

アメリカ自衛力認定投資家の定義、再び

若園智明

一、はじめに

本稿は、二〇二三年一月に米証券取引委員会 (SEC) が公表した自衛力認定投資家 (Accredited Investor) に関するスタッフレポートを援用し、特に個人投資家 (自然人) にかかる自衛力認定投資家の定義について再考する。

アメリカの自衛力認定投資家とは、いわゆる私募に应じる資格を持ったプロ投資家の中核的な定義であり、わが国では特定投資家が該当する。例

えば、八二年に導入されたレギュレーションDは私募となるための代表的なセーフハーバーであり、この制度を活用して事業会社や投資ファンドなどがプロ投資家から巨額の資金を調達している。公募の場合は、SECへの登録が必須となる登録届出書により発行体の詳細な情報が公開される。対して、レギュレーションDの利用時に提出される様式Dの記載情報は登録届出書とは比較にならないほど限定されている。すなわち、私募に应じるプロ投資家には自らの専門能力による投資分析が求められ、過度に複雑な金融商品への投資

行為などを除いて、連邦証券諸法による保護などは必要最低限に留まる。

次節で述べるように、SECは二〇年八月に自衛力認定投資家の定義を改正している。この二〇年改正については、拙稿「アメリカ私募市場におけるプロ投資家の定義」(若園、二〇二一b)において検討している。拙稿ではアメリカのプロ投資家の全体像も掲載している。

二〇年の定義改正は、〇八年の金融危機を受けて成立したドッド・フランク法が定義の再検討をSECに命じたことに端を発するが、SECが実行した改正の内容は同法の問題意識に沿ったものとは言えない。詳細は上述の拙稿を参照願いたい。同法に定められた連邦議会の懸念は自衛力認定投資家になり得る自然人に求められる金融基準(保有純金融資産額や年間所得)が長年にわたって見直されておらず、実質的な基準の緩和となっ

ている点であった。SECは二〇年改正においてこの問題への対処を見送る一方で、金融的洗練性の証明基準(資格試験等)を自然人の定義に加えている。

その後、コロナ禍でインフレが高進したことから二〇年改正時の予想を超えて金融基準を満たす自然人が増加している。再びアメリカでは、投資者保護の観点から自衛力認定投資家の定義を見直す必要性が高まっていると言えよう。

二、二〇二〇年の定義改正

SECの経済・リスク分析課(DERA)のデータによると、アメリカの事業会社が二〇二二年七月一日から二三年六月三日までの一年間で調達した資本は約一兆七、〇〇〇億ドル(約二五〇兆円)であり、そのうち約四九%がSEC登録

図表1 登録除外・簡易登録を用いた年間の資本・資金調達額

	調達総額	調達額中央値	非公開企業による 調達額
レギュレーションD、ルール506b	2兆7,000億ドル	120万ドル	2,590億ドル
レギュレーションD、ルール506c	1,690億ドル	75万ドル	160億ドル
レギュレーションA	15億ドル	160万ドル	14億ドル
レギュレーションCF	3億5,200万ドル	10万ドル	3億5,200万ドル
ルール504	2億5,800万ドル	25万ドル	2億ドル
その他 (ルール144A・レギュレーションS)	1兆3,000億ドル	—	3,850億ドル

(注1) 推計期間は2022年7月1日より2023年6月30日。

(注2) ルール144Aによる調達の大部分は負債。

(注3) 公開企業は公募で8,740億ドルを調達しており、私募ではルール506bが67億ドル、506cが5億ドル、レギュレーションAが0.2億ドル、ルール144A等（その他）で1,630億ドルを調達している。

〔出所〕 SEC、経済・リスク分析局。

の免除ないしは簡易登録の制度を活用した私募による調達であった。⁽¹⁾ 注意すべきは、非上場企業の調達が総額の約三九%を占めている点である。非上場企業の調達は原則として私募となるため、発達した私募制度はアメリカ経済の特徴の一つであるスタートアップ企業（非上場企業）の多様性と成長性を支えていると言えよう。アメリカの私募制度については若園（二〇二一a）も参照願いたい。

図表1は投資ファンドも含めた私募による年間総調達額である。投資ファンドが巨額の資金を私募で調達していることがわかる。アメリカにおいて投資ファンドに資金を提供しているのは主に年金基金や大学基金であり、銀行や事業会社がファンドに資金を提供するわが国とは資金の流れや性格が根本的に異なっている。事業会社の直接的な調達とは別に、ファンドを経由して巨額の資金が

図表2 アメリカ連邦証券諸法上のいわゆるプロ投資家の分類

自衛力認定投資家	33年証券法2条(a)(15)、規則215、規則501(a) (レギュレーションD)
適格機関購入者	33年証券法の規則144A
適格購入者	40年投資会社法2条(a)(5)(A)、規則256 (レギュレーションA)
適格顧客	40年投資顧問法の規則205-3
適格投資家	34年証券取引所法3条(a)(54)
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)

