

米国私募市場におけるプロ投資家とは： 自衛力認定投資家の定義の見直し

若園 智明

要 旨

本稿は、米国のいわゆる私募市場の主要な投資家である自衛力認定投資家の定義に関して、2020年に実施された米SECの改正を分析対象とする。これまでもSECは、複数回にわたって自衛力認定投資家の定義の見直しを試みてきた。過去に提案された規則改正案は、特に自然人の定義に関して、所得や純資産などの金融的基準がインフレ率に従って調整されていないことを問題視しており、実質的な基準の緩和により自然人の自衛力認定投資家数が増加している現象に対して投資者保護の観点から手当てする試みであった。対して今回のSEC改正は、これまでSECが主張してきたインフレ調整を見送る一方で、1933年証券法が記す金融的な洗練性を私募取引の代表的なセーフハーバーであるRegulation Dに導入している点が特徴となる。過去の改正案と比較して、スタートアップ企業の資本等の調達の多様化や未公開企業等への投資機会の拡大に重点を置いた改正と言えよう。しかしながら、自然人の金融的洗練性を担保すべく提示された具体的な施策をみると、証券外務員や投資顧問業の資格試験が採用されていることから、単純に自然人（個人投資家）の自衛力認定投資家数の増加を目的としているわけではなく、既存の金融サービス業者を経由した資本形成の促進策と捉えることが適当であろう。

キーワード：プロ投資家、自衛力認定投資家、私募、自然人の金融的洗練性

目 次

- | | |
|----------------------|------------------------|
| 1. はじめに | 3.1. SECが提案した規制改正案 |
| 2. 自衛力認定投資家とは | 3.2. 2015年SECスタッフ・レポート |
| 2.1. 米国のプロ投資家：改正前の定義 | 4. 2020年規則改正の要点 |
| 2.2. 連邦法による対応 | 4.1. 自衛力認定投資家の定義の見直し |
| 3. これまでのSECの見直し活動 | 4.2. 規則の整合化 |

1. はじめに

本稿は、米国のいわゆる私募市場の主要な投資家である自衛力認定投資家（Accredited Investor）の定義を分析対象とする。米証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）が2020年8月に公開した最終規則（Final Rule）の把握を基礎としながら¹、自衛力認定投資家の定義に関する公的な報告書やこれまでのSECの活動を振り返ることで、私募市場における自衛力認定投資家の位置づけを検討することを目的とする。本稿では、SECへの登録除外規制ないしは簡易登録規制を利用した資本等の調達行為を私募と呼ぶ²。

CCMR（2018）や若園（2019）が報告するように、近年の米国私募市場は顕著に拡大しており、当該市場を通じて調達された資本等がテック系を中心とするスタートアップ企業の成長の原資となっている³。経済の成長や構造変革を考える上で、このような企業の勃興は中核にあり、その意味で私募取引を健全なる発展へと導く政策は最重要の課題となる。2020年にSECは、登録除外等取引の規制改正（若園（2021））とともに、私募の主要な投資家となる自衛力認

定投資家の定義も見直し、私募にかかる規制の総合的な改正を行った。これら規制改正の動機として観察されるのは、①スタートアップ企業への資本等の調達手段の多様化、②未公開企業への投資機会の拡大、ならびに③規制の単純化と規則間の整合化である。

このような私募に関連する規制の改正によって、投資者保護の担保は前提条件となる。例えば1982年にSECがRegulation D（Reg. D）を導入した際にも、「投資者保護をはかりながら、既存の規則・規制の単純化や明確化（Clarifying）を行い、特に小規模ビジネスにかかる発行体がこれら規則・規制から被る不必要な制約を除去し、連邦と州の登録除外の均一化をはかり、資本形成を促進する試み」とリリースに記されている⁴。つまりは、投資者保護と小規模ビジネスの資本形成の促進（および投資機会の拡大）の間のバランスの調整が、最も注意を払うべき点であると言えよう。本稿が扱う2020年の自衛力認定投資家の定義の改正は、Donald Trump 前政権の方針もあり、かつてよりも資本形成の促進や投資機会の拡大へと重点が置かれているように見える⁵。

1 提案規則（Proposed Rule）の公開は2019年12月。

2 これら登録除外等取引の規制については若園（2021）を参照されたい。

3 Thomas（2020）によれば、自衛力認定投資家に該当する投資家数とスタートアップ企業の資本等の調達は相関性が高い。

4 1982年3月8日「Revision of Certain Exemptions From Registration for Transactions Involving Limited Offers and Sales（Regulation D Adopting Release）」。

5 SECのJay Clayton委員長（当時）は下院の金融サービス委員会で開催された議会証言（2018年6月21日）において、メイン・ストリートの投資家が未公開会社に投資することが困難であり、このような会社が成長する段階に参加する機会が限定されていると証言している。また、2017年10月に公開された米財務省報告書でも、規制の縛りによって株式を公開しない企業への投資が一部の投資家に限定されている点を問題視していた。

2. 自衛力認定投資家とは

自衛力認定投資家とは、SECへの登録除外等取引（私募）の対象となるための規制であるReg. DのRule 506(b) および (c), Regulation A（簡易登録を規定, Reg. A）やRegulation Crowdfunding（インターネットを通じた調達を規定, Reg. CF）を用いた資本等の募集に応じるにあたり投資家に求められる資格である⁶。

自衛力認定投資家の基本的なコンセプトは「金融的な洗練性（Financial Sophistication）」を装備した投資家であるが⁷、この洗練性を①独自に情報を収集し分析する能力と捉えるべきか、②開示された情報の分析能力と捉えるべきか、が先行研究でも議論の対象となっている（Vollmer（2021））。規制を評価するうえでも、この洗練性の位置づけは重要である。

法規制における自衛力認定投資家は、以下のようにReg. DのRule 501(a) などにおいて自然人と事業体にわけて定義され、それぞれに該当するための条件が設定されている。本節では、今回のSEC改正が適用される前の自衛力認定投資家の定義について把握を試みる。

2.1. 米国のプロ投資家：改正前の定義

米国の連邦法においていわゆるプロ投資家は複数が規定されており、自衛力認定投資家の他に

も、①適格機関購入者（Qualified Institutional Buyer）、②適格購入者（Qualified Purchaser）、③適格顧客（Qualified Client）、④適格投資家（Qualified Investor）、⑤適格契約参加者（Eligible Contract Participant）がある。これらの根拠となる連邦法と要点を図表1でまとめた。

これらプロ投資家の定義は使途に応じて担当する連邦法が管轄するが、同じ機関投資家が該当する似通った条件でありながら異なった定義が並列している。そのため、例えば後述する2019年のコンセプト・リリースに寄せられたコメントなどで、類似する複数の定義が実務上の取り扱いを複雑とする要因に挙げられており、SECに対して定義の整合化（規制間の整合化）が要望されていた。

本稿が扱う自衛力認定投資家の定義は、これらプロ投資家の中でも最重要な定義と言え、その原型はSECが1974年に登録除外取引の規定として定めたRule 146に求めることができる⁸。Rule 146(d)は募集の申し出を受けるOffereeの条件を定めており、発行体に対して、Offeree（もしくは代理人）が金融の知識や金融の経験があり投資のリスクやメリットを評価できる者であると信じるための合理的な見地を持つことを求めている⁹。またRule 146(g)において、購入者（投資家）の上限は35名と定められている。私募取引であるため公的に開示が要求されている情報は限定されており、それゆえに投資家自身による情報アクセス能力や情報分析能力

6 これらのうち私募による調達はReg. Dが突出して多い（若園（2021）の図表4）。また2020年改正後のReg. CFは、非自衛力認定投資家には投資上限が維持されているが、自衛力認定投資家の投資上限規制は撤廃された。

7 1953年の連邦最高裁判決「SEC v. Ralson Purina Co., 346 U.S. 119」。

8 Rule 146が導入された過程と背景はMinn. L. Rev. Editorial Board（1974）やTemple（1974）が詳しい。また、翌1975年に導入されたRule 240「Exemption of Certain Limited Offers and Sales by Closely Held Issuers」では、①投資家が100名未満のBeneficial Owner、②過去12ヶ月で募集金額の上限は10万ドル、③一般勧誘や広告を禁止、を条件として登録が免除される。Rule 240はRule 146と同様にReg. Dの導入によって廃止された。

