

金融商品取引法研究会
研究記録第 86 号

米国私募規制の改正と私募市場の現状

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

米国私募規制の改正と私募市場の現状

(令和6年6月13日開催)

報告者 松 尾 健 一

(大阪大学大学院高等司法研究科教授)

目 次

I. はじめに	1
II. 報告の対象	2
III. 私募にかかわる規制の改正 (2007年以降) ①	3
IV. 私募による資金調達額	4
V. レギュレーションD規則 506	5
VI. 認定投資家の定義	7
VII. 認定投資家の定義をめぐる議論	8
VIII. 参考資料	18
討 議	18
報告者レジュメ	40

金融商品取引法研究会出席者(令和6年6月13日)

報告者	松尾健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
会長	神作裕之	学習院大学法学部教授
委員	飯田秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	尾崎悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	小出篤	早稲田大学法学部教授
〃	武井一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	松井智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松元暢子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬澤陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮下央	TMI 総合法律事務所弁護士
〃	行岡睦彦	神戸大学大学院法学研究科教授
オブザーバー	齊藤将彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	坂本岳士	野村証券法務部長
〃	三宅ヨシテル	大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長
〃	安藤崇明	みずほ証券法務部長
〃	窪久子	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	塚崎由寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本学	日本証券経済研究所理事長
〃	高木隆	日本証券経済研究所常務理事
〃(幹事)	高逸薫	日本証券経済研究所研究員
〃(幹事)	永田裕貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長

(敬称略)

米国私募規制の改正と私募市場の現状

○**神作会長** それでは、時間になりましたので、ただいまから金融商品取引法研究会の第7回目会合を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内しておりますとおり、大阪大学の松尾健一先生から「米国私募規制の改正と私募市場の現状」というテーマでご報告をいただきます。

ご報告の後、その報告をめぐって自由に意見交換を行っていただければと考えております。

それでは、早速ですけれども、松尾先生、1時間ぐらいをめどにご報告をどうぞよろしくお願いいたします。

〔大阪大学大学院高等司法研究科 松尾健一教授の報告〕

I. はじめに

○**松尾報告者** 大阪大学の松尾でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

事前に配付していただきましたスライドに沿って、画面共有をしながらお話をさせていただきます。

報告のテーマは、今、神作先生からご紹介いただきましたとおり、アメリカの私募規制と私募市場を取り上げようということです。ここに關心を持ったきっかけとしましては、例えば金融審の市場制度ワーキンググループの中でも、リスクマネーをスタートアップ企業等に供給する方策の1つとして、ベンチャー・キャピタルとか、プライベート・エクイティ等のプロのファンドが主要な役割を果たしているということが言われております。プライベートの特にエクイティ性の資金が企業に供給される、その供給量を増やしたいという希望というか政策があります。

そのために日本でも、例えば特定投資家の範囲を広げる方向で見直したり、

非上場株式のセカンダリー取引の環境を整備したり、あるいは株式投資型のクラウドファンディング制度の創設と改善という政策をそれぞれ実現してきております。その際には、特定投資家の範囲にしましても、アメリカの状況が参考にされていたかと思えます。

そこで私も、市場制度ワーキンググループの報告は2021年のものですので、これ以前から関心はあったわけで、調べております。扱うべき範囲がかなり広範であり、一まとまりにすることはなかなか難しいのですけれども、せっかく本日このような機会をいただきましたので、その中から一部を取り出してでも現状の到達地点をご報告して、ぜひ先生方に今後の研究についてアドバイスをいただければという考えでこのテーマを取り上げました。

II. 報告の対象

3ページの「報告の対象」ですが、アメリカではいわゆる Exempt Offering と言われております。登録というのは日本で言うところの有価証券の届出のことですが、本来は登録が免除される募集とか、あるいは適用除外となる募集というべきところですが、一般的に私募と呼ばれてきたかと思えますので、本日は Exempt Offering を指すものとして、私募という用語を用いたいと存じます。

主にSECの規則になりますけれども、私募に関する規制の改正を見たいと思えます。時期で申しますと2005年以降です。現在のアメリカの私募規制の概要を表1という形で別にまとめております。いろいろな種類があるわけですが、これを全部広く浅くやってもあまり意味がないかと思えます。この後見ますように、最も使われているレギュレーションDの506(b)と、506(c)、場合によってクラウドファンディングの規制を見てまいりたいと思えます。

これらについて2000年代にかなり頻繁に改正がなされてまいりました。それとは別に、SECがレビューという形で私募の状況を調査したものをまとめた報告もごございます。その中で、改正ですとか、そもそも現状の規制に

対する批判も少なからずあるところでもあります。そういった批判を見てみることに、それなりの意味はあるかなという気がいたしまして、それを踏まえて現状を検討してみたいというのが1つの報告の対象です。

それとともに、実際にプライベート・エクイティ・ファンドとか、ベンチャー・キャピタル・ファンドの市場（マーケット）がどうなっているか。これもごく限られた範囲でしか調査のご紹介はできませんけれども、そういった実際のマーケットの状況を見てみたい。そして、特にファンドに対する規制も見てみたいということです。

本当は3つ目に関心がありまして、個人の投資家がこういった私募にどのぐらい参加しているのかを知りたいのですが、これを真っ正面から調査したものは、SECもデータとしては正確なものを持っていないとされておりました。と申しますのも、私募ですから、そもそもSECに入ってくる情報も限られておまして、さまざまな状況から推定せざるを得ないこととなります。後に出てまいりますけれども、研究者が行ったインタビューの調査の結果でも、やはりそれなりの割合で個人が入ってきていることは確認できております。ただ、本当はもう少し客観的な確たるデータが欲しかったのですが、それは手に入らなかったということをお知らせしておきます。

Ⅲ. 私募にかかわる規制の改正（2007年以降）①

4ページは、「私募にかかわる規制の改正①」です。先ほど見ていただいた配付資料の2ページ目に用語の解説のようなものがついておられるかと思えます。そちらをご覧くださいながら聞いていただきたいのですが、このように2007年から2020年までの改正を6つほど取り上げております。基本的には私募がしやすいようにといたしますか、私募に参加できる投資家が増える方向で、あるいは私募の中で行えることが広がる方向での改正がなされてきたと言えるかと思えます。

例えば2013年のルール506(c)の改正では、それまで私募では禁止されておりました一般的勧誘（general solicitation）が解禁されております。ウェ

ブを使って何か広告を打とうとしますと、必ずそれは一般的勧誘に当たるといふことで、それができないというのが制約になっていたのですが、506 (c) に則って行う私募についてはそれをしてよいことになりました。2015 年以降はクラウドファンディングの制度ができて、これも徐々に利用が増えているということのようでもあります。

2020 年にはクラウドファンディングの調達額の上限を引き上げるとともに、この場合に株主を一まとめにするピークルを使うための規制の整備も行ったということです。

一方で、規制強化の方向に働くといえるものとして、2013 年に設けられた Bad Actor 条項というものがあります。こちらは先ほど申し上げた 2 枚目の資料にありますとおり、過去に一定の証券法違反で刑罰とか SEC の制裁を食らった人は、これらのルールの適用を受けて私募を行うことができないという形で、詐欺的なものの防止策として、1 回違法なことをした者は追放しようということが欠格事由として定められています。

IV. 私募による資金調達額

続きまして、5 ページは「私募による資金調達額」です。これは 2022 年 7 月から 2023 年 6 月までの金額を提示しております。私募による資金調達額は、推計による部分も含まれてくるのですが、約 4.2 兆ドルです。対して公募、つまり SEC に登録した上で行っている募集での調達額が約 1.1 兆ドルということで、私募のほうが 4 倍近くになっています。IPO に至ってはかなり少なくなっているという状況でございます。

先ほど申しましたとおり、私募の根拠になるたくさんの規定がアメリカにはあるわけですが、根拠規定別に見てまいりますと、突出しているのがレギュレーション D 規則 506 (b)、続いて多いのが 506 (c) です。具体的にどういふものかは、この後見てまいります。

506 (b) による調達額は年々拡大傾向にあり、この差がはっきりしつつあるということでございます。調達額の中央値を見ますと、120 万ドルです

ので、かなりというか、それなりの額を1回の募集で調達していることになります。

他方で、その他の私募として1兆3000億ドルあって、これもかなり大きいではないかということですが、この大半は規則144Aによるものです。これはいわゆる転売制限の解除でありまして、通常、私募で募集した証券は一定期間、譲渡制限がかかっており、保有しなければならないわけですが、それを適格機関投資家間では自由に譲渡してよいというのが規則144Aです。

それを利用して、当初、発行者との関係では1人の引受人が引き受けて、私募という形をとりつつ、私募で引き受けた証券を適格機関投資家に分売するという形で、事実上、多数の適格機関投資家に証券を売っている、そのようにして資金調達をしているのが144Aによる私募と呼ばれるもので、2段階の取引です。

特徴的なのは、144Aによる調達は、主に債務性の証券、転換社債等です。これは上場している会社が私募で転換社債等を発行する場合にも使われるということです。そうしますと、最初に申し上げた本日の私の関心事項からすると、少し異なるものが多いということで、今回は報告の対象から除かせていただくことにしました。報告対象の中では、申し上げたとおり、506(b)による私募が非常に突出して多いことになります。

V. レギュレーションD規則 506

1. レギュレーションD規則 506 ①

6ページです。では、レギュレーションD規則 506とは一体どういうものか。表1にも書いてありますとおり、まず506(b)が最も調達額が多いのですけれども、その対象がいわゆる自衛力認定投資家です。以降、本報告では認定投資家と呼びます。認定投資家であれば人数制限なしに勧誘ができるということでございます。それとともに、「洗練された」という条件付きの認定投資家以外の投資家も対象にでき、90日間の通算で、35名までであれ

ば対象にしてよいということになっております。

さらに、認定投資家であることを発行の際にどのようにして確認するかについては、基本的には投資家からの自己申告で、資金を調達する側は、一定の条件のもとですが、それを信頼してよいということになっております。

他方で、先ほど申し上げた一般的勧誘ができないことになっておりますので、こちらは既存のつながりのある投資家だけを相手にすることができます。新たに不特定多数の人に勧誘することはできず、既存のネットワークを通じて、既存の実質的関係のある顧客のみが対象ということになりますので、そういうネットワークのある者が利用することになっているようです。調達額と言うと、これが一番多いということですよ。

同じレギュレーションDの506(c)ですが、こちらも対象は認定投資家ですが、認定投資家については人数制限がありません。認定投資家であることの確認については、発行者、資金調達をする者は、証券取得者が、「すべての購入者が認定投資家であることを確認するための合理的な措置を講じなければならない」とあります。その合理的な措置の内容がかなり具体的に定められております。この後見てまいりますけれども、例えば認定投資家の要件の1つとして年間所得があります。これについては納税証明のようなものを添付させて、それで審査することなど、それなりの措置を講じなければならないとされております。

一般的勧誘は可能となっています。

このような2つのルールがあるわけですが、まず1点目の留意事項として、6ページ一番下を書いておりますように、SECの推計によりますと、2009年から2022年までに行われた506(b)に基づく私募は、ルール上は非認定投資家も35名までであれば入れてよいとなっているのですが、実際にはほとんど入っていません。非認定投資家が参加した案件は全体の6%にすぎないということが出ておりました。