投資されるアメリカ資本市場のメカニズムは、他の先進国市場と比べても突出していると言えよう。

アメリカにおいて私募制度は資本市場（発行市場）の基盤インフラとも呼べるが、この私募に資金を供給しているのがプロ投資家である。アメリカの連邦証券諸法は、その用途や目的により複数のプロ投資家を定めている（図表2）。これらの中で自衛力認定投資家は、レギュレーションD（登録除外取引）などを通じて資金を供給する最も重要な投資家の定義となる。この定義を調整する際には事業会社や投資ファンドによる円滑な調達と投資者保護との間のバランスを考慮する必要があり、その設定は資本や資金の調達行動ならびに投資行動に大きな影響を与える。

基本法である一九三三年証券法が記す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」であり、その定義は同法やレギュレーションDの規則五〇一(a)などで金融機関（銀行・保険会社・投資ファンド・総資産五〇〇万ドル以上の年金基金・ブローカーディーラーなど）と自然人（個人投資家）にわけて記載されている。SECは二〇年に実施した規則改正において、主に自衛力認定投資家の自然人の定義を見直した。

二〇年改正以前の規則五〇一(a)が記す自然人の定義は、①保有する純資産（主たる居住地を含めない）が一〇〇万ドルを超えている、②直近二年間の各年度の所得が二〇万ドル超（世帯所得では三〇万ドル）であり今年度も同水準の所得が期待できる、の二つの金融基準であった。この一〇〇万ドル超の保有純資産額や二〇万ドル超の年間所得の基準は八二年の同規則導入時のままである。ただし、これら数値はプロ投資家としての活動を

可能とする基準であり、一般家計にプロとしての活動を強いるものではない。

インフレの進行にかかる問題と並んで、アメリカでも退職口座などを通じた資産形成が進んだことにより高齢層が保有する金融資産が積み上がっていることもあわせて考えると（次節で紹介）、そもそも保有資産額や所得のみを基準として金融的な洗練性をはかることは投資者保護の観点から適切ではないだろう。自主規制機関であるFINRAがアメリカの個人投資家を対象に金融知識（ケイパビリティ）を調査した⁽²⁾では、金融資産保有額の最上位階層でも一〇点満点で五・三点の評価に過ぎなかった。高い金融基準を満たす自然人が金融面で洗練性を備えているとの考えは、必ずしも支持できるとは言えない。

ドッド・フランク法の四一三条は、自然人の定義にかかる金融基準の中でも保有純資産額の調整

(adjust) の検討を SEC に命じている。同法が問題視していたのは、この基準が長年に亘り放置されたことによる実質的な緩和である。このような問題が生じていることは、SEC の内部でも認識されていた。例えば〇六年には、インフレや不動産価格上昇が金融基準に及ぼす影響を危惧して、自然人にかかる定義の見直しが提案（提案された規則は廃案）されており、翌〇七年には従来定義よりも厳しい基準が適用される上位クラスを自然人の定義に設定する案なども SEC から公開されていた。ドッド・フランク法の四一三条は、この時代の SEC の試みを連邦法へ反映するよう求めていたとも言えよう。同法を受けて一九年一二月に公開された定義改正の提案規則においても、金融基準を満たす家計が一九年時点で全体の一三%にまで増加していることが報告され、インフレ調整の必要性が含まれていた。

しかしながら、SEC が二〇年八月に公開した最終規則ではインフレや不動産価格（ただし、保有資産額に主たる居住地を含めない）の上昇もたらず影響への対処は見送られた。その一方で、規則五〇一(a)に金融的洗練性や知識・経験による基準が自然人の定義に加えられている。SEC は、FINRA が実施する証券外務員試験（シリーズ7）や北米証券監督者協会（NASAA）が実施する投資顧問業の試験（シリーズ65）などの合格者を金融的な洗練性を備えた者として認め、さらに高度な金融業の経験を加味してPEファンド等で投資活動に従事している者や四〇年投資会社法が定める「知識のある従業員」も自衛力認定投資家に含めている。この対応は、三三年証券法が定める「金融的な洗練性を装備した投資家」を規則の定義へ反映させたと言える。

規則の提案から最終化の間で、何が SEC の行

動を変容させたのであろうか。この理由としては、インフレ等により金融基準を厳格化し自然人の自衛力認定投資家を抑制することよりも、アメリカの経済成長に対する私募市場の貢献を考慮して、この私募市場を通じた資本や資金の供給機能の維持や拡大が優先されたと考えられる。提案規則を受けて提出されたバブリックコメントにおいても、このような要望が多く含まれていた。当時はドナルド・トランプ政権であり、資本市場に対する共和党のアイデンティティが強く反映されたのかもしれない。