9 ただしRule 146(d)には、そのような能力の確認を行うための条件や環境等は示されていない。

米国私募市場におけるプロ投資家とは：自衛力認定投資家の定義の見直し

図表1 米国連邦法上のいわゆるプロ投資家の分類

Accredited Investor (Institutional Accredited Investor) 33年証券法 Sec.2(a) (15) Rule 215, Rule 501(a) (Reg. D)	自衛力認定投資家については本文を参照
Qualified Institutional Buyer 適格機関購入者 33年証券法の Rule 144A	①非系列会社が発行する有価証券を1億ドル以上保有・投資、②2,500万ドル以上の純資産を持つ銀行等、③非系列会社が発行する有価証券を1,000万ドル以上保有・投資する登録ブローカー・ディーラー、に該当する適格機関購入者には Restricted Security の転売制約が免除される (Rule 144A)
Qualified Purchaser 適格購入者 40年投資会社法 Sec.2(a) (51) (A), Rule 256 (Reg. A)	①500万ドル以上の投資を行っている自然人、②500万ドル以上の投資を行っている同族会社、③2,500万ドル以上の投資を行っている機関投資家、④その他、に該当する適格購入者にのみ有価証券の販売を行う場合は投資会社の登録から除外される。(1996年の National Securities Markets Improvement Act により導入) ①適格購入者のみに募集・販売される有価証券は Covered Security となる (33年証券法 Sec.18(b) (4) (D) (ii), JOBS 法 Title IV), ② Reg. A の Tier II において募集・販売の対象者を適格購入者の定義に含める (若園 (2021) 参照)
Qualified Client 適格顧客 40年投資顧問法の Rule205-3 (2021年8月16日以降)	①運用資産額110万ドル以上、②純資産220万ドル以上 (配偶者と合算)、③適格購入者 (上記) である、④その他 (執行役等)、に該当する適格顧客に対しては投資アドバイザーは40年投資顧問法の Sec.205(a) (1) (成功報酬の禁止) の適用除外となる。5年毎のインフレ調整の対象 (DF 法 Sec.418, Rule 205-3(e))
Qualified Investor 適格投資家 34年証券取引所法 Sec.3(a) (54)	①自己の裁量で2,500万ドル超の投資を行う自然人、②登録投資会社、銀行、保険会社、ブローカー・ディーラー、外国銀行、2,500万ドル超の投資をしている事業体、等 Glamm Leach Bliley 法により定義。適格購入者に対して銀行等が有価証券を販売 する場合にはブローカー・ディーラーへの登録を免除される
Eligible Contract Participant 適格契約参加者 商品取引所法 Section 1a(18) 34年証券取引所法 Sec.3(a) (65) (34年法の定義は商品取引所法の 定義を援用)	①1,000万ドル以上の投資を行っているもしくはリスク管理のために500万ドル以上の取引を行う個人、②金融機関、保険会社、投資会社、500万ドル以上の運用資産を持つ Comodity Pool、500万ドル以上の運用資産を持つ従業員福利プラン、1,000万ドル以上の資産を持つ事業体等、リスクヘッジを行っている純資産100万ドル以上の事業体、等に該当する適格契約参加者はデリバティブやスワップ取引に従事することが出来る

(出所) 2015年 SEC スタッフ・レポート 「Report on the Review of the Definition of "Accredited Investor"」等から作成。

が必要となる。Rule 146は、私募市場へ参加する投資家がこのような能力を保持していることを要求している。

さらに1980年1月に導入された Rule 242では、発行体が発行した有価証券を10万ドル以上購入している者との条件を付けて、銀行、保険会社、投資会社、従業員福利プラン (Employee

Benefit Plan), Small Business Investment Company の取締役 (Director) や執行役 (Executive Officer) を列挙し、これらを現在の自衛力認定投資家に該当する Accredited Person (Eligible Investor) として定義した。これら適格とされた投資家 (および35名までの非適格投資家) を対象に過去6ヶ月間で200万ドル

を調達上限とする募集を私募としている¹⁰。これら Rule 146と Rule 242は1982年3月に導入された Reg. D により代替された¹¹。

現在用いられている自衛力認定投資家の定義は、①33年証券法の Sec.2(a)(15)、② Rule 215および③ Reg. D の Rule 501(a) の3箇所において記述されている。このうち33年証券法の定義は1980年12月に施行した Small Business Investment Incentive Act の Sec.602によって整備され、また同法が SEC に与えた権限により Reg. D が導入されている¹²。

33年証券法の定義は簡略である。同法 Sec.2(a)(15)(i) では、銀行、保険会社、登録投資会社、40年投資会社法上の事業育成会社 (Business Development Company)、1974年の Employee Retirement Income Security Act (ERISA) が定める従業員福利プラン (登録投資アドバイザー等による投資判断が条件)、などが自衛力認定投資家として列挙されている。また同法 (ii) では、金融的な洗練性、純資産、知識および金融的行為の経験もしくは資産運用額などの諸要素からみて、SEC が定める規則・規制により自衛力認定投資家として適格となる者 (Person) と記述されている。さらに1982年3月に導入された Rule 215は、上記

の Sec.2(a)(15)(ii) の自衛力認定投資家として適格である者の条件を補填している。その中でも Rule 215(e) は自然人の自衛力認定投資家について、証券購入時の純資産ないしは配偶者と合算した純資産が100万ドルを超えていることを基準としている¹³。また同規則 (f) においては、直近2年間の各年度において個人所得が20万ドルを超えているか世帯所得 (配偶者との合算) で30万ドルを超えており、今年度も同じ所得水準に達することが合理的に見込まれることを自然人の基準としている。

対して Rule 501(a) は、私募となるセーフハーバーとして整備された Reg. D の規則である。今回の SEC 改正前の Rule 501(a) (Reg. D) の定義を図表2でまとめた¹⁴。

今回の改正前の時点で、33年証券法 (および Rule 215) が定義する自衛力認定投資家と、Reg. D の Rule 501(a) が定義する自衛力認定投資家を比較して差異を指摘すると、第1に33年証券法が記す金融的洗練性、知識や経験などの質的な条件は Rule 501(a) には設定されていない。この理由は、自然人の知識等の基準を明確に設定することが容易ではなかったことがあろう。このため、自然人が Reg. D を利用した私募に投資するためには、所得もしくは純資

10 投資家が自衛力認定投資家 (Accredited Investor) のみの場合、発行体は投資家に対して募集現状 (Offering Circular) を発行する必要がない。

11 現在の Reg. D の Rule 506(b) でも、Rule 242と同じく35名を上限として非自衛力認定投資家が募集に応じることが可能である。しかしながら、非自衛力投資家が含まれている場合は発行体に追加的な情報開示が求められる。また、この非自衛力認定投資家には金融的に洗練されている (もしくは洗練された代理人を利用している) ことが求められる。後述する2019年の SEC コンセプト・リリースによると、2015年から2018年までに Rule 506(b) を利用した募集行為で投資家に非自衛力認定投資家が含まれた数は約6%に過ぎず、同投資家から調達された資本は全体の2%から3%であった。

12 金融的洗練性、保有純資産、知識、金融事象の経験、運用金額などの事実に基づき、SEC に自衛力認定投資家の定義を規定する権限を与えている。

13 自然人の純資産の算出において①その算出に主たる居住地を含めない (後述)、②主たる居住地を担保とする負債の扱いにおいて、その居住地の市場価値の範囲内の場合には負債に含めない、また居住地の市場価値を超えた部分は負債に含める。

14 1982年の Reg. D 導入時に自然人の所得基準 (図表2の (6)) に世帯所得 (Joint Income) は含まれていなかった。SEC は1988年に配偶者と合算での年間所得30万ドル超を基準に加えている。また、後述するように DF 法を受けて2011年に自然人の純資産の算出から主たる居住地 (Primary Residence) の価値を除外している。この他、1989年に州政府により設立され維持されている保有資産が500万ドル超のプランを自衛力認定投資家に含めている。

図表2 Rule 501(a) が定義する自衛力認定投資家（2020年改正前）

(1) 銀行、登録ブローカー・ディーラー、保険会社、登録投資会社、事業育成会社、総資産500万ドル超の従業員福利プラン、その他 ^(注1)
(2) 私的事業育成会社 (Private Business Development Company) (40年投資顧問法 Sec.202(a) (22) で規定)
(3) 総資産500万ドル超の非営利組織、事業トラスト、パートナーシップ (その設立が証券の取得を特定の目的としない)
(4) 発行体の取締役、執行役員、ゼネラル・パートナー
(5) 個人の純資産または配偶者と合算の純資産が100万ドルを超える自然人 ①主たる居住地を資産に含めない ^(注2) ②①は証券の購入権利に従った証券の購入には適用されない (条件付き)
(6) 直近2年間の各年度において、所得が20万ドルを超えているか、世帯所得 (配偶者との合算) で30万ドルを超えており、今年度も同じ所得水準に達することが合理的に見込まれる自然人
(7) 総資産500万ドル超で、金融的に洗練された者によって証券の購入が指図されている信託 (その設立が証券の取得を特定の目的としない)
(8) 持分所有者がすべて自衛力認定投資家である事業体