2. レギュレーションD規則 506 ②

7ページは、留意事項の2点目、どうして非認定投資家を入れないのかということです。506 (b) では、非認定投資家を勧誘対象に含めた場合には、追加的な情報開示、これはレギュレーションAという別の私募の場合とほぼ同等の情報開示が必要になるとされております。しかも、非認定投資家全てというわけではなくて、いわゆる「洗練された」という条件がついていますので、「洗練された」投資家該当性について、「投資のメリットとリスクを評価することができるだけの金融等に関する知識と経験を有していると信じる合理的な根拠を発行者が備えなければならない」という制約が出てきます。そういったことがあって、どうも非認定投資家は勧誘対象に含めていないようです。

このように見てまいりますと、506 (b) と 506 (c) の違いは、一般的勧誘ができるかどうかで、(b) はできない、(c) はできるという違いがあることになります。

それとともに認定投資家であることを確認する仕方にも違いがあります。506 (b) は基本的に投資家からの自己申告を信じてよいとされている一方、506 (c) は発行者のほうで合理的措置をとらなければならないということになっております。

こういったことを考えますと、506 (b) のほうが使われているのは、現状では合理的措置をとるためのコストが、一般的勧誘ができることのメリットを上回ると考えている資金調達者が多いということかと考えています。

今見てまいりました506 (b) と 506 (c) は、いずれも認定投資家を対象にした私募でありまして、日本の特定投資家私募に似た制度設計になっています。

VI. 認定投資家の定義

次に関心を持ちましたのは、認定投資家とはどんな人なのかということで、8ページです。これは個人（自然人）、法人いずれもあるのですけれども、

冒頭で申しましたように、私は個人（自然人）に関する問題に特に関心がありますので、本日はこちらに関するもののみ取り上げております。

要件を見てまいりますと、①は発行者の役員等で、ファンドの場合はジェネラル・パートナー、会社の場合は取締役です。②はいわゆる純資産要件で、純資産 100 万ドルを超える者。③は所得で、直近 2 年間で各年 20 万ドル、共同所得が 30 万ドルを超える者ということです。

こういうもので長らくやってきたのですけれども、2020 年に④と⑤が入りました。④は専門的資格を有している者で、例えば FINRA が認定する日本の証券外務員に相当する資格を持っている者です。⑤は、後ほど出てまいりますけれども、プライベート・ファンドが発行者である場合には、そのファンドの知識のある従業員も、所得・資産にかかわらず、認定投資家に該当します。

なお、純資産のところからは、「主たる住居の価値を除く」ということが 2011 年に加わっておりますが、こちらについてはまた後ほどご説明いたします。

Ⅶ. 認定投資家の定義をめぐる議論

1. 認定投資家の定義をめぐる議論①

9 ページです。改正のたびに批判もあるようですと最初に申し上げたのですけれども、批判や議論が一番多いのは認定投資家の定義、特に個人の認定投資家の定義が議論の対象になっています。ドッド・フランク法でも、SEC に対して少なくとも 4 年に 1 度は個人にかかわる認定投資家の定義をレビューすること、。投資家保護、公益、経済情勢に照らして定義を修正すべきかどうかを判断することが義務づけられております。ドッド・フランク法の改正が 2011 年ですので、それ以降 4 年に 1 度レビューを実施して、2015 年、2019 年、2023 年に、それぞれの結果を公表しています。その中に、おもしろいなと思うことが紹介されていまして、それらを主に取り上げながら見てまいりたいと思います。

2. 認定投資家の定義をめぐる議論②

10 ページは、まずどういった批判、指摘があるかということです。10 ページの一番下にありますとおり Vollmer という方がかなり強硬に主張しています。この方は SEC の中にいた方で、2019 年のレビューでは中心的に取りまとめをされたようです。SEC の中にいた人が、認定投資家の定義はおかしいということを言っていることになります。

この方の批判の 1 つは、本来の私募の意義に関わります。そもそも私募というのは、証券法第 4 条 (a) (2) に、「募集を伴わない取引」というのがあって、この場合は登録義務が適用除外になっている。しかし、募集を伴わない取引というのは全くもって漠然としているので、その範囲を明確化するためのルール、いわゆるセーフハーバー・ルールがレギュレーション D である、こういうたてつけになっているわけです。

レギュレーション D は 1983 年に最初のものでできているのですけれども、それ以前の判例は主に、「募集を伴わない取引」について、「募集に参加する者が自衛できることを発行者が保証できる」、全ての募集参加者が自衛する能力を持っていると言える場合には、「募集を伴わない取引」に当たると言っていました。これが自衛能力認定ということにつながるわけです。

ただ、当時、自衛できるかどうかというのは、登録義務があれば、日本の有価証券届出書に当たるようなものを通じて開示されていたであろう情報、その情報にアクセスできるかどうか、強制開示がなくても、アクセスできるから、強制開示させる必要はないというところから出発していました。

その後の 1977 年の Doran 判決も同じように、登録によって提供される情報を実際に開示しているか、あるいは証券取得者が情報にアクセスできることを条件として適用除外を認めるという判示をしていたわけです。

ところが、先ほど見ました認定投資家の定義の中に、例えば所得要件とか純資産要件がありますがけれども、これは発行者への情報のアクセス可能性とは関係ないではないか、むしろ情報へのアクセス可能性がない者もここに含まれているのは、おかしいのではないかという批判が出てきます。

これは専らアメリカの状況を前提とした、「判例と異なることを規則として定めるのはSECの権限を超えるのではないか」という批判であるわけですが、日本でも特定投資家になることによって生ずる効果と特定投資家の要件がマッチしていないのではないかという疑問・指摘があるところです。

アメリカにせよ日本にせよ、特定投資家、認定投資家になることの効果が、私募以外のところにもかなり及んでしまっている。事実上あるいは制度上、別のところでも認定投資家の概念が使われていたりします。その結果、本来、認定投資家になることで得られる効果として想定されていたものと、どんどんかけ離れていってしまっているのではないか、こういう批判であると捉えますと、アメリカに限らず、ある程度普遍性を持つのではないかと考えております。

3. 認定投資家の定義をめぐる議論③

続きまして、11ページです。このような指摘はかなり前からあるわけですが、では、SECはどう考えているのかということですが、正面からこれには答えておりません。ただ、SECの調査結果の中に出てくるのは、506(b)による私募で、認定投資家のみを対象にして私募をしている。ですから、法令上は情報開示義務がないはずなのだけでも、実際にはほとんどの募集事例で、発行者は何かしらの情報を投資家に対して開示していると言われています。

また、Vollmerが独自に行ったインタビュー調査があります。私募に関与した経験を持つ11人の弁護士に対するインタビューです。その11人は、例えば1人当たり年間数百件の私募に関与した経験を持っているということです。この調査については、それなりに量的には意味があると言っていいのか、どこまで評価すべきかという問題はあります。

このインタビュー調査によると、投資家に任意に提供されているのは、企業の創業者に関する情報、あるいは企業の帳簿に関する投資家によるデュー

ディリジェンスの結果というような、最低限のものです。スタートアップ企業の場合にはこの程度のものにとどまるようではすけれども、他方で、レイターステージとか、あるいはプライベート・エクイティ・ファンドの中でも、LBOに関与するところに投資するようなものについては、目論見書に引けを取らないような情報開示がされていることが確認できたとされております。

他方で、このような情報開示が、任意で行なわれているわけではすけれども、投資家が要求したがゆえになされているのか、それとも発行者のほうのイニシアティブによるものか、これはどちらもあるのだと思います。仮に投資家の要求に基づくものであるとすると、それなりに交渉力のある投資家が投資できている、そういう交渉力があることを示すための要件だと考えれば、認定投資家の要件も、そんなに的外れとか無関係ということにもならないのかもしれませんが、必ずしもこの関係はよくわかりません。

また、SECも、私募においても、投資家に対する情報提供はされているということは認識しているのですけれども、具体的にどういった情報が提供されているのか、情報提供の頻度に関する情報は不足していると認めております。場合によっては、必要な情報が得られていない投資家がいるケースもあるのではないかとということが、2023年のレビューには書かれていました。

4. 認定投資家の定義をめぐる議論④

続きまして12ページ、「定義をめぐる議論④」です。これも今の点と少し関係するのですが、認定投資家の要件のうち、一番批判にさらされているのは純資産・所得要件です。これについてSECは、投資家の金融洗練度を正面からはかる指標はないので、知識・経験の1つの代用として、従来、純資産要件・所得要件を用いてきたという説明をしてくれました。

しかし一方で、かなり前から、遅くとも2000年に入って以降、純資産・所得要件は投資家の金融洗練度を反映しているとは言えないのではないかとという指摘や批判が多方面から寄せられております。例えばあるところが行っ

た投資家に対するアンケート調査では、高い所得層も、そうでない層も、金融リテラシーに関する質問についての正答率はほぼ変わらなかったとか、そういう具体的な調査の結果を示して、SECの説明はおかしい、必ずしも純資産・所得要件が金融洗練度を反映しているとは言えないということが多方面から言われてきています。

SECは、まず、純資産・所得要件あるいはその閾値が金融洗練度を適切に反映しているかということについては、そもそも認定投資家がどのような金融知識を持っているかという情報を入手できないために評価できないということをおっしゃっています。

また、後で出てまいりますけれども、SECは、実証研究を見ても、所得要件等が金融知識と関連しているかということについては、支持されているとも支持されていないとも言えないと正面から認めているところでございます。

5. 認定投資家の定義をめぐる議論⑤

次に、13 ページです。純資産要件あるいは所得要件は、金融洗練度と関係がないのではないか、金融洗練度を適切に反映する指標になっていないのではないかという批判があるわけです。それとともに、もう一つ、そういった所得要件を設けていることへの批判として、最近、といっても2000年以降ですが、強くなっているものがあります。これは端的に言いますと、貧富の差を拡大させているというものです。

どういうことかと申しますと、まず、SECが公表物の中で言っていることとして、認定投資家でない投資家は非上場企業への投資機会がない。最近では非上場企業が非常に高い成長を遂げていて、そこには非常に魅力的な投資機会があるにもかかわらず、認定投資家でない投資家はそこから排除されている。

しかも、これは鶏と卵みたいな関係かもしれませんが、私募が大きくなるに従って非上場のまま企業がかなり大きくなる。長い期間を過ごしてかなり

成熟してからしか上場しない。あるいはそもそも上場することを考えていない企業が増えてきた結果、すでにでき上がってしまった企業にしか一般投資家は投資できなくなってしまうのではないかということが言われてきているわけです。

二つ目のものは、財務省のレポートで言われていることですが、企業は規制上の負担があるという理由で株式公開を控える傾向がある。その点において、現在の規制は、特定の投資機会を高所得者や富裕層にのみ提供している。認定投資家に該当すると非上場の企業にも投資できるので、このように言われているわけです。このような状況が、結果として、アメリカにおける富の不平等を意図せず悪化させている可能性があるということが言われてきております。

こういったことが言われるようになった背景としましては、恐らくというか、間違いないと思うのですけれども、従来、私募が行われ始めたころは、必ずしも私募による投資の機会が、個人の投資家から見てそれほど魅力的なものでもなかった、かなり特殊なものであったと言えるのではないかと。あるいは投資単位の金額が大きいとかで、そもそも入れなかった。機関投資家しか買えないというので、ある程度みんな納得していたのかもしれないのですけれども、後で見ますように、認定投資家の数が増え続けて、一部の個人投資家がここに参加できるようになってきている。

