

# アメリカ私募市場におけるプロ投資家の定義

若園智明

## 一、はじめに

本稿の報告はアメリカのプロ投資家を対象とする。特に、わが国の特定投資家に該当する自衛力認定投資家に注目し、米証券取引委員会（SEC）が二〇二〇年八月に公開した最終規則により修正された自衛力認定投資家の定義を観察する。この新たな投資家の定義は同年の一月より施行されている。

自衛力認定投資家とは、いわゆる私募に応じる

資格を持った投資家である。この私募となるための要件は、レギュレーションD等で定められている。私募市場を通じたスタートアップ企業の資本調達やプライベート・ファンドへの資金供給において、自衛力認定投資家は重要な役割を果たしている。特に成長力があるテクノロジー系のスタートアップ企業の勃興は、経済成長の糧となり経済構造を大きく変革する要となる。このようなスタートアップ企業の育成促進にとって私募市場の効率的な稼働は不可欠であり、自衛力認定投資家の活動が同市場の機能を左右する重要な鍵になっ

ていると言える。アメリカの私募市場の発展は目覚ましく、その事例観察はわが国にとっても有意義となる。

わが国政府が六月に公表した成長戦略実行計画でもスタートアップ企業を育成する重要性が強調されている。このようなスタートアップ企業の育成策を考える上で、プロ投資家が果たす役割を理解することはわが国にとっても最優先の課題に位置づけられる。

本稿はアメリカのプロ投資家を整理するとともに、自衛力認定投資家の定義に関する最新の動向を把握することを目的とする。なお本稿では、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。

## 二、アメリカのプロ投資家とは

アメリカのプロ投資家は、本稿が扱う自衛力認定投資家の他にも、①適格機関購入者、②適格購入者、③適格顧客、④適格投資家、⑤適格契約参加者がある。これらは、それぞれが異なった連邦法によって規定されている。図表1で管轄する連邦法と要点をまとめた。

これらプロ投資家は、その用途に応じて担当する連邦法により定義されている。しかしながら、同じ機関投資家が該当するにもかかわらず定義は微妙に異なっており、実務上の取り扱いを複雑とする要因に挙げられてきた。これまでもSECに對して、定義の整合化（規制間の整合化）を要望する声の実務家から寄せられていた。

図表 1 米国連邦法上のいわゆるプロ投資家の分類

<p>自衛力認定投資家 33年証券法 2条(a)(15) 規則215、規則501(a)</p>	<p>自衛力認定投資家については本文を参照</p>
<p>適格機関購入者 33年証券法の規則144A</p>	<p>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転売制約が免除される（規則144A）</p>
<p>適格購入者 40年投資会社法 2条(a)(51)(A)、 規則256（レギュレーション A）</p>	<p>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。 ①適格購入者のみに募集・販売される有価証券はカバード・セキュリティとなる（33年証券法18条(b)(4)(D)(ii)、JOBS法 Title IV）、②レギュレーション 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）</p>
<p>適格顧客 40年投資顧問法の規則205-3 （2021年 8月16日以降）</p>	<p>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205条(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（ドッド・フランク法418条、規則205-3（e））</p>
<p>適格投資家 34年証券取引所法 3条(a)(54)</p>	<p>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、等グラム・リーチ・プライリー法により定義。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</p>
<p>適格契約参加者 商品取引所法 1a条(18) 34年証券取引所法 3条(a)(65) （34年法の定義は商品取引所法 の定義を援用）</p>	<p>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商品プール、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</p>

〔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。

(1) 自衛力認定投資家の定義

そもそも、自衛力認定投資家の基本的なコンセプトは「金融的な洗練性を装備した投資家」である。また自衛力認定投資家とは、①私募となるための規制であるレギュレーションD（規則五〇六の(b)項および(c)項）、②SECへの簡易登録を規定するレギュレーションAや③インターネットを通じた調達を規定するレギュレーション・クラウドファンディングを用いた資本等の募集に応じるにあたり、連邦法が投資家に求める資格である。アメリカの法規制における自衛力認定投資家の定義は、①三三年証券法の二条(a)(15)、②規則二一五および③レギュレーションDの規則五〇一(a)の三箇所において記述されている。