(注) 1) これらは33年証券法、34年証券取引所法、40年投資会社法、74年 ERISA 等の連邦法で定められていることが前提。また事業育成会社は40年投資会社法 Sec.2(a) (48) で規定。
2) 主たる居住地を担保とする負債の扱いにおいて、その居住地の市場価値の範囲内の場合には負債に含めない、また居住地の市場価値を超えた部分は負債に含める。

産の基準をクリアすることが必要条件となっている。これは所得や純資産等の金融リソースが投資の判断力と相関性があるとの考えが背景にある。保有資産等の増加は金融行動の洗練さと相関関係にあることを示す実証研究もある¹⁵。一見すると、このような純資産等の基準は一定の合理性があるように思える。

しかしながら純資産基準に照らして判断すると、退職資産を多く持つ高齢者は自衛力認定投資家の純資産基準を満たしやすくなる。Finke et al. (2021) が指摘するように、より高齢となるほど複雑な金融商品を理解する能力は低下することを考慮すれば、投資者保護の観点からこのような基準は十分条件とはならない。さらに、これら所得や純資産の基準はインフレ率や

地価の上昇率等の影響を受ける問題も指摘されてきた (後述)¹⁶。

今回のSEC改正は第4節で扱うが、最も注目される改正点は、Rule 501(a) に自然人の基準として金融的洗練性や知識・経験等を扱う基準を追加し、Reg. D市場に参加する自然人の拡大を認めたことであろう (ただし一般の個人投資家の直接参加を促すわけではない)。2020年8月に公表された最終規則のSection II .Bで検証しているように、自然人の投資者保護を考える上で、SECが公式に従来の所得や資産の基準は必ずしも個人の金融的洗練性を十分に担保するわけではないと認めた点は興味深い。これまでのSECの対応 (次節) みると、私募市場での投資者保護と比較的小規模の新興企業

15 1998年から2002年のデータを用いて投資家行動を分析したJorgensen (2003) によれば、保有資産や投資経験の増加は、情報コストや取引コストによって引き起こされる非合理的な投資行動を減少させている。同様な結果はスウェーデンの家計を対象に分析したCalvet et al. (2009) でも報告されており、純資産等の基準はある程度の金融的な洗練性を代替していると言えよう。

16 後述する2015年SECスタッフ・レポートによれば、当初のSECは(5)の純資産額として75万ドルを提示していた。この案に対して、居住地や保有している自動車の価値などを除外した金額とするよう求めるコメントがあった。SECはこのコメントに対応して総資産額を100万ドルへ増額している (82年時点ではいかなる資産も算出から除外されてはいなかった)。

の資本形成を促進させる必要性との間の規制的バランスはSECにとって一貫した課題となってきたが¹⁷、今回の改正におけるSECの変化は自衛力投資家の定義を考える上で重要である。

第2に、Rule 501(a)の中核になる銀行や保険会社、登録投資会社、事業育成会社などはRule 215の定義には含まれていない¹⁸。同じ自衛力認定投資家を定めたSEC規則において定義が異なることは適切ではない。今回のSECの改正ではRule 215をRule 501(a)と同意とする修正も加えられている。

2.2. 連邦法による対応

前述した1980年のSmall Business Investment Incentive Actなど、これまでも複数の連邦法によって自衛力認定投資家に関連する修正等が行われてきた。ここでは今回のSEC改正を鑑みて、2010年7月に成立したDodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DF法)が施した手当を取り上げる¹⁹。

いわゆるリーマン・ショックを受けてBarack Obama政権下で成立したDF法は包括的な金融規制改革法に位置づけられる²⁰。

DF法はSec.413「Adjusting the Accredited

Investor Standard」の「(a) In General」において、33証券法の規則 (Rule 215, Rule 501)が定めている自然人の純資産の基準に関して、その算出から主たる居住地 (Primary Residence) を除外し、該当する規制を修正することをSECに求めている。ただし同「(b) Review and Adjustment」の(1)(A)では、投資者保護および公共の利益や経済の観点から、SECが(a)の純資産の扱いを調整もしくは修正すべきかを検討 (Review) することを条件とした。さらに(b)(2)(A)では、DF法の施行から4年後以降に、4年以上の間隔を空けて、自然人の自衛力認定投資家を定義するRule 215等の見直しを繰り返す必要であるかの検討をSECに求め、必要であれば調整や修正の実行を命じている。このようなSECへの調査とは別に、DF法のSec.415は、自衛力認定投資家の品質を保証しプライベート・ファンドへの投資の適正をみるために、適切な金融的基準ないしは他の基準についての研究をComptroller General (Government Accountability Office, GAO)に命じている²¹。

DF法のSec.413の背景には、1982年にReg. Dが導入されてから基準の見直しが行われなかったことを当時の連邦議会（主に民主党議

17 ただし、現在のReg. Dによる主たる調達 Small Businessの資本調達であるとの考えは疑問である。Bauguess et al. (2015) や Bauguess et al. (2018) ではメディアンが比較的小さく Small Businessの資本形成にとって有効であるとされているが、若園 (2021) で示したように他の小規模私募と比較して Reg. Dは総額や平均調達額ともに突出して大きい。また、2018年に Rule 506で調達された金額は1兆7,000億ドルであったが、その内1兆5,000億ドルは Pooled Investment Fundによる調達であり、ファンド以外の発行体による調達は2,280億ドルに過ぎなかった。このようにファンドによる調達が圧倒的に多いことを考えると、現在の Reg. D を Small Businessの資本形成手段と位置づけることは適切ではないだろう。

18 2020年の最終規則の68頁から69頁。

19 紙幅の都合で本稿では割愛したが、2017年の法案である Financial CHOICE Actの考えも自衛力認定投資家を考える上で重要となる。同法案は共和党議員が取りまとめた包括的な金融規制の改革案であり、カウンターDF法とも呼ばれた。また、米財務省が2017年10月に公開した「A Financial System, That Creates Economic Opportunities, Capital Markets」では、私募へ参加可能な投資家のカテゴリーに Sophisticated Investor を追加することなどが含まれている。詳しくは弊所ディスカッション・ペーパーNo.2021-02や、若園 (2018) および若園 (2021) を参照願いたい。

20 DF法成立の背景や要点については、若園 (2015) でとりまとめている。

21 Comptroller GeneralはGAOのヘッド。

米国私募市場におけるプロ投資家とは：自衛力認定投資家の定義の見直し

図表3 自然人の自衛力認定投資家の増加

	1983年		1989年		2019年	
	該当家計数	全家計に占める割合	該当家計数	全家計に占める割合	該当家計数	全家計に占める割合
個人所得が20万ドル超	44万	0.53%	430万	4.70%	1,120万	8.90%
合算所得が30万ドル超	-	-	210万	2.30%	580万	4.60%
純資産が100万ドル超	118万	1.40%	450万	4.80%	1,180万	9.40%
自衛力認定投資家に該当する家計総数	131万	1.60%	680万	7.30%	1,600万	13.00%

(出所) 2019年12月提案規則のTable 4より作成。

員)が問題視していたことがあった²²。この影響は特に資産価格において大きく、30年間近くのインフレや不動産価格の上昇を受けて、実質的な純資産基準の緩和となっていた(図表3)²³。DF法は算出から主たる居住地を除外することを命じているが、これは不動産価格上昇の影響をある程度調整させる効果が期待されていた。Sec.413の求めに応じて、SECは2011年12月21日に最終規則「Net Worth Standard for Accredited Investors」を公開し、自然人の純資産の算出から主たる居住地を除外している²⁴。またDF法が求める調査分析は、SECが2015年12月に報告書(次節)を公開し、GAOは2013年7月に連邦議会に報告書(GAO(2013))を提出している²⁵。

3. これまでのSECの見直し活動

本節では、1982年のReg. D以降を対象としてSECの見直し活動を観察する。図表4で近年の主な活動をまとめた。これらの中から、第1に自衛力認定投資家の定義変更を試みた提案規則を紹介し、第2にDF法がSECとGAOに命じた調査分析の要点を述べる。特にSECが2015年に公開したスタッフ・レポートは今回の2020年改正の土台となっており重要である²⁶。

3.1. SECが提案した規制改正案

自衛力認定投資家の定義に関連するSECの活動を遡ると、2001年12月に40年投資会社法の適格購入者と自衛力認定投資家の定義を調和さ

22 S. Rep. No. 111-176, 77頁。また、北米証券監督者協会(North American Securities Administrators Association)がSECの2007年8月の提案規則に対して送付したコメント・レターでも5年毎の基準の見直しが提言されていた。

23 この図表から明らかなように、特に純資産基準に照らして自衛力認定投資家に該当する自然人(家計)は増加している。しかしながらThomas(2020)などで指摘されているように、純資産や所得で判定した自衛力認定投資家は米国の東海岸北部や西海岸に偏っている。スタートアップ企業の資本等の調達を考えると、このような地域による差は好ましくない。