しかも、私募が行われているのはいわゆるプライベート・エクイティ、スタートアップ投資等で、必ずしもハイリスク・ハイリターンとまでも言えない。ミドルリスク・ミドルリターンぐらいのものもあって、個人投資家から見ても、投資対象として十分に魅力的に映るものが出てきているのに、認定投資家の要件を満たさないの、そこに入っていけないというような不満が出てきたということではないか。実はクラウドファンディングというもの、そういったところの不満を酌み取るための仕組みであるとも言えるのかもしれないとも考えております。

最後の Page という方が端的に指摘しているのですが、認定投資家に当た

らない一般の投資家にとっては、私募の投資機会はリスクが高いから近寄れないかという、非認定投資家でも、例えば店頭市場でのリスクの高い株式、ペニー株と言われるようなところには制限なく投資できることに制度上はなっている。そうすると、Page の評価では、プライベート・エクイティ投資よりもリスクの高いものに投資できると規制上はなっているのに、未公開、非上場の案件への投資機会からは実際上排除されてしまっているのはやはりおかしいのではないか。こういう批判が出てきているということです。これはアメリカ特有の話であると今のところは考えておりますけれども、そういったことが強くなってきています。

6. 認定投資家の定義をめぐる議論⑥

次の 14 ページは、規則 506 で私募によって調達されている調達の主体とは一体どういう者かについて、手がかりになるものはないかと調べましたところ、2009 年から 2022 年までの累計額で、ファンド以外の一般の事業会社が株式を発行する例と、投資ファンドに分けているものが見つかりました。

発行者の数で言うと、ファンド以外の主体のほうが多いわけですが、調達額で見ると、合計して 2 兆 7000 億ドルと 17 兆ドルなので、ファンドが桁違いに多い。調達額の平均値もファンドのほうが大きく、中央値で見ると 3 倍弱になっている。調達額の中央値で見ると、調達累計額ほどの差はないですが、こういう結果が出ています。ルール 506 を使った私募は、最近は特にファンドが活用しているということが言えるかと思います。

7. 認定投資家の定義をめぐる議論⑦

そうすると、ファンドについて関係する規制を見ておいたほうが良いということで、それが次の 15 ページです。これはいわゆる投資顧問法と投資会社法の規律になるのですが、日本で言うところの投資運用業規制に当たる部分で、こちらにプライベート・ファンドという用語が出てきています。プライベート・ファンドは投資会社としての登録が免除される。投資会社として

登録が免除されますと、業規制はかなり緩くなる。SEC に対する報告義務が全くなくなるわけではないのですが、登録投資会社に比べると、かなり簡易な報告で足りるという形になっています。ですので、多くのファンドはプライベート・ファンドになりたがると思いますか、これに該当する形でやっているようです。

プライベート・ファンドの定義を見ていきますと、持分保有者が100人以下とか、適格購入者に限るとかいうことになっているのですけれども、いずれも自身のファンド持分について募集をしていない、あるいは、する予定がないということも要件になっておりまして、私募ファンドであること、私募しかしていないということが、業規制とここでリンクしているわけです。そうすると、事実上こういうファンドは私募しかしないわけですから、認定投資家でない投資家はこういったファンドには投資できないということになり、認定投資家の純資産要件とか所得要件が一種の狭義の適合性原則のような形でパターンリスティックに、これ以下の人はこういったものには投資できない、そういう区分けをする基準として機能しているということになると考えております。だからこそ、先ほど見ましたように、非富裕層は投資したくてもできないという不満、あるいはそれに対する批判が出てくることになるのだと思います。

8. 認定投資家の定義をめぐる議論⑧

16 ページ、「認定投資家の定義をめぐる議論⑧」としまして、インフレの調整が必要ではないかという議論がかなり前からあります。これは表2を見ていただきますと、現在の所得要件あるいは純資産要件は、1983年にこのルールができたときから、絶対的な金額としては変わっておりません。

先ほど冒頭で申し上げたように、主たる居住用不動産は純資産の計算から除くというように2011年に規則改正されましたが、それ以外は特に変わっていないわけです。その結果、世帯数が出ていますけれども、1983年当初では、これらの所得要件あるいは純資産要件いずれかを満たす世帯は全体の

1.8%にすぎなかったのが、2022年には18.5%と、10倍まで来ている。こういうことも、当初はごく限られた一部の個人であったところが、18%ですと、5人に1人ぐらいは認定投資家として、私募商品に投資できるのに、残り4人は投資できないということになって、不満を増大させているのかもしれない。

これをインフレを反映させて、金額を引き上げるべきではないかという指摘は、2000年に入ってから少なくとも20年以上はあるかと思うのですが、SECはその間、特にこの額を改正しなかったということになります。

9. 認定投資家の定義をめぐる議論⑨

17ページ。今ご紹介したアメリカの議論を見て、ジャストアイデアの段階なのですが、考えたことを書いています。最後に申しあげましたインフレを反映した基準にすべきだということと、非認定投資家の投資機会が狭まっているというのは両立がなかなか難しいといえますか、インフレを反映した見直しをしますと、認定投資家の範囲は当然狭くなりますので、認定投資家でない人々がこういったプライベート・エクイティ投資の機会から排除されることの懸念はかえって増大するのではないか。そういうこともあって、SECはインフレを反映する改正をしてこなかったのかもしれないと考えております。

一方で、所得・純資産要件と金融洗練性との関係がないのではないかという批判については、両者に正の相関があるとは必ずしも言えないことはSECも認めているところでありまして、ここは従来の説明がうまくいっていないところなので、何かしらの対応が必要なのかもしれません。2020年に、一定の資格を有している者ですとか、そういった金融洗練性、知識習熟度に着目した認定投資家の要件を追加していますので、これらはこういった批判に対応したということなのかもしれません。

10. 認定投資家の定義をめぐる議論⑩

18 ページは、ではSEC 以外のところから何か規制の見直しとして方向性が出ていないのか、調べた結果を書いています。

先ほど取り上げました Vollmer は、認定投資家の要件は撤廃すべきであるというタイトルの論文を書いています。廃止した上で、現在私募において任意で開示されている情報と同程度の情報開示を義務化しつつ、全ての投資家に募集への参加を認めるべきであるとしています。Vollmer は、本来、証券法は情報を開示した上で、あとは自己責任というのが原則である。当初の理念に戻れということを行っているわけです。情報を開示した上であれば、基本的に誰でも投資できるという形に改めていくべきだと。情報開示が負担だというのなら、現在私募でも任意でやっている範囲ならできるだろうということで、開示すべき情報を柔軟にしていけばよいとしています。

ただ、私は、このような場面で情報開示が投資家保護にとってどこまで有益かというのは疑問を感じています。これは最近の証券法学者の間では言われているところかと思いますが、特に個人投資家にとって、公衆縦覧型の情報開示がどのくらい意味があるのかというのは即断できないと思います。

上場株式ですと、開示された情報が、取引価格、市場価格に反映されて、一般投資家もその価格で取引ができるということを通じて、情報開示の恩恵にあずかることができる。その限りで意味はあると考えているのですが、そういったプロセスが保障されていない場合、特にファンドの場合はどうしてもそうなりがちかと思うのですけれども、そういうケースでは、情報開示の効用を過大評価すべきではないのではないかと考えております。

他方、Page はクラウドファンディングが一つヒントになる試みではないか、これをもう少し拡大していったって、非認定投資家については1人当たりの投資額の制限を設ける。認定投資家についてはそういった投資額の上限を設けないという形で、両者があわせて同じファンドならファンドに投資する機会を認めていく。こういうことを提案しています。特にプライベート・エクイティに投資するファンドになりますと、ビジネスでもあるからして、中途

解約は認めない、途中の払戻しには応じないということが多くなるかと思えます。そうすると、個人の投資家から見て一番のリスクは、投資した資金が長期にわたって換金困難になるということではないか。そういう長期間塩漬けになってもいい資金にかぎり投資を認めるという意味で投資額の制限という制度設計というのにはあり得るのではないかと考えております。どちらかという、こちらの方向のほうがあり得るのではないかと考えております。

Ⅷ. 参考資料

最後の 19 ページは参考文献です。

以上で報告を終わらせていただきます。ご指導、ご鞭撻のほどよろしくお願いたします。

[討議]

○**神作会長** 松尾先生、貴重なご報告どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの松尾先生のご報告につきまして、ご自由にご質問やご意見をお出しいただければと思います。本日は、オンラインでのご参加の方が多くなっておりますけれども、オンラインでご参加の方もぜひチャット等で発言の意思をお示しいただき、ご発言いただければと思います。いかがでしょうか。

○**飯田委員** ご報告ありがとうございました。大変勉強になりました。

全体の筋からすると、アメリカで認定投資家の定義を緩めたらいいのではないかとか、あるいはなくしたらいいのではないかという議論をしている理由というか、なぜそっち側を向いているのかということに少し関心を持ちました。

1つは、PE ファンドはパフォーマンスがよくて、それに対して一般の個人というか、普通の家庭、富裕層ではない人たちが投資の機会に与れないので参加したいということで、投資の民主化と言ったりするかと思いますが、

そういう文脈の話で議論している人たちも一定数いる。ある意味でちょっと政治的な側面もあるのかなと思いますが、そういう方向性が1つある。

もう一つが、定義というか、本来は情報にアクセスできる人との関係で登録を免除する。体系的な理由で、そこに論理的整合性がないという方向で、やはりここは直す必要があってということで、同床異夢的なところもあるかなと思いますけれども、そういう議論として理解すればいいでしょうか。

もう一つは、これを主に使っているのが投資ファンドだとすると、投資ファンド側から、例えば個人の、細かい金額の人たちの投資を受け付けたいといったニーズが逆にあるのかというあたりです。

裏返して言うと、35人の非認定投資家（unaccredited investor）は入れてもいいというパターンのときに、そういう人たちがいたら、例えば何か問題があったら訴えてくるとか、裁判があるとかないとか、その辺もあわせて、大ざっぱな質問で恐縮ですけれども、お願いします。

○松尾報告者 最初におっしゃったアメリカの状況は先生の整理のとおりかと思います。別の理論立てでそれぞれ現在の認定投資家の定義に対する批判を展開しているということです。ただ、それが結果的に目指すところが同じになる部分が多いところもあるということなのかと思います。同じ人がその2つの根拠を同時に述べているケースもあるので、そういったことがあるかと思っています。

2つ目は、私自身も重要といいますか非常に興味があるところで、何からお答えしたらいいのか。まず、非富裕層というのか、現在の非認定投資家にも投資機会を与える方向で制度上は可能だとしたところで、そもそもファンドのほうでそれを受け入れる素地があるのかということが最もクリティカルかと思うのですが、そこは非常に多くのハードルがあるかと思っています。

1つは、冒頭申し上げたように、制度上は現在も非認定投資家を35名まで入れていいことになっているのに、入れているところがほとんどない。その理由を探らないといけないわけですが、どうも追加の情報開示を嫌っているのではないかと。それと、非認定投資家が「洗練された」の要件

を満たすことの確認のプロセスが煩雑になることが理由で非認定投資家を入れていないということのようです。

特に個人を入れると訴訟が起きるとか、実際にそういう訴訟があるのかどうか。そもそも投資できていないので、ないのかもしれませんが、そういう懸念があるのかということが示されているのを目にした記憶はありません。