このうち三三年証券法の定義は簡略である。同法二条(a)(15)の(i)では、①銀行、②保険会社、③登録投資会社、④四〇年投資会社法上の事業育成会

社、⑤一九七四年エリサ法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。さらに同条の(ii)は、自然人（個人投資家）の自衛力認定投資家について定めており、純資産や資産運用額、金融的な洗練性、知識および金融的行為の経験などの諸要素からみて、SECが定める規則・規制により適格となる者を自衛力認定投資家と認めている。

また規則二一五は、三三年証券法の条件を補填している。自然人の自衛力認定投資家に関して、規則二一五(e)は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一〇〇万ドルを超えていることを該当する基準としている。また同規則(f)においては、直近二年間の各年度において個人所得が二〇万ドルを超えているか世帯所得（配偶者との合算）で三〇万ドルを超えており、今年度も同

図表2 規則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 <sup>(注1)</sup>                               |
| (2) | 私的事業育成会社（40年投資顧問法202条(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<br>①主たる居住地を資産に含めない <sup>(注2)</sup><br>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年エリサ法等の連邦法で定められていることが前提。ここでの事業育成会社は40年投資会社法2条(a)(48)で規定。

(注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。

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、今回の改正以前は、私募となるセーフハーバーとして一九八二年に整備されたレギュレーションDの規則五〇一(a)の規定は三三年証券法等とは同一ではなかった。図表2で今回のSECの改正が適用される前の規則五〇一(a)が記す定義をまとめている。

(2) 三三年証券法と規則五〇一(a)の比較（改正の適用前）

今回の改正前の時点において、三三年証券法（および規則二一五）が定義する自衛力認定投資家と、レギュレーションDの規則五〇一(a)が定義する自衛力認定投資家とを比較して、その差異を指摘してみよう。

第一に、三三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規則五〇一(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る。このため、自然人がレギュレーションDを利用した私募に投資するためには、所得もしくは純資産の基準（金融的基準）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り、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も見える。

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。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

ような基準は必ずしも十分条件とはならないだろう。さらに、これら所得や純資産の基準は、これまでインフレ率による調整が行われてこなかったため、実質的な基準は緩和されており、その結果該当する自然人の数が増加していることが指摘されてきた（図表3）。

今回のSEC改正は第四節で扱うが、最も注目される改正点は、規則五〇一(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たことであろう。二〇二〇年八月に公表された最終規則の検証では、SECが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の結論が提示されている。SECが公式に認めた点は興味深い。

第二に、規則五〇一(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規則二一五の定義には含まれておらず、同じ自衛力認定

図表3 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。

投資家を定めたSEC規則において定義が異なることが問題視されていた。今回のSECの改正では規則二一五を規則五〇一(a)と同意とする修正も加えられている。

### 三、過去にSECが提案した規則改正

自衛力認定投資家の定義に関連するSECの活動は、二〇〇一年に四〇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せる提案規則の公開まで遡ることができる。また二〇〇三年のスタッフ・レポートでは、上述の理由で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。今回の二〇二〇年改正と直接的に繋が

るのは、以下の二〇〇六年と二〇〇七年の提案規則である。次節の二〇二〇年改正と比較すると興味深い。

(1) 二〇〇六年の提案規則

二〇〇六年にSECが公開した提案規則は、自然人の自衛力認定投資家に二段階のアプローチを導入し、従来の基準の上位に二五〇万ドルの投資を行う「適格自然人」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プライベート投資ビークルへの個人の投資は二段階目の適格自然人に限定される。

二〇〇六年の提案規則では、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、二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。

この二〇〇六年の提案規則の背景には、レギュレーションDを導入して以降、自然人の自衛力認定投資家の金融的基準（所得・純資産）が見直されていくことが引き起こす問題があった。インフレと不動産価格の上昇が実質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た（図表4）。その一方で、自衛力認定投資家であれば投資が可能な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も報告されている。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の増加は問題であろう。

SECは、この提案規則に寄せられたコメント

図表4 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%

(注) 図表3とはデータの出所が異なっている。

〔出所〕 2019年12月提案規則の Table 4より作成。

を受けて、自衛力認定投資家の定義の見直しをさらに総合的に行うべきであると判断し、この二〇〇六年の提案規則を廃案とした。

## (2) 二〇〇七年の提案規則

続いて二〇〇七年に公開された提案規則は、①「大規模自衛力認定投資家」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。