24 この他、DF法のSec.409「Family Office」の(a)は、40年投資顧問法のSec.202(a)(11)「投資アドバイザーからの除外」に新設した(G)にFamily Officeを加えるとともに(定義はSECの規則・規制・命令で定義)、同(b)で、規制・規則・命令によりこのFamily Officeを登録と規制の対象となる投資アドバイザーから除外されるための条件を示すことをSECに命じている。またSECは、DF法のSec.926の要求に応じて、2011年にBad Actorを定義するとともに私募のセーフハーバーであるRule 506の利用を禁じた。

25 2017年の法案であるFinancial CHOICE Actには、33年証券法のSec.2(a)(15)の修正提案が含まれていたが、同様な提案は今回のSEC改正後に連邦議会に提出された法案であるFair Investment Opportunities for Professional Experts Act(第117回連邦議会, H.R.3328)でも見られる。この他、第117回連邦議会では、今回のSEC改正を33年証券法に加える3本の法案(H.R.4708, H.R.4753, H.R.4776)も提案されている。これらについてより詳細は弊所ディスカッション・パーパーNo.2021-02を参照願いたい。

26 この他、SECが主催するGovernment-Business Forum on Small Businessの2015年から2018年の大会で自衛力認定投資家の定義の見直しが提言されており、SEC内に設置されているAdvisory Committee on Small and Emerging Companiesも自衛力認定投資家の定義の見直しを求める意見書を公開している(2016年7月20日)。

図表4 SECの主な活動

2003年9月29日	Implications of the Growth of Hedge Funds, Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission (スタッフ・レポート) Reg.Dの導入時に設定した自衛力認定投資家の年収・純資産の基準がインフレ調整されていないため該当する自然人が増加していると指摘
2005年7月19日	最終規則「Securities Offering Reform」(公募規則の包括的な見直し)
2006年4月23日	Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies to the United States Securities and Exchange Commission
2006年12月27日	提案規則「Prohibition of Fraud by Advisers to Certain Pooled Investment Vehicles; Accredited Investors in Certain Private Investment Vehicles」 提案規則に対するコメントを受けて、2007年5月23日に、より総合的な定義の見直しをすべきと決議(VOTE)され、この規則案は廃案となった
2007年8月3日	提案規則「Revisions of Limited Offering Exemptions in Regulation D」 自衛力認定投資家の定義の見直しを提案(リーマン・ショックもあり、最終規則に至らず)
2010年7月21日	DF法成立(SECに自衛力認定投資家の定義の見直しを命じる)
2011年12月21日	最終規則「Net Worth Standard for Accredited Investors」(自然人の純資産算出から条件付きで主たる居住地を除外)
2013年7月18日	GAO(2013)「SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: Alternative Criteria for Qualifying As An Accredited Investor Should Be Considered」
2015年12月18日	Report on the Review of the Definition of “Accredited Investor” (スタッフ・レポート)
2019年6月18日	Concept Release on Harmonization of Securities Offering (コンセプト・リリース)
2019年12月18日	提案規則「Amending the “Accredited Investor” Definition」
2020年8月26日	最終規則「Amending the “Accredited Investor” Definition」

せる提案規則を公開している²⁷。また2003年のスタッフ・レポートでは、自衛力認定投資家数が増加していることが報告され、自衛力認定投資家の定義を調整することで投資者保護と資本形成促進のバランスを取る必要が述べられている。今回の2020年改正と直接的に繋がるのは、以下の2006年と2007年の提案規則である。次節の2020年改正と比較すると興味深い²⁸。

3.1.1. 2006年の提案規則

SECが2006年12月に公開した提案規則は、自然人の自衛力認定投資家に2段階のアプローチを導入し、従来の基準の上位に250万ドルの

投資を行う適格自然人(Accredited Natural Person)の定義を加えている。また、この提案規則で導入が検討されたPrivate Investment Vehicleへの個人の投資は2段階目の適格自然人に限定される²⁹。

次の2007年の提案でも同様の案が示されているが、インフレにより実質的な基準の緩和となっていた自然人自衛力認定投資家に対して、2段階目の基準を上乗せすることで対応をはかっている点が特徴となる。このような考えは、自然人の保有資産等と金融的洗練性の相関性が前提となっていることに注意すべきであろう。

この2006年の提案規則の背景にあるのは、

27 「Defining the Term “Qualified Purchaser” Under the Securities Act of 1933」。この提案規則には、自衛力認定投資家のコンセプトの歴史も記されている。

28 この他、2013年7月提案規則「Amendments to Regulation D, Form D and Rule 156」も注意すべきである。2020年7月の下院予算案で、この規則の実行なしに、SECの私募関係の新規則を認めない旨の委員会決議があった。

29 ここでのInvestmentは40年投資会社法のRule 2 a51-1(b)で定義。

米国私募市場におけるプロ投資家とは：自衛力認定投資家の定義の見直し

1982年に Reg. D を導入して以降、自然人の自衛力認定投資家の所得と純資産の基準が見直されておらず、その後のインフレと不動産価格の上昇が実施的な基準の緩和となり、自衛力認定投資家に該当する自然人が増加していることがある³⁰。また自然人の自衛力認定投資家数が増加する一方で、自衛力認定投資家であれば投資が可能な一部の投資ビークルにおいて、①固有のリスクの認識が困難であり、②利益相反が十分に開示されておらず、③フィー構造が複雑であることが報告されていた。定義に該当して投資が可能であるにもかかわらず、高いリスクに対応できない自然人の自衛力認定投資家が増加していることが問題視されていた³¹。

しかしながら、この提案規則に寄せられた600以上のコメントを受けて、自衛力認定投資家の定義の見直しはさらに総合的に行うべきであるとの決議が2007年5月23日にSECで行なわれ、この2006年の提案規則は廃案となっている。その問題意識や主な規則変更案は、次の2007年の提案規則へと引き継がれた。

3.1.2. 2007年の提案規則

2007年8月に公開された提案規則は、①大規模自衛力認定投資家 (Large Accredited Investor) をカテゴリーに追加するとともに、②従来の自衛力認定投資家の定義の見直しを提案している。

第1に大規模自衛力認定投資家は、Rule 501(a) (Reg. D) が定義する自衛力認定投資家の上位に位置づけられ³²、33年証券法の Sec.18(b)(3) の適格購入者 (Qualified Purchaser) と同意とされた。この2段階目に位置する新たなカテゴリーには従来の自衛力認定投資家よりも高い金額ベースの閾値が求められ、自然人には250万ドル超の投資か40万ドルの所得 (配偶者合算で60万ドルの所得)、事業体には1,000万ドル超の投資が基準とされる。また、例えば当時の Rule 506では、発行体は自衛力認定投資家に対する一般勧誘・広告は禁止されているが (現在では Rule 506(c) など解禁、詳しくは若園 (2021) を参照願いたい)、新設の大規模自衛力認定投資家に対しては制限付きで可能となるなど、募集や販売における規制が緩やかになるとともに、一部の取引が大規模自衛力認定投資家に限定されている。これらのコンセプトは2006年の提案規則と同様である。

第2に従来の自衛力認定投資家の定義 (1段階目の定義) に関しては、自衛力認定投資家を定義する Rule 501(a) に代替基準としての投資基準 (Investment Owned Standard) を導入することが提案された。自然人は純資産100万ドルもしくは年間所得20万ドル (配偶者と合算で30万ドル) が求められているが、その代替として、75万ドルを超える投資を行っている自然人を自衛力認定投資家の基準に加える³³。ま

30 SEC の Office of Economic Analysis (当時) が1982年に公表した推定では、1.87%の家計が自衛力認定投資家であったが、2007年時点では8.47%の家計が自衛力認定投資家に該当している。

31 2003年9月のスタッフ・レポート「Implications of the Growth of Hedge Funds」の分析より。また、2006年7月25日にSECの Christopher Cox 委員長 (当時) が上院委員会で行った証言では、不動産価格の急上昇により、多くの住宅保有者が純資産の基準に適合しており、この自宅の価格上昇が主となる自衛力認定投資家に該当する個人投資家に対しても未登録有価証券の販売が認められていることが問題視されていた。

32 既存の Rule 507を Rule 502(e) に移設し、新たに設定する Rule 507で定義。

33 この投資は40年投資会社法の Rule 2 a51-1(b) で定義。この他、自然人の自衛力認定投資家の定義に Joint Investment の概念を提案していた。