一方で、そういう個人がたくさん入ってくると、クラウドファンディングでも問題になってきたように、投資家が多過ぎると管理が大変ということがありますので、そこは何かしら手当てが必要だと思います。クラウドファンディングにつきましては、2020年の改正の際に、いわゆるSPV（特別目的事業体）としてビークルを1つ組んで、そこに1回のクラウドファンディングで募集に応じた投資家を一まとめにして、発行会社との関係では、1人の株主として扱うというような仕組みを認めましたので、そういったことが必要になるのではないかと。最後のPageも、クラウドファンディングをベースに提案をされているのは、そういったことも含めての提案ということになっているかと思います。

十分にはお答えできておりませんが以上です。

○小出委員 松尾先生、ご報告どうもありがとうございます。大変勉強になりました。

私は全然不勉強なところなので質問なんですけれども、最後の18ページ、「規制の見直しの提案」のところで、Vollmerさんのご提案とPageさんのご提案をご紹介いただきました。私の理解では、松尾先生のご感触だと、Vollmerさんのおっしゃっているような情報開示を強化しろという提案は、PEファンドに関してはあまり意味がないのではないかと。したがって、Pageさんの提案のほうが検討に値するのではないかとのお考えと伺いました。

その場合に、Pageさんのご提案は、アメリカにおける従来の、まさにVollmerさんが言っているような認定投資家の考え方からはもう離れるべきである。つまり、情報へのアクセスができるかできないかというところで認定投資家かそうでないかを分けるのではなくて、言ってみればリスクの吸収

度というか、そういうものに着目して認定投資家の概念をつくりかえて考え直していくべきだ。そういう理解でよいのかということがまず1点目の質問です。

仮にそうだとすると、Pageさんは、逆に言うと、情報についてはもう考えていないということになって、非認定投資家に対しては、例えば情報開示の強化みたいなことはしなくてもよくて、極端な話をすれば、あくまで情報開示は任意でよく、情報開示をしない形で非認定投資家に対して勧誘をすることも認めてもよいのではないかというお考えなのかということが2点目の質問です。

最後に、今度はVollmerさんがおっしゃっているような程度の情報開示の義務化ということについてですが、私募において現在任意で開示されている程度の中身というのがどういうものなのか、私は不勉強でよくわかってないのですけれども、これはPEファンドなのであまり関係ないのかもしれませんが、例えばレビューが入っているかどうかといったような、情報の信頼性確保の程度なども含めて、現在の私募において任意で開示されている情報というのがどこまで正確性のあるものなのかということです。要するに、現在任意で開示されている程度の義務化というのは、それはやはり大した情報ではないということがVollmerさんの前提になっているのかというのが3点目の質問です。

すみません、3点目はまとまっていませんが、特に1点目、2点目を教えていただければと思います。

○松尾報告者 1点目は、おっしゃるとおりかと思います。認定投資家の定義、考え方が、情報へのアクセスということではなくて、損失吸収力、損失への耐性がメインになってくるかと思います。現にそうなっていると私には見えます。とりわけ実際の投資へのアクセスは、損失への耐性を基準として投資家を選別する働きを持っていると見えますので、正面からそれを認めたほうがいいのではないかなと考えています。

2点目は、Pageはクラウドファンディングから出発しているので、どこ

まで私募で捉えているかがわかりにくいです。クラウドファンディングというのは、あらゆる投資家が、開示する情報を信頼というか、それに依拠して投資しているわけではないと思います。一番多いのは、ある著名な投資家が投資する案件だということで、認定投資家に当たるようなエンジェル投資家とか、そういう人が投資しているのを信頼して一般の投資家が投資している例です。そういう形で案件の選別が行われているとすれば、必ずしも公衆縦覧型の情報開示とか、あるいは非認定投資家に対して個別に情報提供することにこだわる必要はないのではないかという考えかと思います。

ただ、プライベート・エクイティのファンドにもさまざまなものがあるので、全てのケースでそういうふうに言ってしまうといいのか、私自身は疑問に思っているところです。Page についてはそういう考えだという範囲で回答にかえさせていただきたいと思います。

3点目は、私が報告で言い忘れたことを補足する機会をいただいたと思います。

実は昨年、SEC が私募ファンド（プライベート・ファンド）について情報開示等を強化する規制を公表しました。それによると、少なくとも投資会社として登録しているファンドの運用者については監査を入れるという提案で、監査レビューの義務を課すという内容のものでした。

ただ、本日の報告で申し上げた SEC に登録していないファンド、SEC への簡易な報告だけで済んでいるファンドは、新規制案でもなお登録しているファンドに比べると緩い規制で済むようなたてつけになっておりまして、それを紹介するスライドをつくりかけていました。ところが、一部のファンド、投資家が、SEC が昨年制定した規則が SEC の権限外だということで訴訟を直ちに提起しておりまして、ちょうど先週、その判決が連邦高裁で出て、規則は無効であるとされてしまいました。報道ベースでしか見ていないので、どういう理由かは必ずしも詳細には存じ上げませんが、そういうのが出てしまったので、そこは今回は省きました。

しかし、そのことからわかるように、情報開示に対して、とりわけ監査

を入れるとかいうことに対して、ファンドのほうはすごく嫌がっていることは言えるかと思えますし、規制に対抗する力も持っているかと思えます。

○**小出委員** よくわかりました。情報信頼性という観点から考えると、Pageさんの方向に行けばそもそも情報自体どうでもいいという感じになってしまうのかもしれないけれども、一方で、松尾先生にご紹介いただいたように、アメリカでもPEファンドが出している情報の信頼性についての疑義みたいな議論もあるということかと理解いたしました。大変ありがとうございます。

○**神作会長** 会場でご参加の森本理事長、その後、オンラインでご参加の行岡先生、ご発言ください。

○**森本理事長** 先ほどから疑問になっている、ファンドや調達側が一般投資家から調達することを望んでいるのか、またはそうすることに適合的な体制をとっているのかということですが、これには、既に幾つかの実例があります。先ほどもご報告にありましたが、レギュレーションDで調達しているのはファンドが多い。そのアメリカの代表的なファンドが、アメリカではレギュレーションDでプライベート・エクイティ・ファンドやプライベート・デットとか、そういうファンドの資金を、個人も含む自衛力認定投資家から調達してしまっていて、それは非常に拡大しています。今までは機関投資家中心だったのが、個人から積極的に調達している。なぜかという、機関投資家ばかりだと、市場の変動に対して引出請求などが集中する動きになって、資金調達として安定性を欠くので、個人など違う属性の人を入れたほうが良いということらしいのです。さらに違う属性である日本の富裕層からも調達したいという動きが数年前からありました。

ところが、日本で同じファンドで調達しようとしたときに、日本の特定投資家の制度がやや未整備だったものですから、その分コストがかかるのですが、日本では公募で調達しました。そうすると、日本では開示していますから、一般投資家に販売できます。

しかし、日本でも一般投資家に小口で売ることは実際はやっていませんで、5万ドルという最低投資金額を定めています。最初に私募REITを販売した

のですが、証券会社と相談して、売るのは富裕層に限定しています。第2号は、PE ファンドで、さらにプライベート・デットといった商品を順次同様の方法で販売しています。

では、日本では一般投資家に公募で小口で売れるのに、何で大口富裕層に限定するのかというと、1つは、さっきもちょっと出ましたが、制度の理屈はともかく、実際は投資家の線引きとしてリスク許容度という発想が強いのです。これはどちらかというとブローカー、ディーラーの考えることかもしれませんが、オルタナティブ投資ですので、リスク許容度を考えると5万ドル以上だし、金融資産が1億円とか、ある程度ないとイケないのではないかと。

もう一つは、これも制度の問題ではなく、金融商品の性質として引出制限があって、3カ月に一遍ぐらいしか引き出せない。かつ、1回の引き出しに5%とか、全体で限度が制定されていますので、3カ月に一遍でも引き出せないかもしれない。そうすると、全体のポートフォリオの中では一定にとどめていただかないと、投資家から見てもよくないのではないかとということだと思います。

○松尾報告者 大変貴重な情報を補足していただきまして、ありがとうございます。

加えて、私から申し上げることがあるとすれば、本来、アメリカの状況を受けて日本のことをもう少し検討しないといけませんでした。日本は、今おっしゃった点もありますし、ファンドになりますと、そもそも募集の区切りが取得者500人未満の要件になるので、そちらのいわゆる少人数私募とっていいのかわかりませんが、それでほとんど事足りてしまうので、必ずしもファンドとの関係では特定投資家になることの意味はあまりないのではないかと。現にいろいろ調べてみますと、アメリカだと一般の投資家には売れないファンド、アメリカの非上場の企業に投資するとしているファンドが、日本では取得者500人未満の要件で私募として販売されているのを見まして、アメリカで見たことをもとに日本のことを検討するのはそう簡単ではないなと感じたところです。

○森本理事長 そのことに関連して言いますと、先ほどのアメリカのファンドは外国投資信託というビークルに入っておりまして、多分、ケイマンか何かで投信にしているんですね。

日本では、外国でいわゆるファンドと言われているものが、投信なのか、集団投信スキームなのかというのは一義的に決まらない。ですから、法律事務所とかは、持ってくる時にどっちにするかと言っているのですが、大手証券などからすると、集団投資スキームにするとちょっと売りにくいので、投資信託のビークルを使いたいという現場の選好はあるようです。

○松尾報告者 一項有価証券なので、特定投資家私募にする必要がある、あるいは公募でやる必要があったということですね。

○森本理事長 それを、金融庁は今は私募でできるように広げて、リスクマネーがもっと供給できるようにということをやっておられるのだと思います。アメリカのファンドも、公募にするとコストがかかりますので、将来的には日本の特定投資家私募でやりたいという希望は持っています。

○行岡委員 本日は、松尾先生、貴重なご報告をありがとうございます。とても勉強になりました。

私からは2点です。1点目は、やや細かめのお話を伺い、2点目はやや抽象的なお話をお伺いさせていただければと考えています。

1点目は、スライド12ページ目の「投資家の純資産・所得要件と金融に関する洗練性の関連性」に関する点です。平たく言えば、お金を持っているからといって金融についての洗練性があるとは限らないというお話で、これは至極もったもな議論だと思います。

これに関してお伺いしたいのは、資産ないし所得があれば、必要に応じて金融アドバイザーをみずから起用するなどして、本人の自衛能力や洗練性の不足を資力によって補うということが、理論上は十分考えられるのではないかと思います。アメリカにおいて、そのような理由づけで純資産要件ないし所得要件を正当化する議論はありますでしょうか。

それと関連して、もしもそのような理由づけで説明できないのだとすれば、

また別の説明の仕方としては、先ほどの森本様の議論でも言及されていたかもしれませんが、リスク許容度、すなわち、ハイリスクな投資によって損失をこうむるリスクや、流動性リスクを抱えても、致命的にならないだけの経済的な体力ないしリスク許容度があるものだけをリスクな投資機会にアクセスできるようにするという説明の仕方も、理屈上はできるのかなと思ったのですが、アメリカでこのような議論があるのかないのか。もしご存じであれば教えていただけませんか。これが大きく1点目の細かいご質問です。

○松尾報告者 大変重要な点かと思います。ご質問の初めのほう、資産があればアドバイザーを雇えるではないかということですが、そのことをあまり正面から議論したものを見たことはないです。ただ、規制によりましては、投資者またはその代理人がこういった要件を備えているということを書いてある部分もありまして、専門家を雇って、その人を通じてブローカー等にアクセスすれば、専門家の能力が基準になるということかと思います。実際にはアドバイザーを使っているという事実はあまりない。使っていない人たちも、この純資産要件等を満たしていれば投資に入ってきているということだと思いますが、そういう方向から正当化しようというのはあまり見たことがないです。