第一に大規模自衛力認定投資家は、従来の規則五〇一(a)が定義する自衛力認定投資家の上位に位置づけられ、三三年証券法の適格購入者と同意とされた。この二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、自然人には二五〇万ドル超の投資か四〇万ドルの所得（配偶者合算で六〇万ドルの所得）、事業体には一、〇〇〇万ドル

超の投資が基準とされる。二〇〇六年の提案規則と類似したコンセプトである。

第二に従来の自衛力認定投資家の定義（一段階目の定義）に関しては、自衛力認定投資家を定義する規則五〇一(a)に投資基準を導入することが提案された。自然人は純資産一〇〇万ドルもしくは年間所得二〇万ドル（配偶者と合算で三〇万ドル）が求められているが、その代替として、七五万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。また事業体の場合は、保有資産五〇〇万ドル超の代替として五〇〇万ドル超の投資が代替する基準として加えられる。

この投資基準アプローチも二〇〇六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。また、二〇〇六年の提案規則で示された適格自然人を再提示し、プライベート・プールド投資ビークル（二〇〇六年規則の投資ビークルと同じ）への個人の投資は適格自然人に限定されている。

#### 四、二〇二〇年規則改正の要点

SECは、二〇一九年に提案規則「自衛力認定投資家定義の修正」を公表し、同案に対するコメントを受けた後に、二〇二〇年八月に最終規則を示し同年一二月より新たな定義を施行している。

この二〇二〇年改正は、二〇〇六年や二〇〇七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。過去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一つは、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。その一方で、二〇〇六年や二〇〇七年の提案規則の柱となっていた金融的基準（所得・純資産）へのインフレ調整は含まれていない。

(1) 自然人の定義の見直し

三三年証券法の二条(a)(15)の(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。しかしながら前述したように、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レギュレーションDの規則五〇一(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一〇〇

万ドルを超えている自然人」、「(6)直近の二年間の個人年間所得が二〇万ドルを超えている、もしくは配偶者と合算で三〇万ドルを超えており、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基準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。

SECは今回の改正で、自衛力認定投資家を定義する規則五〇一(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5)、②世帯での所得や資産の算出方法の見直しを行っている。

改正の細部をみてみよう。SECは規則五〇一(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」や「指定」および「資格」を

図表5 規則501(a)の修正 ((9)以降が新規に追加)

- (1) に、投資顧問法の203条(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<sup>(注1)</sup>
- (3) に Limited Liability Company を追加
- (5) に自然人の純資産や純所得の算出 (100万ドル超) に、従来の配偶者に加えて配偶者と同等の者を追加
- (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、従来の配偶者に加えて配偶者と同等の者を追加
- (8) (すべての株主が自衛力認定投資家である事業体) に注記 (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) 専門的な公的な認定や指定、SEC が適格と認める教育機関によって付与された資格を保有している自然人<sup>(注2)</sup>
- 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実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、発行体の知識のある従業員<sup>(注3)</sup> に該当する自然人
- (12) ファミリー・オフィスで<sup>(注4)</sup>、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ファミリー・クライアントで<sup>(注5)</sup>、その投資が (12) の③に従うファミリー・オフィス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。

(注2) SEC は、(a)(10)の目的のための専門的な公的認定等を、通知およびパブリック・コメントを通じて、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 のウェブサイトに掲載される。

(注3) 1940年投資会社法の Rule 3c-5(a)(4)で定義。

(注4) 1940年投資顧問法の Rule 202(a)(11)(G)-1 で定義。

(注5) 1940年投資顧問法の Rule 202(a)(11)(G)-1 で定義。

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。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、の四つの属性を求めている。

最終規則でSECが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(FINRA)が実施するシリーズ七(証券外務

員試験)とシリーズ八二(私募証券募集を行うための試験)、および州の証券規制を担うNASAAが実施するシリーズ六五(投資顧問業の試験)の三つの検定試験である(図表6)。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る。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、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る。

さらに規則五〇一(a)(11)では、プライベート・ファンド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。また、四〇年投資会社法が規則で定義する「知識のある従業員」を規則五〇一(a)の自衛力認定投資家の定義に組み入れた。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)の知識のある従業員は投資の専