た事業体の場合は、保有資産500万ドル超の代替として500万ドル超の投資が代替基準として加えられる。

この投資基準アプローチも2006年の提案規則から引き継がれており、その基準には将来のインフレを反映させることにより実質的な認定基準を調整するメカニズムとしての機能も与えられている（インフレに合わせて5年毎に見直し）。また、2006年の提案規則で示された適格自然人を再提示し、Private Pooled Investment Vehicle（2006年規則ではPrivate Investment Vehicle）への個人の投資は適格自然人に限定されている。

この2007年の提案規則に寄せられた北米証券監督者協会（North American Securities Administrators Association, NASAA）の意見書は注目された（満井（2016）³⁴）。

3.2. 2015年 SEC スタッフ・レポート

DF法のSec.413(b)(2)(A)の命令に従い、SECは2015年12月18日に「Report on the Review of the Definition of “Accredited Investor”」を公開した。このスタッフ・レポートは

Barack Obama 政権時に取りまとめられた（当時のSEC委員長はMary Jo White）。

DF法が命じるように、本レポートの主眼は自然人を中心とした自衛力認定投資家の定義の再検討にある。特にReg. DのRule 501(a)の定義において、自然人の所得や純資産がインフレに合わせて調整されていないことで基準が実質的に低下し³⁵、その結果として該当する自然人が増加している現状の評価が注目された（図表5）。上記の2006年および2007年提案規則と問題意識を共有していると言える。

この問題は投資者保護の観点から重要であるが、その一方で、基準を引き上げることにより自衛力認定投資家が減少した場合にはReg. Dによる調達に負の影響を受ける可能性が指摘されている点に注目したい。本レポートでは、私募を望む発行体がReg. DのRule 506(b)や(c)と同様に調達金額に上限が無い33年証券法のSec.4(a)(2)を利用した場合に、その調達がコスト高となることを懸念している³⁶。過度に狭い定義へと修正し自衛力認定投資家の数が制限された場合に、特に小規模ビジネスの資本へのアクセスが影響を被ることが指摘されてい

図表5 自然人の自衛力認定投資家数に与えるインフレの影響

	現在の基準 1983年時点	現在の基準 2013年時点	CPIでインフレ調整 2013年時点	PCEでインフレ調整 2013年時点
個人所得	44万人 (0.5%)	807万人 (6.6%)	211万人 (1.7%)	241万人 (2.0%)
純資産	142万人 (1.7%)	922万人 (7.5%)	386万人 (3.1%)	449万人 (3.7%)
個人所得・純資産	151万人 (1.8%)	1,240万人 (10.1%)	437万人 (3.6%)	506万人 (4.1%)

（出所）2015年 SEC スタッフ・レポートの Table 4.2より作成。

34 NASAAの意見書の内容は、弊所ディスカッション・ペーパーNo.2021-02も参照願いたい。

35 2015年のスタッフ・レポートのTable 4.1は現行の基準を2015年8月末時点でインフレ調整した金額を提示している。個人所得（20万ドル）はCPIで調整すると490,819ドル、世帯所得（30万ドル）は600,558ドル、純資産（100万ドル）は2,454,093ドルとなる。特に純資産の基準においてインフレの影響は大きいと言えるだろう。ただし、2011年に自然人の純資産の算出から主たる居住地が除外されているため、不動産価格変動の影響はある程度緩和されている。

36 ただし2015年のSECスタッフ・ペーパーでは、基準の引き上げでどれぐらいの自衛力認定投資家が減少するのか等のデータが示されているわけではない。また、いわゆる私募の分類については若園（2021）を参照されたい。

米国私募市場におけるプロ投資家とは：自衛力認定投資家の定義の見直し

る³⁷。

このような定義にまつわるバランスの問題も踏まえて、本レポートは自衛力認定投資家の新たな基準として、① Education, ② Business Experience and Professional Certification, ③ Use of Professional, ④ Investing Experience in Private Markets (エンジェル投資家), ⑤ Knowledgeable Employees, ⑥ Accredited Investor Examination の6パターンを分析した。その上で本レポートは、自衛力認定投資家の定義に関し

て①金融リソースの基準と②金融的洗練性の基準の2つにわけて、各々に複数の定義見直しの候補を提案している(図表6)³⁸。

本レポートは、SECの内部から①自然人の純資産等のインフレ調整に関する複数の選択肢、②33年証券法が記す自然人の金融的洗練性等をRule 501(a)へ適用³⁹、③事業体への50万ドルの投資基準、などが提言された点で注目される。今回のSEC規則改正では、金融的洗練性や50万ドルの投資基準などが主たる項目

図表6 SECスタッフ・レポートが提言する定義見直しの選択肢

<p>1. 自然人の金融的基準の見直しと、事業体のリスト・ベース・アプローチの見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> ①自然人の基準をインフレ調整せず、投資上限を設定する (例えば年間所得の10%、純資産の10%) ②自然人の基準をインフレ調整する(1回の調整。投資上限は設けない) (例えば調整後の所得を50万ドル、世帯所得を75万ドル、純資産を250万ドル) ③自然人の基準を4年毎にインフレ調整する (DF法はSECに自衛力認定投資家の定義を少なくとも4年に1度見直すことを求めている (2007年の提案規則でも自然人の金融的基準を定期的にインフレ調整することが提案)) ④定義にSpousal Equivalentの導入 ⑤50万ドルを超える投資を行っている事業体を自衛力認定投資家とする (現在の50万ドルの資産基準を投資基準に代替) (現行基準ではLLCや労働組合、ソブリンウェルスファンド、529プラン等はリストに無い) ⑥祖父条項(Grandfathering)の導入 (将来の定義の変更により自衛力認定投資家から外れないように) <p>2. 自衛力認定投資家(自然人)の金融的洗練性の基準</p> <ul style="list-style-type: none"> ①「投資^(注)」の最低金額を定め、この投資テストをクリアした個人を自衛力認定投資家とする ②自衛力認定投資家に新たなカテゴリーを追加し、Series 7, 65, 82などの資格試験に合格し、公的な認定を保有する個人を自衛力認定投資家として認める ③自衛力認定投資家試験を新設し、合格者を自衛力認定投資家として認める (財務や投資の知識、私募に伴うリスクを理解しているか否かの検定) (②のSeries 7や82と共通部分あり) ④私募市場での投資経験のある個人を自衛力認定投資家として認める ⑤プライベート・ファンド業に従事する知識のある従業員を自衛力認定投資家として認める

(注) この「投資」はRule 2a51-1(b)で定義されている。この提案は、現状の純資産ベースを投資ベースに代替するものであるが、Too Narrowであるとのコメントが寄せられている。ただし、GAO(2013)でも投資ベースのテストは推奨されている。(2007年提案規則でも75万ドルのInvestment Owned Standardが提案されている)

37 Thomas (2020) など。

38 このような提案の他、本レポートは、Rule 501(a)(5)が純資産(Net Worth)を定義していないことや、Rule 501(a)(6)がIncomeを定義していないことを考慮すべき点に挙げている。Incomeについては、基本として連邦所得税の対象となる所得(Income)が基準とされるが、SECはよりフレキシブルに判断している(レポート41頁から42頁)。

39 Jorgensen (2003) などの先行研究が示すように、保有資産と金融的洗練性にはある程度の相関がある。(保有資産が多ければ、登録投資アドバイザーから適切な投資助言を受けることも容易となろう。)しかしながらFinke et al. (2021)が推計するように、投資家が高齢となるほどに金融商品の理解度は低下することから、所得や保有資産が金融的洗練性を必ずしも担保しているとは言えない。金融的洗練性の証明には、(代理人を含めて)投資に関連する金融知識を反映する基準が求められよう。

として導入された一方で、インフレ調整は見送られている。

2015年 SEC スタッフ・レポートと並んで、DF 方の Sec.415が GAO に命じた報告書も重要である。この GAO (2013) では市場参加者へのヒアリングも行い、自衛力認定投資家の定義に関する 8 つの代替の基準を検討している。(詳細は、JSRI Discussion Paper Series, No.2021-02を参照願いたい。)

4. 2020年規則改正の要点

今回の SEC 改正「Amending the “Accredited Investor” Definition」は、2019年12月の提案規則を経て2020年8月に最終規則が示され、同年12月8日に施行されている。この2020年改正は、2006年や2007年の提案と同様に自衛力認定投資家の定義の見直しを主たる柱とするものの、これら2つの提案規則と比較して相違が見られる。

本節では、第1に定義の見直しとして①自然人の定義の見直し、②事業体のカテゴリーの拡充、③ Family Office 等の追加を取り上げ、これらの要点をまとめる。

4.1. 自衛力認定投資家の定義の見直し

前節でみたように、これまでの複数の提案規則や2015年スタッフ・レポート等の調査分析において、自衛力認定投資家の定義の見直しの必要性が提示され続けてきた。今回の改正の提案規則に先立って2019年6月に公開されたコンセプト・リリースは、近年の私募市場の拡大と私