一方、その後におっしゃったのは、むしろ正面から、リスク許容度とか損失負担能力とか、そういったことが認定投資家の1つの要件だという説明をしたかどうかということかと思いますが、実際にそういう説明は出てきます。SECも場所によっては時々そういう表現を使っていますので、それを正面から認めたらどうかというのが、私が最後に申し上げたPageとかの考え方になっていくのかなと。

他方で、11ページで取り上げた、もともとの私募は情報へのアクセス可能性から始まっていたのではないかという議論があります。アメリカの場合はSECの権限ともかかわってくるので、そこからどうしても離れられないところもあるのだと思いますが、實際上、この純資産要件等の機能はどういう

ものかといえば、間違いなく損失負担能力とか、投資が継続できないほどの痛手を負わない人々に限って投資を認めているという説明のほうが実態には合っていると思います。

○行岡委員 大変よくわかりました。

続いて2点目は、やや抽象的なご質問になりますが、日本に対する示唆はどのようになるだろうかということについてお伺いしたいと思います。本日のご報告は、アメリカ法の現状についてのご紹介と分析だったので、これからお尋ねすることは本日のご報告の射程を外れるものだと認識しながらも、現時点でお考えがあればお聞かせいただければという趣旨で、質問させていただきます。

それといたしますのは、本日のご報告の背景として、アメリカでは、私募の市場、英語でプライベートマーケットという表現をすることがよくあると思いますが、プライベートマーケットが非常に大きくなっているという前提があると思います。数年前に私が勉強したときによく見かけた議論は、SOX法（サーベンス・オックスレー法）以降、IPOをして上場を維持するコストが大きくなっているの、非上場のままで非常に大きく成長する会社、いわゆるユニコーンなどと呼ばれる会社が増えてきた。そういった背景のもとで、ルール506を利用した私募の拡大や、私募で発行された株式の流通市場のようなものが形成されてきたというもので、大まかにいえば、企業がパブリックマーケットからプライベートマーケットへと退避しているという大きな流れがある、という議論です。本日ご紹介いただいた一連の制度改正や議論も、そのような大きな流れの中でなされているのだろうと理解しております。ここには、パブリックマーケットとプライベートマーケットをどうすみ分けるべきかという大きな問題が伏在しているように思われます。

しかるに日本ではどうかといいますと、私の理解が正しいかどうか、あまり自信はないですが、恐らくIPOのハードルは、アメリカと比べるとそこまで高くないという認識でよいのではないかと考えております。また、それと関連して、日本では、少なくともアメリカほどにはプライベートマーケッ

トが拡大しているわけでもない。それが日本の現状だと思います。

そのような中で、ここから伺いたいことなのですが、今後の日本の進むべき道はどのようなものなのか。すなわち、アメリカのようにプライベートマーケットが拡大するような方向性を目指すのがよいのか、それとも基本的に現状路線を維持する方向性がよいのか。前者のプライベートマーケットを拡大する方向性を目指すのだとすれば、まさに本日ご紹介いただいたような認定投資家の範囲をどうするべきかという点が非常にクリティカルになってくると思うのですが、そのあたりの現時点でのご感触をお伺いできませんでしょうか。よろしくお願いたします。

○松尾報告者 報告では触れられなかった部分について補足する機会をいただきました。本来は報告の中にそこも含めて申し上げるべきだったと思います。

アメリカの流れについては先生がおっしゃったとおりで、先にプライベートのほうに移りたいという企業がたくさんあって、そこに投資の機会というか、資金が必要になってきて、それに合わせて、規制のほうがそうしやすいように変わっていったという流れだと思います。

日本は、どちらかというニーズが先にあるわけではなくて、むしろ規制をこうしてあげたら、そういうニーズがうまく育っていくのではないかという方向かという印象をもっております。政策としては、プライベートのまま資金調達しやすい環境を整備しましょうという方向を向いていることは間違いないと思います。

それとともに、一方でIPOのハードルが低いというのもおっしゃったとおりなので、そういう意味では、規制の上では、プライベートのまま続けたところは続けてください、IPOしたいところはしてください、というように企業の選択に委ねられているのかと思いますが、プライベートのまま成長を続けたい、あるいは続けられそうな企業がどこまであるか。結局そこが増えないことにはプライベートのマーケットも育たない。日本で「私募」と検索して最初に出てくるのは不動産です。その意味ではプライベートのマー

ケットもあるのだと思いますが、企業でプライベートな投資機会として魅力的なものがどこまであるかとなりますと、まだまだ少ないのではないかと。環境の整備をすれば、そういうものも出やすくなるだろうと考えている段階ではないか。その点では、そういうニーズが絶えず生まれてきて、それに早く規制を合わせていくという形で規制の整備が進んできたアメリカとは、やはり異なっているなど感じるようです。

現時点ではこの程度しかお答えすることはできませんが、もし何か先生のお考えがあれば、ぜひお聞かせください。

○**行岡委員** 実は私も以前、その点について論文を書こうとして、まさに今、私が松尾先生に伺った点についての自分の考えをうまくまとめることができなかったため、論文にならずにお蔵入りになったというのが正直な状況です。

松尾先生のお考えは、私もとても腑に落ちるところがございまして。本日教えていただいたことを踏まえて、私も引き続き考えて参りたいと思います。大変ありがとうございました。

○**加藤委員** ご報告ありがとうございました。

アメリカの私募のマーケットにおいて、証券会社はどのような役割を果たしているのかについて、教えていただけますと幸いです。クラウドファンディングのポータルサイトについては規制があるのは存じ上げているのですが、そうではない普通の私募マーケットで証券会社がどのようなサービスを提供しているのか。

もう一つは、これは転売ができるかどうかによって相当違うかもしれませんが、私募で募集された有価証券の管理について、特に個人が参加するような場合、個人が自分自身で管理するのか、若しくは証券会社が個人のために管理をしているのかについても興味があります。私募マーケットが発展しているといわれているアメリカにおいて証券会社がこういったサービスを提供しているのかは、今後の日本の私募マーケットを考える際に重要であるように思います。よろしく申し上げます。

○**松尾報告者** その点については、率直に申しますと、まだ調査が十分に及

んでいません。私募の根拠規定の、最初に申し上げた例で言いますと規則144A、1社で引き受けて適格機関投資家に分売する。これは伝統的な証券会社が発行しているのは間違いないのではないかと思います。では、レギュレーションDの506(b)はどうかと言いますと、ファンドの場合は自己募集になるので、伝統的な証券会社が活躍する場面は小さいはずですが、一般的勧誘が不可ということは、先ほど申しましたように、実質的な関係が構築されている顧客との間でしか勧誘できないことになります。そうすると、自己募集する際にも投資家のネットワークが必要になる。それをどうやって構築しているのか、誰がそこを手伝っているのかということ調べておりますが、必ずしもそこには伝統的な証券会社だけが関与しているわけではないということまでは調査できたところです。一方で、伝統的な証券会社もそういったところにサービスを広げようとしているようだというのが現時点の到達点です。

以上でご容赦いただければと思います。

○加藤委員 いろいろなヒントをいただけたような気がします。ありがとうございました。

○神作会長 証券会社の関与につきまして、森本理事長からご発言いただけるとのことです。お願いします。

○森本理事長 アメリカでFINRAに行ったときに、レギュレーションDの資金調達ほどのくらい証券会社が発行しているのかを聞いたところ、半分か半分以上は関与しておらず、ダイレクトが多いと聞きました。

一方、日本の特定投資家私募は、制度上、証券会社が100%関与することになります。それは、アメリカのレギュレーションDで自衛力認定投資家だということをチェックするのは募集する人なんですね。投資家が私募している人に「私は自衛力認定投資家です」と申告してチェックすればいいというやり方なのに対して、日本の特定投資家制度は、証券会社が届け出を受けて特定投資家であることを認定するので、日本では証券会社が関与しないと特定投資家私募はできないのです。

○**神作会長** ほかの方からご発言がなければ、私からご質問させていただきます。

森本理事長が先ほどご指摘した点にもかかわるのですが、資産要件のところは、アメリカとヨーロッパとでは非常に対照的だなと思います。アメリカは情報にフォーカスした議論を立てているとのことですが、ヨーロッパのほうはもうちょっと適合性と申しますか、情報だけではなくて、リスク負担能力とかも考慮していると思います。すなわち、リスク負担能力が十分あるのであれば、様々な販売規制や勧誘規制は適用を緩めてもいいだろうという考え方にたっていると理解しています。

そのような観点から非常に興味深いと思いましたのは、松尾先生が最後のほうで情報開示の効用を過大評価するのもよくないと言われたのは、募集規制の中に適合性的な要素と申しますか、そのような観点を正面から導入している可能性とか方向性を示唆されたようにお伺いしたのですが、この点について松尾先生がどのように考えておられるのか、お伺いしたいと思います。

○**松尾報告者** これも大変ありがたいご質問で、私自身は当初、アメリカが研究対象だったのですが、EUのほうを研究するようになってから、先生が様々な形でご紹介されているようなEUの規制を見て、こちらのほうが正直しっくりくるなどと思う部分が多くありました。とりわけ先生がおっしゃった適合性をメインにした投資家の選別と申しますか区分けをして、それぞれに応じた勧誘ルールを構築するというやり方のほうが、日本には合っているのではないかと感じるようになりました。

他方、アメリカは情報開示をした上での自己責任の投資で、適合性による投資家の区分け等をしますと、どうしてもパターンリスティックに区分けをしていくことになる。それは、例えば最後に申したVollmerの言葉で言うと、アメリカ市場の証券法の理念に反する。情報開示さえすれば、基本的に分け隔てなく誰でも同じものに投資できるはずだというのが理念としてあるので、それに反するというをはっきり書いています。アメリカは、少なくとも建前はそこから脱却できない部分があるのかなと感じます。

ただ、実態は、EUとかと同じように適合性に配慮して、損失負担能力とか、

そういったものを基準に投資家を選別して、それぞれに見合った商品が提供されるような仕組みが構築されていっているということだと、今回の報告の準備の際には感じておりました。私自身も、その方向のほうがより実質的な投資家保護という意味では望ましいのではないかと考えております。

○**神作会長** 大変よくわかりました。どうもありがとうございました。

○**宮下委員** 松尾先生、ご報告ありがとうございました。大変勉強になりました。

現行の制度に対する否定的な見方として、結果的に貧富の差が拡大しているのではないかというものがあつたかと思えます。投資なので、当然成功するものも失敗するものもあるはずで、本来は投資の結果として貧富の差が拡大するとは一概には言えないはずだと思うのですが、それでもそのような「貧富の差が拡大する」という否定的な見方が出てくるのは、私募による投資機会がトータルとしては有利な投資機会だと一般的に捉えられている、あるいは実証的にそのような検証がなされているということなのかどうかという点が1つ目のご質問になります。

もし仮にそのような検証がなされているとした場合に、トータルで見て有利な投資機会だとすると、そもそもリスクが高い投資ではないことにならないのか、私募による投資機会は、リスクの高い投資機会ではなくて、有利な投資、リスクの低い投資機会だということにならないのかという気がします。

私募だからリスクがある、リスク許容度が高い人だけしか参加してはいけないということになるのは、ボラティリティが大きいという意味でのリスクなのか、あるいは、情報が限定的であるということのリスクなのか、どのような意味でのリスクが問題にされているのかをお伺いできればと思います。

