料、2013 年 6 月 26 日参照。

図表9 米国のエンジェル投資家とベンチャー・キャピタル（2012年）

	エンジェル	ベンチャー・キャピタル
投資金額	229億ドル	267億ドル
ディール件数	67,000	3,700
うち		
シード	24,000	280
アーリーステージ	22,800	1,650
拡大ステージ	20,100	1,800
投資家数	268,000人以上 (個人)	522社 (アクティブなファーム数)

(出所) Angel Capital Association

家計調査によれば、わが国において 4,000 万円以上の貯蓄を保有する世帯（二人以上）は、全体の 10.4%であり、また貯蓄残高が 3,000 万円以上の世帯の貯蓄に占める有価証券構成比は 15.8%である<sup>53</sup>。従って、有価証券保有額が 10 億円以上の個人は、極めて限られていると考えられる。

またわが国の場合、個人が適格機関投資家とみなされるためには、金融庁長官への届出が必要であり、届出者の氏名や居住地は官報で公告され、金融庁のホームページにも公開される。先述のように、米国の場合は、コストやプライバシーに配慮し、SECは適格投資者のリストを管理していない。

わが国の場合、特定投資家が参加できるプロ向け市場の制度もあるが、こちらも個人については、純資産・投資資産 3 億円以上という要件であり、米国の適格投資者の基準に比べてハードルが高い。また同市場の上場企業数も 2013 年 10 月時点でわずか 5 社に過ぎず、資金調達を行う事例もあまりない。

わが国でもエンジェル投資家の役割が重視され、エンジェル税制の導入といった取組が進んできたが、まだ発展途上にあると思われる。個人が適格機関投資家、あるいは特定投資家となる場合の基準を引き下げ、エンジェルとして投資活動を行える層を厚くしていくことも検討に値しよう<sup>54</sup>。

また必ずしも保有する資産や有価証券が多額ではない個人であっても、一定の属性を持つ個人が、エンジェルとして正式のディスクロージャーを免除された企業に出資できる途を、現行の私募で認められる範囲よりも拡大していくことも考えられよう。

既述の通り、米国においては、JOBS 法により全ての購入者が適格投資者である場

<sup>53</sup> 総務省統計局「家計調査報告（貯蓄・負債編）平成 24 年平均結果速報」2013 年 5 月 14 日。

<sup>54</sup> なお米国のルール 506 においては、投資家以外の投資家が含まれる場合は、35 名以内の洗練された投資家である必要があると同時に、監査済みの財務諸表など通常の募集の場合と同等の情報を提供することが求められる。米国においては、33 年証券法の解釈として、私募かどうかの判断は、投資家の人数だけではなく、これら投資家の能力や情報へのアクセス可能性等を総合的に考慮して行われる。ルール 506 はこの原則に基づくセーフハーバーの一つだからである。これに対して、わが国では、50 名未満であれば自動的に少数私募の扱いとなり、制度上のディスクロージャーは提供されない。また人数計算には適格機関投資家を除外することとされたため、50 名未満の一般投資家には適格機関投資家に対するのと同様の情報しか提供されない。わが国においても、少数私募のあり方を見直していくことが考えられよう。

合、一般的な勧誘・広告が認められることとなった<sup>55</sup>。わが国においても、集合投資スキームの持分に関して、勧誘対象ではなく、購入者で判断する考え方を既に導入しており、プロ私募等でも、同様な発想を採用していくことが考えられよう。

## 4. 流通市場の位置づけ

### 1) ディスクロージャーと上場基準

米国が 1930 年代に確立させたディスクロージャーによる投資者保護の枠組みは、仮に財務内容が悪かろうと、それを投資家に的確に開示すれば、証券発行を妨げないという点で、それまでの州当局のメリット・レギュレーション、すなわち発行に値する証券のみ発行を認めるという枠組みからの大きな転換であった。

しかし組織された流通市場において取引される証券の場合は、取引所の上場基準に見られるように、メリット・ベースの選別が、投資者保護上重要な役割を果たしている。

わが国の場合、証券会社による非上場、未公開株の取引が規制されてきたこともあり、証券市場におけるエクイティ資金調達、取引所等への上場（登録）が前提となるという状況が続き、リスクマネーの供給促進策も、ディスクロージャー規制の緩和よりも、上場基準の緩和が焦点となりがちであった。

近年、エクイティのプロ私募も認められ、適格機関投資家の範囲も従来より拡大するなど、この状況は多少変化している。しかしディスクロージャー負担を軽減し、中小・新興企業の資金調達を促進すべく設立されたプロ向け市場やグリーンシートは、組織された流通市場の枠組みの下で運営されていることもあり、メリット・ベースの選別もなわねられている。

これら市場の経験は、企業にとっての使い勝手と投資者保護の確保の観点から、新興・中小企業のエクイティにおいて、流動性をどの程度重視すべきかという課題を投げかけている。