図表6 公的な認定等の保有者数 (2019年末)

登録証券外務員数 <sup>(注)</sup>	691,041名
州登録の投資アドバイザー数	17,543名

(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。

[出所] 最終規則の Table1より作成。

門業務に従事した経験を考慮していると言える。

(10)の公的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プライベート・ファンドの拡充にもつながる。規則五〇一(a)(8)は全ての持分所有者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五〇〇万ドル以下の小規模ファンドであっても、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、規則五〇一(a)(8)によって自衛力認定投資家としてレギュレーションDの規則五〇六(c)取引などに参加することが可能となる。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となろう。

(2) 事業体のカテゴリー拡充と投資基準の導入

従来の規則五〇一(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。

第一に、最終規則は規則五〇一(a)の(1)を修正し、四〇年投資顧問法の規則により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。また最終規則においては、四〇年投資顧問法が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まれている。

第二に、最終規則は規則五〇一(a)の(3)にLLCを追加した。この(3)では、内国歳入法で列挙されている組織の内、有価証券の取得を特定の目的としない総資産五〇〇万ドル超の組織を自衛力認定

投資家としており、LLCも同様に総資産が五〇〇万ドルを超える場合に自衛力認定投資家となる。

第三に、最終規則は規則五〇一(a)に(9)を新設し、これまでの規則五〇一(a)に挙げられていない事業体でも、募集されている有価証券の取得を特定の目的としない五〇〇万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(投資基準テストの導入)。この他、自然人の定義の見直しによって、上述したように規則五〇一(a)の(8)の適用範囲が拡大されている点も重要であろう。

(3) その他の見直し・規則間の整合化等

今回の改正は規則五〇一(a)に(12)および(13)を追加して、それぞれでファミリー・オフィスとファミリー・クライアントを自衛力認定投資家に加えている。

その他、三三年証券法の規則一四四Aが定義する適格機関購入者の適用範囲の拡大とともに、規則五〇一(a)が定義する機関自衛力認定投資家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はかっている。

規則の整合化はこの他にも、①規則二一五の定義を改正後の規則五〇一(a)と同意とする、②私募における事前の需要調査（テスト・ザ・ウォーター）の条件を緩和する規則一六三B（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しないコミュニケーションを潜在的な投資家と行うことが可能）の機関自衛力認定投資家に、従来の規則五〇一(a)(1)などに加えて今回の事業体の定義として新設した(9)、(12)および(13)も適用させる、などが実施されている。

## 五、おわりに

二〇二〇年の自衛力認定投資家の定義の改正をみると、金融的洗練性が導入された点が革新的であるが、二〇〇六年や二〇〇七年等で問題となってきた金融的基準に対するインフレ調整が見送られている。二〇二〇年の改正はドナルド・トランプ前大統領の政権時に行われており、従来の投資者保護を最優先とする観点からみると異論もあろう。しかしながら、アメリカの私募市場におけるプロ投資家の活動は日々重要性を増しており、経済成長の観点からは是とされるのではないか。

とはいえ、このような金融的洗練性は必ずしも個人投資家の私募市場への直接参加を促すとは必ずしも言えない。その具体的な施策が証券外務員や投資顧問業となるための試験への合格であるこ

とや、プライベート・ファンドの業務に従事している者であることを考慮すれば、これら金融サービス業者を通じた間接的な個人投資家の参加のルートを拡大した政策と捉えることができる。二〇〇六年や二〇〇七年とは異なった投資者保護の観点が導入された改正と評価できよう。

本稿は、二〇二〇年一月二月に施行となった自衛力認定投資家の定義修正に関連する事項のエッセンスを記している。より詳細には、弊所ディスプレイ・ペーパー「米国における私募市場へのアクセス改善…②自衛力認定投資家の定義の見直し」(No.2021-02) もしくは、『証券経済研究』一二月号に掲載される「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」を参照願いたい。

(参考文献)

- 若園智明 (二〇一八) 「トランプ時代の米国金融規制—マクロ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、第一〇三号、九月、一—一九頁。
- 若園智明 (二〇一九) 「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、第一〇七号、九月、一—一九頁。
- 若園智明 (二〇二一) 「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、第一一五号、九月、三—二〇頁。

(わかその ちあき・当研究所主席研究員)