○**松尾報告者** まずパフォーマンスのことで、プライベートマーケットの中でプライベート・エクイティに限った話ですが、プライベート・エクイティの投資リターンは、オープンマーケットの市場インデックスと比べても高い。例えば過去10年とかですと、プライベートのほうが高いという観察結果は、かなりの数、目にしたことがあります。

ただ、それがリスクに見合ったリターンなのかということは、なかなか評価が難しいと思いますが、単純なリターンだけの比較ですと、市場のインデックスを上回るようなプライベート・エクイティ投資のリターンが出ているという結果はあると思います。

その上で、では、プライベートマーケットの商品のリスクは何か。ボラティリティに関しては、ファンドで複数の投資先に投資しているのか、1社集中なのかによって違ってくることがありますが、一般的には上場している成熟段階の企業よりは、投資対象としてはボラティリティが高いということは言えるかと思いますが、情報開示がないというのも、まさに私募マーケットの特徴かと思いますが。

そして何よりも重要なのは、先ほど来出ていますように、換金可能性といえますか、引き出せないということです。一回投資すると、ファンドの設定期間中は全額引き出すことは難しい。ここが、個人で、かつ余剰資金の少ない投資家にとっては一番致命的になってくる部分かなと思います。むしろそういったことに応じた勧誘とか投資者保護のための規制を設計しないといけない方向にアメリカも進んでいるのではないかと、希望的観測を含めて見ているというのが、今日のご報告の趣旨です。

○宮下委員 投資のリスクというのは、最終的な結果が全てではないかなという気もするのですが、要は、情報開示であれ、ボラティリティであれ、ある特定の部分に関してリスクがあるとしても、私募の投資機会を総じて見て結果的にパフォーマンスが良いのであれば、それはリスクが低いと評価してもよさそうな感じもしたのですが、流動性に関するリスクはどうしても看過できない部分であるということなのですね。

○松尾報告者 価格変動とか、損失が生ずるかもしれないという意味では、どこかに書きましたが、例えば店頭市場でのペニー株なんかと同じぐらいリスクだという評価はありますので、どういうリスク、どういう損失等を考えて、どういうルールで対応するかということをより細かく見ないといけないということかなと思います。

○萬澤委員 松尾先生、本日はご報告、誠にありがとうございますございました。大変勉強になりました。

これまで出てきている話と少し重なるようなところで、先ほど認定投資家の定義をめぐる議論があったと思うのですが、自分で情報にアクセスできるかどうかによって認定投資家かどうかが決まると解釈されているけれども、実際の認定投資家の定義の中には、アクセス可能性を反映していない、情報をちゃんと得られない人も含まれてしまっている、と。ただ、これは、任意の情報開示がなされているから、そんなに大きな問題にはならないというお話だったと思います。

教科書的な理解ですが、先生もおっしゃった理念で、アメリカでは、投資家が市場に参加するようにするためには、情報開示がなされて、それが虚偽であったときには責任を問えるという枠組みが重要と考えられてきたと思います。だからこそ、先ほどの認定投資家の解釈についても、自分で情報を得られるのだったら、そこはわざわざ開示を強制する必要はない、ということになっていたと思うのですが、認定投資家の定義が、情報へのアクセス可能性を反映していないというのは規制としてどうなのでしょう。任意の開示だと、その頻度ですとか、小出先生のご質問でも出てきましたが内容ですとかが十分でなく、またもしちゃんと開示がなされなかったときに責任が問えない可能性があるように思っています。

開示の頻度について、私募に関する訴訟を幾つか見てみたのですが、確かに実際にメモランダムやサーキュラー、ニューズレターで開示が随分なされているようでしたので、先生おっしゃる通り、交渉力のある投資家が引き出しているのかもしれないと思いました。また、先生のおっしゃられた、投資家が開示された情報に必ずしも依拠して投資しているわけではない、というのも、確かにそうだと思います。

ただ、投資家がそれに依拠するかどうか、信頼するかどうかは別にして、開示されなかったら責任は全く問えないので、やはり法定開示はすごく意味があるのではないか。何かうそを言ったのなら、それについて責任を問うこ

とは可能だと思いますが、開示しなかったときは、法定開示ではないので開示の義務がなく責任は問えないし、また虚偽でもないので責任なしとなってしまい、任意だと、内容や責任追及の面で、なかなか難しいのかなと思いました。

実際、訴訟は、ほとんどがSECが執行というか、提起しているものでした。最初に先生が、個人による投資家の参加状況はデータとして得られなかったとおっしゃっていたと思うのですが、情報開示やその責任追及の不十分性が個人の参加のハードルになり得るのかというところの先生のお考えを教えてくださいませんか。

まとまりがなくすみません。よろしく願いいたします。

○松尾報告者 重要なお指摘かと思えます。ありがとうございます。

情報開示規制の意義といいますか、効用について、私が報告で、過剰に評価すべきではないと言ったのは、正確な情報が開示されたとしても、それを本当に理解した上で適切にリスクを評価して投資家が投資するという、ある種のフィクションみたいなものはどこまで有効なのだろうという意味で申し上げたわけです。

もう一つ、情報開示規制の重要な機能としては、詐欺禁止的な機能があると思えます。それに関して重要なのは、虚偽の記載をした場合に厳格な責任を問われることで詐欺禁止的な機能を果たしているというのが先生のご指摘で、その点も含めて情報開示規制を外してしまってもいいのかというご懸念が根本にあると理解いたしました。

私募のマーケットで詐欺的なことをした人はどうなるのか。1つは、Bad Actor 条項というのがあります。これはそういう人たちを二度とこの世界に入（はい）れないようにするという規制ですので、1つはそれで対処している。

他方で、任意で開示されている情報に虚偽の情報が提供された場合に、特に個人の投資家が何かしら損害賠償のようなことができるのかということ、これは法定開示がある場合に比べると、格段にそのハードルは高くなるかと思

います。

ただ、SEC が公表したものでは、私募において詐欺的ケースが多いのかというと、必ずしもそうではないという観察結果もあります。現時点で、私募で任意の情報開示しかない状況で、何か個人投資家が食い物にされているといますか、詐欺的なケースで被害に遭っていることが問題になっているのかというと、そうはなっていない。そういう意味では、詐欺的なケースの排除は、情報開示がなくても、それなりに機能しているという評価はできるのかと思いますが、情報開示規制の意義を考える上では、詐欺禁止機能があることを無視してはならないというのは、おっしゃるとおりかと思います。

○萬澤委員 それ以外のところでさまざま手当てがなされているところをご教示いただき、誠にありがとうございました。

○松井（智）委員 私も実は萬澤先生と同じように、認定投資家というものを能力ベースの定義に従って拡大した場合に、現行のサンクションが十分なのかどうかを気にしながら伺っておりました。先ほどの Page さんの議論でしょうか、認定投資家を能力によって画する定義は、すでにハイリスクな公開株にアクセスできている等の事情を挙げておられますが、そうした事情を差し引いた後であっても一般人が上場もしていない商品への勧誘に会う機会が相当拡張されるであろうということが考えられます。その際に、確認措置は改正に応じて考える必要がでてきますが、自己申告のようなこともあるわけで、適合性原則のようにマッチングによって、「この人にはこのくらい」という個別の調整に重きを置かずに、かつ開示を変えずに投資家の層だけを拡大した場合、現行では詐欺的ケースが有効に排除できているとしても、拡大したときに同じことが言えるのだろうかということがちょっと気になっております。そういう意味では、売る相手が広がったときに、発行者・販売者の行動が変わらないとどうして言えるのだろうかというのが少し気になりました。

すみません、懸念の表明という形になりますが、よろしく願いいたします。

○松尾報告者 おっしゃる懸念はごもっともかなと思います。それに対して何か有効な対応があるのかなのか、そういうリスクがある程度高まることも許容した上でやるのかということになるかだと思います。

Pageの基本的な発想は、現在のクラウドファンディングの制度を全体にもう少し広げようという発想で、認定投資家は一人当たりの投資上限はほぼなし、非認定投資家については投資上限をかける形で、万が一、何かあった場合のリスクを限定するという事なので、詐欺だった場合に、お金を失うのもその範囲だからいいと言ってしまっていていいのかどうかということが問題になります。そうすると、詐欺的な案件が増えていく可能性がある。クラウドファンディングも簡略化されているとはいえ、一応、情報開示が要求されている。クラウドファンディング規制というのは、詐欺的な案件をどう排除するかというところには非常に関心を持って規制が組み立てられているので、それである程度は防げるというのがPageの評価だと思いますが、それがどこまで有効なのかということは、おっしゃるとおり懸念が残るかだと思います。

○神作会長 まだご発言いただいていない先生方から何かコメント等をいただければ幸いに存じます。時間も少々ありますので、2回目のご発言も歓迎いたします。

○齊藤オブザーバー まず1点、補足です。

今の日本の制度として、ファンドの二項有価証券については特定投資家私募の枠組みがないので、ファンドについてはそこが使えないという前提があります。

あと、今、行岡先生からIPOのハードルのご指摘がございました。金融庁と政治も含めてのやりとりの中では、IPOがアメリカに比べるとかなりハードルが低くなり過ぎていて、そこが小粒上場につながっていて、その上場後の成長も滞っている、そういった問題のほうが大きいという主張があります。

むしろ適切なビジネスモデルが確立したようなタイミングでIPOをして

もらう。それまでの間はプライベートな中でしっかり成長してもらう。そういった方向性を指向すべきだということで、プライベートでの資金調達をいかに円滑にさせるかという観点から議論されている状況でございます。その資金供給主体としては、一般投資家というよりは、投資信託等を通じたプロの投資判断能力を経てお金が流れていくという世界をもっとふやしていくべきではないか、そういった検討をしています。また、できるだけ支障がない範囲で特定投資家を拡大していければということでございます。

私からも質問させていただければと思います。

先ほど Page さんのご指摘でもあったと思うのですが、プライマリーとセカンダリーのギャップがかなり激しいなと感じております。つまり、プライマリーの募集、私募のところについては、開示されていなければ一般投資家が入ってこれられないような世界にしている一方で、セカンダリー、例えばピンク・オープン・マーケットのようなところは、しっかりと開示がなくても一般投資家がかなり入って売買していると言われていて、そのギャップを非常に感じています。

日本でも、従来から日本版ピンクシートをつくるべきだといったご主張がよくあるのですが、今、日証協さんの自主規制の中で、非上場の株については原則として勧誘禁止という世界があるということで、アメリカのようにもっと売買しやすくすればいいじゃないか、そういったご指摘があるわけです。

日本の制度は、プライマリーのところも少人数私募あるいはプロ私募等ということで、一定の範囲に限りつつ、セカンダリーのところも同じような制限の下で一貫性がある程度とれた形になっていると思うのです。アメリカでプライマリーとセカンダリーの違いが随分出ていることについてかなり違和感を覚えているのですが、そのあたり、アメリカの議論などについて何かご存じでありましたらご教示いただけますと幸いです。

○松尾報告者 まず、補足いただきまして、ありがとうございます。

先ほど私は誤解を招くようなことを申し上げたかもしれません。ファンド

については、おっしゃるように特定投資家私募制度はなくて、ファンドは取得者 500 人未満であれば私募になるので、あえて特定投資家私募のようなものを設けるニーズがないという趣旨のことを申し上げたつもりでした。