### 2) プロ向け市場

わが国のプロ向け市場は、取引所上場市場という枠組みとなっているが、一般にエンジェル投資家は、短中期での売却益を狙って投資するのではないため、整備された流通市場を要求していないと考えられる。「死の谷」を渡り切る見通しが立つにつれ、投資希望者が増え始め、転売のチャンスも増大すると考えられるが、それまでは、あるいは最終的に IPO に至るまでは、保有し続けるのが一般的であろう。もちろん、転売できないまま「死の谷」を渡りきれない確率が高いことも承知の上で投資している。

また取引所市場は、プロ以外への転売を規制する枠組みとしては優れているかもしれないが、それが目的であれば他の工夫もありえよう。

先述のように米国では、レギュレーション D 適用証券の売り付けや勧誘を行なう

<sup>55</sup> 関連規則は SEC の提案段階である。

オンラインプラットフォームの運営も、認められることとなった。わが国でも、現行のプロ向け市場が、必ずしも当初の期待通りの成果を上げていない状況を踏まえ、特定投資家に対して、新たな枠組みを導入することも考えられよう。

図表 10 は、米国の主要取引所上場企業を対象に時価総額と個人株主比率の関係を見たものである。ここに示されるように、時価総額が小さい企業ほど、個人株主比率が大きくなり、マイクロキャップの企業では、9割近くに上る。

これを見ても、プロ向け市場を中小・新興企業のエクイティの発行・流通の場として機能させることは、現行の特定投資家制度におけるよりも、幅広い個人が参加可能とならない限り困難であるように思われる。

### 3) グリーンシート

わが国では非上場企業の証券の流通市場として、グリーンシートも導入されたが、取引所が上場基準を大幅に緩和した新興市場セクションを開設すると、多くの企業は新興市場での上場を選択するようになった。グリーンシート銘柄数は、2004 年末の 96 社から 2013 年 10 月には 36 社にまでに減少し、年間売買代金も 2006 年の 31.2 億円から 2012 年には 0.4 億円にまで縮小している。

グリーンシートでは、取扱会員による継続的な気配提示といった流通市場機能の発揮も重視されているが、流動性のある市場を望む段階の企業は、取引所市場を選択したということであろう。ここでも流通市場としての機能を重視しない分、軽装備で発行者にも投資家にもより利用しやすい仕組みが考えられるかもしれない。この点も含め、上場基準とグリーンシート銘柄に課される要件を対比し、規制負担レベルと投資者保護レベルのバランスについてどのような棲み分けを実現すべきか、再検討が求められよう。

この場合、取引所の新興市場上場企業においても、不正会計や不公正ファイナンス等の多くの問題が生じ、個人投資家の信頼が損なわれた経緯があることを踏まえると、より小規模の企業を対象とするグリーンシートにおいてディスクロージャー負担の軽減や選別基準の緩和を許容しようとするならば、やはり企業あるいは投資家の属性等、何らかの形で投資者保護レベルを低下させない工夫をしていくことは不可欠と考えられる。

図表 10 企業の時価総額と個人株主比率

時価総額	個人株主比率
0.5億ドル未満	89.1%
0.5-1億ドル	80.1%
1-2.5億ドル	68.7%
2.5-5億ドル	56.3%
5-10億ドル	37.6%
10億ドル以上	16.5%

(注) 対象は全米主要取引所上場企業。個人株主比率は中央値。

(出所) 2013年9月17日 SEC 中小・新興企業アドバイザー委員会における Cowen and Company CEO, Jeffry M. Solomon 氏発表資料より

## 5. 投資家を制約しない投資者保護

### 1) ディスクロージャー負担について

G20 も主張するように、リスクマネーの供給促進は、経済成長、イノベーション、雇用促進といった経済全体に大きな貢献をもたらすものである。こうしたメリットは、リスクマネーの出し手である投資家によってのみ享受されるものではなく、大きな外部効果を持つわけである。

従ってリスクマネーの供給促進を、投資者保護に関して妥協する、あるいは投資家の範囲や投資額を制限するなど、投資家の負担の下に実現しようとするのはできるだけ避け、経済全体、市場全体で支援するのが本来は望ましいと考えられる。

新興企業の証券発行においてディスクロージャーが負担とすれば、そのレベルを上げて投資家にとってのリスクを高めるのではなく、外部効果に鑑み、ディスクロージャーの負担軽減のために何らかの公的サポートを用意するといった政策も理論的にはありえよう。

またベンチャー企業に対するものだけではなく、大企業に対するものを含め、現行のディスクロージャー規制全般が、過大なものとなっていないかの検証も常に必要である<sup>56</sup>。

米国の JOBS 法における EGC に対する措置は、未公開企業か公開企業かで、開示要件に断層的な格差をつけるのではなく、IPO にあたっての開示負担を低下させると同時に、継続開示の軽減措置が、総収入が一定規模以下である限り、公開後最長 5 年間まで継続するという工夫を導入している。また EGC 以外の企業も含め、継続開示義務が生じる株主数の基準を引き上げている。