募による調達（発行市場）の重要性が増していることを背景に、Reg. D の Rule 501(a) が記す自衛力認定投資家の定義に関するコメントを募集した。このコンセプト・リリースに応じて、①自然人の定義において、従来の所得や純資産に加えて金融的洗練性（Financial Sophistication）による判定基準の要望、②事業体の定義の拡充、③自衛力認定投資家の定義と他の定義の整合化を望むコメントが SEC に寄せられている。

これらコメントも考慮して、SEC は今回の改正で自然人の自衛力認定投資家の定義に新たにカテゴリーを追加するとともに、事業体の定義の拡充と500万ドルの投資基準を導入した。その一方で、自然人の金融リソース基準に対するインフレ調整は含まれていない⁴⁰。

2006年および2007年の提案規則と比較して明らかのように、今回の改正の最大の特徴の1つは、自然人の定義に金融的洗練性を代替する項目を加えたことであろう。しかしながらこの金融的洗練性の導入は、単純に私募市場へ参加可能な自然人の増加を意図しているわけではない点に注意すべきである。後述するように、対象となるのはブローカー・ディーラーや投資アドバイザー、ファンド業務従事者などである。つまりは、私募市場への個人投資家（および自衛力認定投資家に該当しない事業体）の直接参加を促すのではなく、これら金融サービス業者を経由した門戸の拡大と解釈すべきであろう。

4.1.1. 自然人の定義の見直し

第2節で述べたように、33年証券法の Sec.2

40 インフレ調整の導入の見送りは、すでに主たる居住地が純資産の算出から除外（不動産価格上昇の影響を除外）されていることも理由として考えられるが、自衛力認定投資家に該当する自然人の減少を避けた可能性も指摘できる。投資者保護の観点からみると、2006年や2007年の提案規則よりも資本調達や投資機会の拡大にバランスを置いたと言える。

米国私募市場におけるプロ投資家とは：自衛力認定投資家の定義の見直し

(a) (15) (ii) は、自衛力認定投資家としての自然人を「金融に関する洗練さ、純資産、知識、および金融上の経験、または運用資産の額などの要因に基づいて、SECが規定する規則および規制の下で自衛力認定投資家としての資格を有する者」と記している⁴¹。しかしながら今回の改正前の時点で、募集時のSECへの登録除外となるセーフハーバーであるReg. DのRule 501(a)の規定は、自然人の自衛力認定投資家を「(5) 個人の純資産もしくはその者の配偶者との合算での純資産が100万ドルを超えている自然人」、 「(6) 直近の2年間の個人年間所得が20万ドルを超えている、もしくは配偶者と合算で30万ドルを超えており、本年でも同レベルの所得が期待できる自然人」と所得や純資産の金融リソース要件のみで定義している。このような連邦法と規制・規則との間のギャップは、私募市場取引における投資者保護策の実効性を優先させた結果であろう⁴²。

SECは今回の改正で、自衛力認定投資家を定義するRule 501(a)を修正し、①金融の洗練度や知識等を要件に加えるとともに(図表7)、②世帯での所得や資産の算出方法の見直しを行った。

第1に、SECはRule 501(a)に新設した(10) および(11)において、金融の洗練度や知識等の保有を示す要件を定めた。この内(10)

では、公的な認定(Certification)や指定(Designation)および資格(Credential)を保有する自然人を自衛力認定投資家の定義に含めている⁴³。ただし最終規則の時点で、SECはこれら公的な認定等として①自主規制機関や業界団体もしくはSECが適切と認めた教育機関が実施した試験により授与されること、②それら試験は有価証券や投資分野の個人の理解と高度な知識を確かかつ有効であると証明されるように設計されていること、③そのような公的認定等を取得する者は、将来の投資のメリットとリスクを評価するために、財務およびビジネスに関する十分な知識と経験を持っていると合理的に期待できること、④自主規制組織または業界団体によって、公的認定等の保有が公開されているか、または検証可能であること、の4つの属性を求めている⁴⁴。

SECが最終規則で具体的に挙げているのは、証券業の自主規制機関である金融取引業規制機構(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)が実施するSeries 7(証券外務員)とSeries 82(私募証券募集)、および州の証券規制を担うNASAAが実施するSeries 65(投資顧問業)の3つの検定試験である(図表8)⁴⁵。これらの検定試験への合格は、私募市場での投資機会に参加できるだけの金融的な洗練度と知識を有している証明と解釈されてい

41 any person who, on the basis of such factors as financial sophistication, net worth, knowledge, and experience in financial matters, or amount of assets under management qualifies as an accredited investor under rules and regulation which the Commission shall prescribe.

42 最終規則では、これまで自然人の所得や資産のみで自衛力認定投資家とする判断は次善の策であり、その結果として投資機会へのアクセスが制限されてきたと記されている。

43 このような認定などを取得していることは、投資のリスクを合理的に評価できることが期待される。また、Series 7等の資格試験は、有価証券に関連する理解をはかるように設計されているため、試験に合格することでFinancial Sophisticationを備えていると証明される。

44 ただし、2019年のコンセプト・リリースに寄せられたコメント(Andrew Vollmer, George Mason University Mercatus Center)のように、このような認定等を利用した金融的洗練性の定義の導入は政府の介入を増すと批判もある。

45 この他、提案規則に寄せられたコメントでは、Series 3, 6, 22, 66, 79, 86, 87なども推奨されている。

図表7 Rule 501(a)の修正((9)以降が新規に追加)

(1) に、投資顧問法の Sec.203(l) もしくは (m) により SEC への登録免除を受けている投資アドバイザー、保険会社、Rural Business Investment Company を追加 ^(注1)
(3) に Limited Liability Company を追加
(5) に自然人の純資産や純所得の算出(100ドル超)に、従来の Spouse に加えて Spousal Equivalent を追加
(6) に自然人の直近2年間の世帯での所得が30万ドル超の条件に、従来の Spouse に加えて Spousal Equivalent を追加
(8) (すべての株主が自衛力認定投資家である事業体)に Note が追加。この項目の適用条件の緩和
(9) これまでの (a) の事業体として挙げられていない、500万ドル超の投資を行っており、その設立が有価証券の取得を特定の目的としない事業体
(10) 専門的な Certification (公的な認定) や Designation (指定)、SEC が適格と認める教育機関によって付与された Credential (資格) を保有している自然人 ^(注2)
その際に考慮される属性
①公的認定等は、自主規制機関や業界団体もしくは SEC が適切と認めた教育機関が実施した試験により授与されること
②それら試験は有価証券や投資分野の個人の理解と高度な知識を確かかつ有効であると証明されるように設計されていること
③そのような公的認定等を取得する人は、将来の投資のメリットとリスクを評価するために、財務およびビジネスに関する十分な知識と経験を持っていると合理的に期待できること
④自主規制組織または業界団体によって、公的認定等を保有していることが公開されているか、または検証可能であること
(11) 発行体が投資会社である場合の、発行体の Knowledgeable Employee (知識のある従業員) ^(注3) に該当する自然人
(12) Family Office で ^(注4) 、①500万ドル超の運用資産、②有価証券の取得を特定の目的として設立されていない、③投資のメリットとリスクを評価できる財務およびビジネスに関する知識および経験を有する者によって投資が指示されている
(13) (12) の要件を満たしている Family Office の Family Client で ^(注5) 、その投資が(12)の③に従う Family Office によって指示されている

- (注) 1) この他、投資会社は州登録も追加
 2) SEC は、(a)(10)の目的のための専門的な公的認定等を、Notice (通知) およびパブリック・コメントを通じて、Order (命令) によって指定する。基準を満たしていると SEC によって現在認められている公的認定等は、SEC の Web サイトに掲載される
 3) 1940 年投資会社法の Rule 3c-5(a)(4) で定義
 4) 1940 年投資顧問法の Rule 202(a)(11)(G)-1 で定義
 5) 1940 年投資顧問法の Rule 202(a)(11)(G)-1 で定義

図表8 公的な認定等の保有者数(2019年末)

登録証券外務員 (Registered Securities Representative) ^(注)	691,041名
州登録の投資アドバイザー (State Registered Investment Adviser Representative)	17,543名

(出所) 最終規則の Table1より作成。

(注) うち、334,860名はブローカーディーラーとしてのみ登録、294,684名はブローカーディーラーと投資アドバイザーとして登録、61,497名は投資アドバイザーとしてのみ登録。

る。最終規則の Section II.B. では、従来の年間所得や純資産(金融リソース)の基準に依存した定義は必ずしも自然人の金融的洗練性を担保しているとは言えず、投資者保護を考える上