ご質問の点は、歴史的にそうなっているということ以外にはないのではないかなと思います。おっしゃるように、セカンダリーのところでは十分な情報開示がなくても、一般投資家も含めて取引ができていて、現にそこで損失をこうむる方もかなりいるにもかかわらず、そこは閉じないし、規制を強化するということも出てこない。日本から見ると、ここは野放しになっているように見えるのですが、規制強化されないことは不思議に思います。

一方で、海外の方からすると、日本の未公開株の一般投資家の勧誘禁止は、すごくパターンリスティックで厳格に映るようで、何でそこまで厳格なんだと聞かれることもあります。ここは現状適切にリスクを評価して、規制が対応できているかという発想ではなくて、従来これはそういうマーケットとしてありますということ以外に説明ができないのではないかと感じています。お答えにはなっていないのですが、そういう認識でおります。

○**神作会長** 大変貴重なご発言、ありがとうございます。

それでは、意見も大体尽きたようですので、本日の研究会はこのあたりにさせていただきますと思います。松尾先生、貴重なご報告をどうもありがとうございました。

次回は、7月24日（水）10時～12時。次回は午前中ですので、ご注意ください。次回は、武井先生から「上場会社法制の最近の実務的論点（仮題）」に関するテーマでご報告をいただく予定でおります。武井先生、どうぞよろしくお願いいたします。

それでは、本日はこれで散会させていただきます。大変ありがとうございました。




米国私募規制の改正と 私募マーケットの現状

OSAKA UNIVERSITY
Line Locality, Grow Globally

2024年6月13日
大阪大学 松尾 健一

1




はじめに

金融審・市場制度WG 第二次報告（2021年）
「スタートアップ企業等の支援や既存事業の再編・再構築の
ための非上場企業に対する成長資金供給等については、機関
投資家等からの資金を投資するベンチャー・キャピタル(VC)
やプライベート・エクイティ(PE)等のプロのファンドが主要
な役割を果たしている。

⇒ 特定投資家の範囲の見直し、非上場株式のセカンダリー取引
の環境整備、株式投資型CF制度の改善等
—米国の状況が参考にされる。

2




OSAKA UNIVERSITY
1868

報告の対象

米国のExempt Offering (登録免除募集、私募)

- 2000年代の法規制 (SEC規則) の改正
 - 改正に対する批判も少なくない。
 - 批判を踏まえた検討
- PEファンドやVCファンドのマーケットの状況、およびこれらに対する規制
- 個人投資家の私募への参加状況

3




OSAKA UNIVERSITY
1868

私募にかかわる規制の改正 (2007年以降) ①

2007年	規則144	私募で発行された譲渡制限付証券の譲渡制限期間の短縮
2013年	規則506(c)	一般勧誘の解禁
2013年		欠格事由としてのBad Actorの導入
2015年	レギュレーションCF	証券投資型CFの解禁
2016年	取引所法 12条(g)・ 15条(d)	継続開示が要求されることとなる証券保有者数の緩和
2020年	レギュレーションCF	証券投資型CFの調達額上限の引き上げ (12か月間に107万ドルから500万ドル)

4



OSAKA UNIVERSITY
1868-1871

私募による資金調達額

2022年7月～2023年6月


私募による資金調達額 : 約4.2兆ドル (SEC推計)
 (登録) 募集による資金調達額 : 約1.1兆ドル
 IPO : 170億ドル

【根拠規定別資金調達額】 (単位: 10億ドル) 調達額の中央値

レギュレーションD規則506(b)	2700	(120万ドル)
レギュレーションD規則506(c)	169	(75万ドル)
レギュレーションA	1.5	(160万ドル)
レギュレーションD規則504	0.258	(25万ドル)
レギュレーションCF	0.352	(10万ドル)
その他の私募 (規則144A、レギュレーションS)	1300	

(OASB, Annual Report)

5



OSAKA UNIVERSITY
1868-1871

レギュレーションD 規則506①

レギュレーションD規則506(b)

対象: 自衛力認定投資家 (Accredited Investor) (人数制限なし)
 洗練された非認定投資家 (90日間の通算で35名まで)
 認定投資家であることの確認: 投資家からの自己申告
 一般的勧誘: 不可

レギュレーションD規則506(c)

対象: 認定投資家 (人数制限なし)
 認定投資家であることの確認: 発行者は、すべての購入者が認定投資家であることを確認するための合理的な措置を講じなければならない
 一般的勧誘: 可。

* SECの推計によると、2009年から2022年までの間に開始された規則506(b)にもとづく私募のうち非認定投資家が参加したものは全体の6%とされている (SEC 2023 Review)。

6



レギュレーションD 規則506②

* 規則506(b)において、非認定投資家を勧誘対象に含めた場合、

追加的な情報開示(レギュレーションAによる場合と同等)が必要となり(規則502(b))、

非認定投資家が、投資のメリットとリスクを評価することができるだけの金融等に関する知識と経験を有していると信じる合理的な根拠を発行者が備えなければならない(規則506(b)(2)(ii))。

☆規則506(b)と506(c)の違いは、一般勧誘の可否と認定投資家であることの確認のための合理的措置の要否

一現状では、合理的措置のためのコストが一般勧誘ができることのメリットを上回ると考えられているために、規則506(b)がより多く利用されるということか

7



認定投資家の定義

レギュレーションD規則501(a) (個人(自然人)に関するもののみ)

①発行者(またはそのジェネラル・パートナー)の取締役、執行役員、ジェネラル・パートナー

②単独または配偶者(に相当する者)との合算で、純資産が100万ドル(主たる住居の価値を除く)を超える者

③直近の2年間に於いて20万ドルを超える年間所得があり、または配偶者(に相当する者)との共同所得が30万ドルを超え、今年度も所得が同水準の所得に達することが合理的に見込まれる者

④SECが指定した専門資格等(FINRAの証券外務員資格等)を1以上有している者

⑤プライベートファンドである発行者の「知識ある従業員」

* マーカー部分はドッド・フランク法413条(a)を受けた2011年の規則改正で追加された。

* ④⑤は2020年の規則改正で追加された。

8



認定投資家の定義をめぐる議論①

ドッド・フランク法413条(b)(2)(A)

一少なくとも4年に1度、個人に関わる認定投資家の定義をレビューし、投資者保護、公益、経済情勢に照らして、定義の要件を修正すべきか判断することを求めている。

- ・ 2015年 SEC, Staff Report
- ・ 2019年 SEC, Concept Release
- ・ 2023年 SEC, 2023 Review

9



認定投資家の定義をめぐる議論②

◎ 企業等の情報への投資家のアクセス可能性に関する指摘

証券法4条(a)(2)：「募集を伴わない取引」について登録義務の適用除外
レギュレーションD：この適用除外の範囲を明確化するためのルール

「募集を伴わない取引」に関する判例

SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953)

募集に参加する者が自衛できることを発行者が保証できるかが重要
自衛できるか＝「登録によって開示されるような情報にアクセスできる」ゆえに、登録によって与えられる保護を必要としないといえるか

Doran v. Petroleum Management Corp., 545 F.2d 893 (5th Cir. 1977)

登録義務の適用除外は、「登録によって提供される情報を実際に開示しているか、または、証券を取得する者がそのような情報に効果的にアクセスできることを条件とする」

認定投資家の定義には、証券取得者が発行者の情報へのアクセス可能性を反映していないものが含まれている (Vollmer, 2021)。

10



認定投資家の定義をめぐる議論③

◎ 情報への投資家のアクセス可能性に関する指摘への応答

認定投資家のみを対象とする私募（規則506(b)）においても、ほとんどの発行者は何かしらの情報を開示している（SEC, Staff Report）。

私募に関与した経験を持つ弁護士に対するインタビュー
—創業者や企業の帳簿に関する投資家によるデューデリジェンスの結果から目論見書に相当するものまで、様々な情報を開示。

発行者は、自社や対象投資家に適合した情報開示を行なっている。
(Vollmer, 2020)

*このような任意の情報開示が投資家の要求にもとづくものか、発行者のインシアティブによるものかは明らかにされていない。

*SEC, 2023 Reviewは、認定投資家限定の私募において提供されている情報の種類、質、情報提供の頻度に関する情報が不足しているとしている。

11



認定投資家の定義をめぐる議論④

◎ 投資家の純資産・所得要件と金融に関する洗練性の関連性

・ SEC, 2023 Review

認定投資家の定義では、一定水準の純資産または所得を、投資家の金融洗練度の代用（Proxy）として用いてきた。

投資家の金融洗練度は、投資機会を評価する能力（リスクとリターンを適切に分析する能力、投資継続が不可能となる損失のリスクを軽減・回避すべく投資資金を配分する能力、発行者・投資機会に関する情報にアクセスする能力）、あるいは損失のリスクを評価・軽減する能力等によって示される。

←純資産・所得要件は、投資家の金融洗練度を反映しているとはいえないという指摘・批判。

認定投資家の金融知識に関する情報は限られているため、金融洗練性の代用としての純資産・所得の閾値の有効性を評価することは困難である。

12

◎ PE投資からの個人投資家の排除

• SEC, 2020 Rule

非認証投資家は高成長の非上場企業への投資機会に参加できない。
非上場のまま成長する期間が長くなっているとの分析

• Mnuchin & Phillips, 2017

規制上の負担のために企業が株式公開をしないという点において、現行の規制は、特定の投資機会を高所得者や富裕層にのみ提供することで、米国における富の不平等を意図せず悪化させている可能性がある。

• Page, 2022

非認定投資家は、OTC市場でリスクの高い公開株（ペニー株）に制限なく投資できるとされている一方、大部分の未公開案件への投資機会から実務上排除されている。

○ 私募による資金調達（主体別）

	ファンド以外の発行者		投資ファンド
	規則504	規則506	規則506
発行者の数	6,138	136,879	111,033
調達額	790億ドル	2兆6700億ドル	17兆1200億ドル
調達額 (平均値)	74万7000ドル	1210万ドル	6119万ドル
調達額 (中央値)	12万ドル	128万ドル	304万ドル

2009年1月から2022年12月の累計額
(SEC, 2023 Reviewより)



認定投資家の定義をめぐる議論⑦

○「プライベートファンド」（投資顧問法202条(a)(29))

= 投資会社法3条(c)(1)または同条(c)(7)によって投資会社としての登録を免除されるもの

・投資会社法3条(c)(1)

発行済証券（持分）の保有者が100人以下（適格ベンチャーキャピタルファンドの場合は250人以下）で、証券（持分）の募集をしたことがなく、する予定のない発行者

・投資会社法3条(c)(1)

発行済証券が、証券の取得時点で適格購入者に該当する者のみによって保有されており、証券の募集をしたことがなく、する予定のない発行者

「適格購入者」：500万ドル以上の投資財産を保有する個人等

* 非認定投資家はこれらのファンドに投資できない
(SEC, Concept Release)

15



認定投資家の定義をめぐる議論⑧

◎インフレ調整の必要性

[表2] 参照

所得・純資産の数値を修正する必要があるのではないかと
の指摘

—2011年の規則改正時に純資産額の算定において主たる居住用不動産を除外することとした。

確定拠出型年金にかかる資産を純資産額の算定から除外すべきではないかとの指摘

16



認定投資家の定義をめぐる議論⑨

○議論の整理

- (1) インフレ反映と非認定投資家の投資機会
インフレを反映した所得・純資産要件の見直し
— 認定投資家の範囲は狭くなる。
⇒ 非認定投資家がPE投資の機会から排除されているとの懸念が増大