JOBS 法は、さらに 108 条において、SEC に対して非会計情報の開示項目を定めるレギュレーション S-K の包括的なレビューを行なうこと、そして EGC の負担を削減するための改善について検討することを要請している。これに関する報告書は、まもなく発表される予定である。

こうした動向も参考に、わが国でも建設的な検討が進展することが期待される。特にエンジェル投資家の投資決定においては、投資収益の見込みよりも、経営陣の情熱、信頼性、専門的能力、あるいは製品の魅力といった点が重視されている<sup>57</sup>。「死の谷」の段階では、ゴーイングコンサーンとしての企業の体を成していないのはある意味当然であり、ポイントは主要なプロジェクトの成否であることから、収益や実物資産残高等の財務データ、あるいは内部統制情報等の意思決定有用性は、相対的に低いと考えられる。また上場後しばらくの間においても、本業の安定的発展が最優先課題であ

<sup>56</sup> KPMG の調査によれば、過去 6 年間に Form 10-K のページ数は 16%増大し、このうち注記に関しては 28%増大としたという。KPMG & Financial Executives Research Foundation, *Disclosure Overload and Complexity: Hidden in Plain Sight*, 2011 参照。SEC の Paredes 委員は、2013 年 2 月 22 日の SEC Speaks において、“information overload”という用語を使い、過剰なディスクロージャーの問題を指摘している。White 委員長も、2013 年 10 月 15 日の講演で、ディスクロージャーの見直しの必要性について説明している。

<sup>57</sup> 宍戸善一、ベンチャー・ロー・フォーラム (2010)、p99 参照。

る。こうした点に配慮したディスクロージャーの枠組みが考えられよう。

## 2) 不公正取引の抑止と仲介者の規制・監督

投資者保護のレベルを下げずにディスクロージャー等を簡素化することは、投資家の自由度を直接的に制約しないタイプの投資者保護政策の強化、例えば、不公正取引に対する規制や罰則の強化、あるいは仲介者に対する規制・監督上の工夫等によっても追及しうる。

未公開株等を巡る詐欺は頻発しており、クラウドファンディングを導入する上では、詐欺や詐欺まがいの資金集めの企てへの対応を含め、不公正取引対策の強化は不可欠であろう<sup>58</sup>。

一方、仲介者は、個々の投資家と資金調達者のニーズをマッチングさせる上で重要な役割を果たし、また投資家の経験・能力、リスク許容度を踏まえて投資案件を選別するゲートキーパーの機能も発揮しうる。

その一方で、ケイ・レビューも指摘するように、投資家と資金調達者の間に、各種の仲介者が関与すればするほど、エージェンシー・コストが高まるという問題もある<sup>59</sup>。仲介者が自らの短期的な利益の最大化を目指せば、かえって投資者保護は損なわれる。

わが国では金融ビッグバン以降、競争促進の観点の下、仲介業への参入規制を強化するといった考えは排除され、事後規制で対応すべきという発想になっているが、もとより米国に比べて証券監督関係のリソースが限られているなか、業者数が増えるにつれて、監督・検査が物理的に行き届かなくなるという問題もある。

さらに一般投資家にとっては、認可、登録、届出の区別もつきにくく、金融庁への届出業者に過ぎない場合であっても「当局のお墨付き」を得ているかのようにふるまうケースもある。いかに健全な業者の業務の自由度を増しつつ、問題業者の関与を排除するか、工夫を凝らしていくことも必要であろう<sup>60</sup>。

<sup>58</sup> 2011年の金融商品取引法改正により、無登録業者による未公開有価証券の売り付けが行なわれた場合に、対象契約が原則として無効とされることとなった(171条の2)。

<sup>59</sup> 淵田康之「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』、2012年秋号 p52～87 参照。

<sup>60</sup> ここで言う仲介者には、取引所、集団投資スキーム、公認会計士等、最終的な資金調達者と最終的な資金の出し手の間に関与する者を全て念頭に置いている。取引所が問題となった事例としては、2008年1月、金融庁が名古屋証券取引所に対し、セントレックスへの上場審査に関して不備があったとして、業務改善命令を出した例がある。また適格機関投資家等特例業務は、軽装備のベンチャー・キャピタルに配慮して導入された制度であるが、個人から資金を集めて運用する業務を登録ではなく、届出だけで行える仕組みとして、インターネット上では、その開業負担の手軽さ、低廉さを強調し、開業を支援する広告も昨今多数掲載されるようになっている。そこでは、適格機関投資家を開業支援業者側が用意できるとされ、また2号ファンド、3号ファンドを設立することにより、参加する一般投資家の人数制限を事実上回避できる場合もあることを示唆するものもある。こうしたこともあり、同制度を活用した不正が頻発しており、金融庁は2012年2月、注意喚起と対応強化を発表している。しかし、現在、3,000を超える業者への監視を徹底することは困難であろう。少人数私募のあり方を含め、制度の見直しが必要と考えられる。この他、ゲートキーパーの問題としては、問題企業の駆け込み寺として、品質の低い監査を行なう公認会計士の問題もある。