で問題があるとの SEC の意見が示されている。このような SEC の変化は重要であろう。

最終規則によれば、これら公的な認定等の保有者には実務経験の有無は問われない。また、

米国私募市場におけるプロ投資家とは：自衛力認定投資家の定義の見直し

これら公的な認定等は将来的にも適宜柔軟な見直しが行われる予定であり⁴⁶、Notice（通知）およびパブリック・コメントの募集を通じて Order（命令）によって指定される⁴⁷。SEC が基準を満たしていると認める公的な認定等は SEC のウェブサイトに掲載される⁴⁸。

さらに Rule 501(a)(11) では、Private Fund 等で投資活動に従事している者も自衛力認定投資家に含めている。40年投資会社法の Rule 3c-5(a)(4) が定義する Knowledgeable Employee（知識のある従業員）を Rule 501(a) の自衛力認定投資家の定義に組み入れた⁴⁹。先の (10) が第三機関による証明を根拠としているのに対して、(11) の Knowledgeable Employee は投資の専門業務に従事した経験を考慮していると言える⁵⁰。

(10) の公的な認定等の活用と合わせて、(11) の経験による自然人の認定は自衛力認定投資家として取引に参加する Private Fund の拡充にもつながる。Rule 501(a)(8) は全ての持分所有者（Equity Owner）が自衛力認定投資家である事業体を自衛力認定投資家として定義しているため、従来は自衛力認定投資家に該当しな

い運用資産が500万ドル以下の小規模の Private Fund であっても⁵¹、この (11) により投資業務の経験者が自衛力認定投資家と認定されることにより、Rule 501(a)(8) によって自衛力認定投資家として Reg. D の Rule 506(c) 取引などに参加することが可能となる⁵²。複数の項目を経由した解釈となるが、小規模ファンドを私募市場取引に参入させる効果は重要であろう⁵³。

第2に、最終規則は Rule 501(a) の (5) および (6) に Spousal Equivalent を追加した。上述したように、これら2つの項目は従来からの純資産や年間所得を基準とした自然人の自衛力認定投資家の定義であるが、それぞれの Joint Net Worth や Joint Income の算出の対象となる配偶者（Spouse）に加えて Spousal Equivalent も算出対象としている。この Spousal Equivalent とは「配偶者と同等の関係にある同棲者」と定義されており⁵⁴、算出対象の現代化をはかったと言える⁵⁵。この Spousal Equivalent の定義は後述する Family Client を定義する規則に含まれている他、Reg. CF でも使用されている。

46 新たに認定等を指定する場合は、Notice やパブリック・コメントを経て Order により通達される。

47 この Order は Administrative Procedure Act（連邦手続法）に従って行われる。

48 例えば Rule 506(c) を利用して有価証券を発行する発行体は、投資家が自衛力認定投資家であることを確認する義務を有するが（若園（2021）参照）、FINRA のブローカーチェック等を利用することで確認が容易となり発行体の負担が軽減されることも期待される。

49 この40年投資会社法の規則の定義は1997年に導入されており、Private Fund 等の Executive Officer, Director, Trustee, General Partner, Advisory Board Member などが挙げられている他、12ヶ月以上の投資業務の従事者も Knowledgeable Employee に含まれる。

50 提案規則に対して40年投資会社法の Sec.2(a)(51)(A) が定義する適格購入者（Qualified Purchaser）を自衛力認定投資家に含めるべきとのコメントがあったが、SEC は自衛力認定投資家と適格機関購入者とは規制の目的が異なることを理由に却下した。

51 Rule 501(a)(3) は総資産500万ドル超の組織を自衛力認定投資家と定めている。

52 最終規則が Rule 501(a)(8) に追加した Note 1。

53 SEC によれば、2019年の第二四半期末時点で Private Fund の数は32,620と推定されている。ただし、今回の改正でどれほどの小規模ファンドが Regulation D の Rule 506(c) 取引に参加可能となるのかは不明である。

54 40年投資顧問法の Rule 202(a)(11)(G)-1(d)(9) で定義。

55 ただし、Spouse 自体の定義は1996年の Defense of Marriage Act で見られるものの、33年証券法や Rule 501 で定義されているわけではない。

4.1.2. 事業体のカテゴリー拡充と投資基準の導入

従来の Rule 501(a) が提示する事業体は、前掲の図表 2 の通りである。今回の改正は、自衛力認定投資家に該当する事業体のカテゴリーを拡充している。

第 1 に最終規則は Rule 501(a)(1) を修正し、40年投資顧問法の Sec.203により SEC へ登録されている投資アドバイザーならびに、各州の法により州登録されている投資アドバイザーを自衛力認定投資家に加えた⁵⁶。また提案規則に対するコメントを考慮して、最終規則においては、40年投資顧問法の Sec.203(l) および (m) が SEC への登録免除を定める投資アドバイザーも自衛力認定投資家に含めている⁵⁷。さらに Rule 501(a)(1) には Rural Business Investment Company も追加されている⁵⁸。

第 2 に、最終規則は Rule 501(a)(3) に Limited Liability Companies を追加した。この (3) では、内国歳入法の Sec.501(c)(3) で列挙されている組織 (Corporation, Business Trust や Partnership 等) の内、有価証券の取得を特定の目的としない総資産500万ドル超の組織を自衛力認定投資家としており、LLC も同様に総資産が500万ドルを超える場合に自衛力認定投資家となる。

第 3 に最終規則は Rule 501(a) に (9) を新設し、これまでの Rule 501(a) に挙げられていない事業体でも⁵⁹、募集されている有価証券の取得を特定の目的としない500万ドル超の投資を行っている事業体を自衛力認定投資家としている (Investment Owned Test)⁶⁰。この「投資」は40年投資会社法の Rule 2a-51-1(b) で定義されており⁶¹、最終規則では、この投資会社法規則の定義が Rule 501(a)(9) で用いられる「投資」に適用されている。

この他、自然人の定義の見直しによって、上記の4.1.1で述べたように Rule 501(a)(8) の適用範囲が拡大されている点も重要であろう。

4.1.3. Family Office および Family Client を定義に追加

最終規則は、Rule 501(a) に (12) および (13) を追加して、それぞれで Family Office と Family Client を自衛力認定投資家に加えている。

第 1 に Family Office は⁶²、DF 法が修正した40年投資顧問法の Sec.202(a)(11)(G) の規定の下で、SEC が2011年に適用した規則 (Rule 202(a)(11)(G)-1) により、Family Client 以外に顧客を持たない Family Office を投資アドバイザーとしての登録と規制から免除してい

56 最終規則の時点で、SEC に登録されている投資アドバイザーは約13,400、州登録の投資アドバイザーは約17,500。

57 Sec.203(l) はベンチャーキャピタル・ファンドのみを対象とする投資アドバイザーを登録免除とし、Sec.203(m) は、プライベート・ファンドのみへのアドバイザーとして活動し、米国内での運用資産額が1億5,000万ドル以下である投資アドバイザーをSEC登録から免除している。最終規則の時点で、登録除外報告アドバイザー (Exempt Reporting Adviser) は4,244。Sec.203(m) は DF 法の Sec.408により導入されている。

58 Consolidated Farm and Rural Development Act の Section. 384A で定義。

59 例えば、労働組合や外国法に基づいて組織された事業体など。

60 2007年の提案規則では Investment Owned Standard。

61 Rule2a-51-1(b) の「投資」とは、投資ビークルや公開会社等が発行体ではない有価証券を所有する潜在的な適格購入者 (Prospective Qualified Purchaser) により有価証券がコントロールされること等。

62 Family Office と Family Client は共に SEC が2011年6月22日に公開した最終規則「Family Offices」により導入された1940年投資顧問法の Rule 202(a)(11)(G)-1で定義されている。

米国私募市場におけるプロ投資家とは：自衛力認定投資家の定義の見直し

る⁶³。今回の改正が新設した Rule 501(a)(12) において、①運用資産が500万ドル超、②有価証券の取得を特定の目的として設立されていない、③投資のメリットとリスクを評価できる財務およびビジネスに関する知識および経験を有する者によって投資が指示されている、を条件として Family Office を自衛力認定投資家の定義に加えた。

第2に Rule 501(a)(13) では、(12) の要件を満たしている Family Office の Family Client についても、その投資が (12) の③に従う Family Office によって指示されていることを条件として自衛力認定投資家に追加された。

4.2. 規則の整合化

上記の自衛力認定投資家の定義とならんで、今回の SEC 改正はいわゆるプロ投資家の定義の整合化も行っている。図表1でみたように、米国にはプロ投資家に該当する定義が複数あり、2019年のコンセプト・リリースへのコメント等でも定義の複雑さが指摘されていた⁶⁴。