- (2) 所得・純資産要件と金融洗練性との関係
両者の間に正の相関があるとは必ずしもいえないことはSECも認めている

17



認定投資家の定義をめぐる議論⑩

○規制の見直しの提案

・ Vollmer, 2021

— 認定投資家要件を廃止する。現在、私募において任意で開示されている情報の開示を義務化しつつ、すべての投資家に募集への参加を認める。

← 情報開示が投資家保護にとってどの程度有益かは疑問。とくに開示された情報が取引価格に反映され、一般投資家はその価格で証券等の取引ができるというプロセスが保障されていない場合には、情報開示の効用を過大評価すべきではないのではないか。

・ Page, 2022

— 証券投資CFのように、非認定投資家については投資額の制限を設けつつ、認定投資家とともにPEに投資する機会を保障すべき。

← PE投資（とくにファンド）は、投資した資金は長期間換金困難となることからすれば投資額の制限という制度設計はありうるのではないか。

18



参考資料

- **Mnuchin & Phillips, 2017:** Steven T. Mnuchin & Craig S. Phillips, A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets (Report to President Donald J. Trump, Executive Order 13772 on Core Principles for Regulating the United States Financial System, United States Department of the Treasury 2017)
- **OASB, Annual Report:** SEC Office of the Advocate for Small Business Capital Formation, Annual Report Fiscal Year 2023
- **Page, 2022:** Allen C. Page, Private Inequity: Reform Rule 506 to Safely Accommodate Investment by Nonaccredited Investors, 14 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 63 (2022)
- **SEC, 2020 Rule:** SEC, Accredited Investor Definition, Release Nos. 33-10824; 34-89669 (December 8, 2020)
- **SEC, 2023 Review:** SEC, Review of the "Accredited Investor" Definition under the Dodd-Frank Act (December 14, 2023)
- **SEC, Concept Release:** SEC, Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions, Release No. 33-10649 (June 18, 2019)
- **SEC, Staff Report:** SEC, Report on the Review of the Definition of "Accredited Investor" (Dec. 18, 2015)
- **Vollmer, 2020:** Andrew N. Vollmer, Evidence on the Use of Disclosure Documents in Private Securities Offerings to Accredited Investors, Mercatus Working Paper, Mercatus Center at George Mason University, 2020
- **Vollmer, 2021:** Andrew N. Vollmer, Abandon the Concept of Accredited Investors in Private Securities Offerings, Securities Regulation Law Journal, Spring 2021, p5

[表1] 私募 (exempt offering) 規制の概要

SECウェブサイトより

登録免除の根拠	12か月以内の調達限度額	一般的勧誘 (General Solicitation)	発行者にかかる要件	投資家の要件	SECへの届け出	転売の制限
証券法4条(a)(2)	なし	不可	なし	「公募を伴わない取引」に限る。 SEC v. <i>Ralston Purina Co.</i>	なし	転売不可
レギュレーションD 規則506(b)	なし	不可	欠格事由としてのBad Actor	自衛力認定投資家 (人数制限なし) および洗練された 非認定投資家 (90日間の通算で35名まで)	フォームD (非認定投資家に対しては財務諸表)	転売不可
レギュレーションD 規則506(c)	なし	可	欠格事由としてのBad Actor	自衛力認定投資家 (人数制限なし) 発行者は、すべての購入者が自衛力認定投資家である ことを確認するための合理的な措置を講じなければな らない。	フォームD	転売不可
レギュレーションA (Tier 1)	2000万ドル	可 テスト・ザ・ウォーターも可	米国またはカナダの発行者 登録投資会社、事業開発会社を除く。 欠格事由としてのBad Actor (資産担保証券によっ ては欠格事由無し)	なし	フォーム1A (2年分の財務諸表を含む)	転売可
レギュレーションA (Tier 2)	7500万ドル			非認定投資家による非上場有価証券への投資に ついては投資額の制限あり。	フォーム1A (2年分の監査済財務諸表を含む)	転売可
レギュレーションD 規則504	1000万ドル	限られた場合のみ可	取引所法上の厳格会社、登録投資会社を除 く。 欠格事由としてのBad Actor	なし	フォームD	原則として転売不可
レギュレーションCF 証券法4条(a)(6)	500万ドル	フォームC提出前 : テスト・ザ・ウォーターのみ可 フォームC提出後 : 可 (広告の制限あり) オフオファリングは、登録された件介 業者を通じてインターネット・ブ ラットフォームのおいてのみ許され る。	米国の発行者 取引所法上の報告会社、登録投資会社を除く。 欠格事由としてのBad Actor	自衛力認定投資家は投資制限なし 非認定投資家については投資の制限あり	フォームC (2年分の財務諸表を含む)	12ヶ月の転売制限

*テスト・ザ・ウォーター：適格機関購入者 (QIB: Qualified Institutional Buyer) および自衛力認定投資家に該当する機関投資家を対象とする需要調査。文書・口頭によるコミュニケーションが可能。

*一般的な勧誘：新聞・雑誌上の広告、アクセス制限のないウェブサイトででの発信、テレビ・ラジオでの放送、セミナー（でもイベントに関する例外あり）は、基本的に一般的勧誘にあたる。

一般的勧誘に該当しないためには、発行者（またはブローカー・ディーラーや投資アドバイザー）が既存の実質的な関係を持つ投資家に限定した募集を行わなければならない。

既存の実質的な関係とは、募集の開始前に形成されている関係であって、発行者等が、潜在的な投資家を自衛力認定投資家として評価するのに十分な情報を持っている場合に形成されるものをいう。（SECウェブサイトより）

*Bad Actor：発行者または発行者の引受人、募集代理人、ならびにその取締役、役員および主要な株主等が、証券詐欺またはその他一定の違法行為により有罪判決を受けあるいは裁判所の制裁もしくは行政処分の対象となっている場合に登録免除規定の適用対象から除外するもの。

[表2] 認定投資家の基準を満たす世帯の数・割合 (かっこ内は標準誤差)

	1983年		1989年		2022年	
	基準をみたす世帯の数 (単位:百万)	基準を満たす世帯の割合	基準をみたす世帯の数 (単位:百万)	基準を満たす世帯の割合	基準をみたす世帯の数 (単位:百万)	基準を満たす世帯の割合
認定投資家の要件						
所得要件	0.44	0.5%	1.4	1.5%	18.1	13.8%
(\$200,000)	(0.10)	(0.12%)	(0.2)	(0.5%)	(0.71)	(0.54%)
配偶者との合算所得要件	N/A	N/A	0.7	0.7%	9.8	7.5%
(\$300,000)			(0.3)	(0.2%)	(0.45)	(0.34%)
純資産要件(\$1,000,000)	1.42	1.7%	2.3	2.4%	16.4	12.5%
	(0.18)	(0.22%)	(0.4)	(0.4%)	(0.89)	(0.76%)
いずれかの要件を満たす世帯	1.51	1.8%	2.8	3.0%	24.3	18.5%
	(0.19)	(0.23%)	(0.5)	(0.5%)	(0.99)	(0.76%)

SEC, 2023 Review より

金融商品取引法研究会名簿

(令和6年6月13日現在)

会	長	神	作	裕	之	学習院大学法学部教授
委	員	飯	田	秀	総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃		大	崎	貞	和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃		尾	崎	悠	一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃		加	藤	貴	仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		河	村	賢	治	立教大学法学部教授
〃		小	出		篤	早稲田大学法学部教授
〃		後	藤		元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		齊	藤	真	紀	京都大学法学研究科教授
〃		武	井	一	浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃		中	東	正	文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃		松	井	智	予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃		松	井	秀	征	立教大学法学部教授
〃		松	尾	健	一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
〃		松	元	暢	子	慶應義塾大学法学部教授
〃		萬	澤	陽	子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃		宮	下		央	TMI 総合法律事務所弁護士
〃		行	岡	睦	彦	神戸大学大学院法学研究科教授
オブザーバー		三	井	秀	範	預金保険機構理事長
〃		齊	藤	将	彦	金融庁企画市場局市場課長
〃		坂	本	岳	士	野村証券法務部長
〃		三	宅	ヨシテル		大和証券グループ本社経営企画部担当部長兼法務課長
〃		本	多	郁	子	SMB C 日興証券法務部長
〃		安	藤	崇	明	みずほ証券法務部長
〃		窪		久	子	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃		松	本	昌	男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃		森	本	健	一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃		横	田		裕	日本証券業協会自主規制企画部長
〃		塚	崎	由	寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研 究 所		森	本		学	日本証券経済研究所理事長
〃		高	木		隆	日本証券経済研究所常務理事
〃 (幹事)		高		逸	薫	日本証券経済研究所研究員
〃 (幹事)		永	田	裕	貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014年9月
 —「新規な説明義務」を中心として—」
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015年5月
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 2015年10月
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016年5月
 報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016年7月
 報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016年9月
 報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

- 第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける
価格決定請求と公正な対価」 2016年11月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017年1月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」 2017年3月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser）
の負う信認義務」 2017年5月
報告者 萬澤陽子 専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
- 第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2018年2月
報告者 小森卓郎 金融庁総務企画局市場課長
- 第 63 号「監査報告書の見直し」 2018年3月
報告者 弥永真生 筑波大学ビジネスサイエンス系
ビジネス科学研究科教授
- 第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」 2018年6月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センターフェロー
- 第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」 2018年8月
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」 2018年12月
報告者 松井秀征 立教大学法学部教授
- 第 67 号「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」 2019年3月
報告者 河村賢治 立教大学大学院法務研究科教授
- 第 68 号「投資信託・投資法人関連法制に関する問題意識について」 2019年5月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」 2019年7月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」 2019年11月
報告者 松井智予 上智大学大学院法学研究科教授
- 第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用
ーデラウェア州会社法改正などを参考として」 2020年2月
報告者 小出 篤 学習院大学法学部教授
- 第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」 2020年5月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 73 号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」 2020 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第 74 号「株対価 M&A/株式交付制度について」 2020 年 8 月
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第 75 号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」 2021 年 2 月
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 76 号「投資助言葉に係る規制—ドイツ法との比較を中心として—」 2021 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 77 号「インサイダー取引規制について」 2021 年 8 月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 78 号「敵対的買収防衛策の新局面」 2021 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 79 号「事前警告型買収防衛策の許容性
—近時の裁判例の提起する問題—」 2021 年 12 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 80 号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」 2023 年 11 月
報告者 齊藤将彦 金融庁企画市場局市場課長
- 第 81 号「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」 2023 年 11 月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センター主席研究員
- 第 82 号「公開買付けにおける意見表明は必要か？」 2023 年 12 月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 83 号「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた
制度整備に関する取組み」 2024 年 3 月
報告者 松本昌男 日本証券業協会常務執行役・自主規制本部長
- 第 84 号「資産運用業規制—業務委託に係る規制の見直し—」 2024 年 5 月
報告者 神作裕之 学習院大学法学部教授
- 第 85 号「ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント」 2024 年 6 月
報告者 齊藤真紀 京都大学法学研究科教授

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ <https://www.jsri.or.jp/>
にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第86号

米国私募規制の改正と私募市場の現状

令和6年8月8日

定価 550 円 (本体 500 円 + 税 10%)

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋 2-11-2
〒 103-0027
電話 03 (6225) 2326 代表
URL: <https://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-705-8 C3032 ¥500E

定価 550 円 (本体 500 円 + 税 10%)