4.2.1. Rule 144A の適格機関購入者

33年証券法の Rule 144A 「Private Resale of Securities to Institutions」は、その (a)(1)(i) において適格機関購入者 (Qualified Institutional Buyer) を定義している。これら適格機関投資家は、関連会社を除く発行体の有価証券に1億ドル以上を投資している事業体であり、保険会社 (A) や登録投資会社 (B)、1974年

ERISA の従業員福利プラン (E) や信託ファンド (F) などが列挙されている。

最終規則は、Rule 144A(a)(1)(i)(C) が記す Small Business Investment Company に Rural Business Investment Company を追加するとともに、(H) の内国歳入法に基づく組織 (Partnership 等) に Limited Liability Company を追加して、これらを適格機関購入者とした。さらに (J) を新設し、Rule 501(a) に定義されている機関自衛力認定投資家 (Institutional Accredited Investor) を適格機関購入者に含めることで自衛力認定投資家の定義との整合化を行った⁶⁵。

4.2.2. その他の規則整合化

最後に、今回実行された Reg. D の Rule 501(a) の自衛力認定投資家の定義が修正されたことに伴い、自衛力認定投資家を用いている他の規則との定義の整合化が行われている。

第1に、33年法の Sec.2(a)(15) の Rule 215 でも自衛力認定投資家は定義されている。この Rule 215の定義を今回の修正提案を加味した Rule 501(a) と同意としている。

第2に、より詳細な説明は若園 (2021) を参照したいが、SEC は2019年9月に私募における事前の需要調査 (Test the Waters) の条件を緩和する Rule 163B を導入している。この規則により、潜在的な投資家が機関自衛力認定投資家や適格機関購入者である場合に、発行体は事前の需要調査をともなうコミュニケー

63 2021年4月の Archegos Capital Management の破綻による混乱を受けて、第117回連邦議会では40年投資顧問法を改正して登録除外の対象となる Covered Family Office を総資産750万ドル未満に限定する法案 (HR.4620) も提案されている。

64 このような規制や規則の整合化や単純化は投資家の定義に留まらず、登録除外等の規制の見直しなどでも実行されている。また当時の Trump 政権では、シンプル化を念頭においた連邦規制の見直しが大統領令で命じられている。合わせて若園 (2021) も参照されたい。

65 この機関自衛力認定投資家とは、Rule 501(a)(1)、同 (2)、同 (3)、同 (7)、同 (8) および今回の改正で追加された (9) と (12) ならびに (13) が記す自衛力認定投資家。

ションを潜在的な投資家と行うことが可能となった。SECは、Rule 163Bの機関自衛力認定投資家に、従来のRule 501(a)(1)などに加え今回の事業体の定義として新設した同(9)(500万ドルの投資を行っている事業体)と同(12)(Family Office)および同(13)(Family Client)も適用させ、規則を整合化させている。同様に、34年証券取引所法の情報開示要求から除外される取引を規定するRule 15g-1(b)の機関自衛力認定投資家においても規則間の整合化が行われた。

5. おわりに

米国の私募市場の発展は目覚ましく、同市場で調達した豊富な資本等を成長の原資として、ユニコーン(未上場で時価総額10億ドル以上)と呼称されるスタートアップ企業は増加傾向にある。その一方でKauffman Foundation(2019)が報告するように⁶⁶、米国でも創業時から資本市場を活用できる企業は僅かである。本稿の自衛力認定投資家の定義の見直しや登録除外等取引規制の改正(若園(2021))は、将来の経済成長の要である新興企業を育成する観点からみるとわかりやすいだろう。

本稿の最初に述べたように、投資者保護と小規模ビジネスの資本形成の促進(および投資機会の拡大)の間のバランスの調整が重要であるが、今回の改正は事業体の定義の拡大とともに金融的洗練性を用いて自然人の該当者を増加さ

せる試みであり、資本形成の促進や投資機会へとバランスの重心を動かしているように見える。ただし、金融的洗練性に該当するのはブローカー・ディーラーや投資アドバイザー、ファンド従事者などが中心であることから、このような金融サービス業者を経由することで投資者保護を担保しながら私募市場への投資機会を広げたとも解釈できる⁶⁷。

このような規制のバランス調整は、政治的な影響を受けやすい。Joe Biden政権により新たなSEC委員長へと就任したGary Genslerは情報開示を中心とした規制を重視している。2021年6月11日に公表されたAnnual Regulatory Agendaでは、SECの企業金融局(Division of Corporation Finance)が、より効果的な投資者保護を目的として、私募規制において①自衛力認定投資家の金融的基準のアップデート、②Reg. Dを用いた募集に関して利用可能な情報へのアクセスの保証と促進、③SECへ登録されている取引と登録除外を適用される取引との統合フレームワークの修正等を委員会にリコメンドしている。

スタートアップ企業の私募による調達の促進はわが国でも政策課題に掲げられており、今後も継続する米国の最適な規制のあり方についての議論は注視すべきであろう⁶⁸。

66 2019年12月の提案規則の106頁。

67 最終規則のTable 2によれば、2009年から2019年までにReg. Dによる募集に応じた投資家は、リートを含めるとファンドが過半数を占めており、その募集あたりの投資家数(中央値)は2から5であり、その募集で非自衛力認定投資家が含まれた比率は僅か2%から7%に過ぎない。例えば登録投資アドバイザーなどの利用は、投資者保護を担保しながらの私募市場への投資拡大を考えると合理的であろう。

68 例えば、Vollmer(2021)のように、定義による投資家の選別を辞めて、登録除外取引にも最小限の情報開示(発行体が機関投資家に提供するために作成している情報)を強制することで代替する案を示す研究もある。

引用文献

- 満井美江 (2016) 「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』国士舘大学, 第39号, 97-121頁。
- 若園智明 (2015) 『米国の金融規制変革』日本経済評論社。
- 若園智明 (2018) 「トランプ時代の米国金融規制—マクドブルーデンスを巡る議論—」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第103号, 9月, 1-19頁。
- 若園智明 (2019) 「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第107号, 9月, 1-19頁。
- 若園智明 (2021) 「米国における私募市場へのアクセス改善：小口募集取引規制の見直し」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第115号, 9月, 3-20頁。
- Bauguess, Scott et al. (2015), "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014, *U.S. Securities and Exchange Commission White Paper*, October.
- Bauguess, Scott et al. (2018), "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017, *U.S. Securities and Exchange Commission White Paper*, August.
- Brown, R. Jeffrey et al. (2007), "Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation," *NBER Working Paper Series*, No. 13168.
- Calvet, E. Laurent et al. (2009), "Measuring the Financial Sophistication of Households," *NBER Working Paper Series*, No.14699.
- Committee on Capital Markets Regulation (CCMR) (2018), *Expanding Opportunities for Investors and Retirees: Private Equity*.
- Finke, S. Michael et al. (2021), "The Unsophisticated 'Sophisticated': Old Age and the Accredited Investors Definition," *Financial Planning Review*, Vol.4, Issue 2, June, pp.1-29.
- GAO (2013), *SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: Alternative Criteria for Qualifying As An Accredited Investor Should Be Considered*, GAO-13-640, July.
- Gullapalli, Rachita (2020), "Misconduct and Fraud in Unregistered Offerings: An Empirical Analysis of Select SEC Enforcement Actions," *U.S. Securities and Exchange Commission White Papers*, August 17.
- Hurt, Christine (2015), "Pricing Disintermediation: Crowdfunding and Online Auction IPOs," *University of Illinois Law Review*, Vo.2015, No.1, pp.217-263.
- Jorgensen, A. Vissing (2003), "Perspectives on Behavioral Finance: Does 'Irrationality' Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions," *NBER Macroeconomics Annual*, Vol.8, pp.139-208.
- Kauffman Foundation (2019), *Access to Capital for Entrepreneurs: Removing Barriers*, April.
- Minn. L. Rev. Editorial Board (1974), "SEC Rule 146: The Private Placement Exemption," *Minnesota Law Review*, Vol.58, pp.1125-1170.
- SEC (2003), *Implications of the Growth of Hedge Funds*, Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, September.
- SEC (2015), *Report on the Review of the Definition of "Accredited Investor"*, December.
- Steinberg, Marc (2018), *Understanding Securities Law*, seventh edition, Carolina Academic Press.
- Temple, L. Judson (1974), "Securities: The Private Offering Exemption and Rule 146," *Montana Law Review*, Vo.35. Issue 2, summer, pp.299-317.
- Thomas, Jeff (2020), "Redefining Accredited Investor: That's One Small Step for the SEC, One

Giant Leap for Our Economy," *Michigan Business Entrepreneurial Law Review*, Vol.9, Issue 2, pp.175-200.

Vollmer, N. Andrew (2021)," Abandon the Concept

of Accredited Investors in Private Securities Offerings," *Securities Regulation Law Journal*, Vol.49, No.5, pp.5-34.

(当研究所主席研究員)