後述するように、コロナ禍の二一年春頃から始まったインフレの高進を受けて二〇年改正の妥当性には疑義が生じている。

三、自衛力認定投資家の定義、 再び

二〇二〇年の改正とは別に、ドッド・フランクリンは四年毎に自然人に適用される定義の見直しをSECに命じている。同法の命に従いSECは、一五年と一九年に定義に関する定期的な検討結果を公表しており、これらの一部は二〇年の定義改正へと繋がっている。二三年に公開されたスタックレポートは同法が命じた三度目の定義見直しとなる。

二二年七月に消費者物価が前年同月比で九・一%上昇するなど、アメリカでは八〇年代初め以来の高インフレが起きたこともあり、二三年のスタックレポートの検証は注目された。

図表3 自然人の自衛力認定投資家（世帯数）の増加

	1983年		1989年		2022年	
	該当世帯数	比率	該当世帯数	比率	該当世帯数	比率
個人所得が20万ドル超	44万	0.5%	140万	1.5%	1,810万	13.8%
合算所得が30万ドル超	—	—	70万	0.7%	980万	7.5%
純資産が100万ドル超	142万	1.7%	230万	2.4%	1,640万	12.5%
自衛力認定投資家に該当する世帯総数	151万	1.8%	280万	3.0%	2,430万	18.5%

〔出所〕 Review of the “Accredited Investor” Definition under the Dodd-Frank Act, 2023年12月14日。

(1) 二〇二三年のSECスタッフレポート

二三年一二月にSEC公開したスタッフレポート「ドッド・フランク法による自衛力認定投資家の定義の見直し（以降、二三年レポート）」は、自然人の自衛力認定投資家に関する推計と検討を行っている。二三年レポートが抱える問題意識は、①金融基準をインフレ率で調整する必要性と、②退職口座を通じて保有される金融資産の扱い、の二点にある。これらは自然人の自衛力認定投資家を拡大させている要因となっている。

最初に、金融基準をみたく自然人の推計値を図表3でみてみよう。レギュレーションDが導入された翌年の八三年時点で、年間所得もしくは保有純資産額の基準を満たしている自然人は世帯全体の一・八％に過ぎなかったが、八九年に三・〇％、二二年では一八・五％まで増加している。また二三年レポートは、このまま金融基準をイン

フレ率で調整しない場合、一〇年後の三二年の時点で自衛力認定投資家となり得る自然人は世帯全体の約三〇％に達し、四二年には四七％、五二年には六四％が該当すると推計している。この数値は単純な推計に過ぎないが、これら基準を満たした自然人を金融的な洗練性を装備した投資家（プロ投資家）として扱うことができるのかとの疑念が二三年レポートから伝わる。投資者保護の観点から、現在の金融基準へ問題を投げかけているのではないか。

また二三年レポートは、八二年から金融基準がインフレ調整されていた場合の数値も掲載している。仮に消費者物価（CPI）による調整を加えた場合の金融基準は、二二年時点で年間所得が約六〇万ドル、保有純資産額は約三〇〇万ドルが基準となる。つまりインフレを加味して考えると、現在の年間所得二〇万ドル超や保有純資産額一〇

〇万ドル超の基準は、この四〇年間で実質的には三分の一にまで緩和されている。インフレが金融基準に与える影響は一五年と一九年の見直しの際にも考察されているが、コロナ禍の高インフレがもたらしたプロ投資家となり得る自然人の拡大は二〇年の定義改正時では想定されてはいない。このような実質的な基準の緩和を是正すべきであろうか、との問いは重要であろう。

また二三年レポートは、401(K)やIRA（個人退職口座）を通じて蓄積された資産にかかるとの現象も取り上げている。八〇年にIRAで保有されていた資産は家計保有資産の二・五％であったが、二二年末時点では三四％となっている。二二年末でアメリカの家計が保有する老後資金は三兆六、〇〇〇億ドルと推定されるが、その内IRAで保有されているのが一一兆五、〇〇〇億ドル、DCプランで保有が九兆三、〇〇〇億ドルで

ある。二三年レポートは、保有純資産額の基準（二〇〇万ドル超）を満たす自然人について、退職口座の資産を含めた場合は世帯全体の一二・五％が基準を満たしている一方、除外した場合は基準を満たす世帯が全体の八・八％まで減少すると推計している。二三年レポートは、このような退職口座で保有される金融資産は、専門家の投資アドバイスを受けずに運用されるケースも多く、むしろ個人投資家が抱えるリスクは増大しているとも指摘している。

ただし二三年レポートは、自衛力認定投資家の定義の再修正を提言しているわけではない。しかしながら、インフレの進行は二〇年の定義改正時の想定を超えている。退職口座で保有される金融資産にかかる問題も考慮して、二三年レポートは自然人の自衛力認定投資家の定義について再考を促していると捉えられよう。

(2) 自衛力認定投資家を制限すべきか、拡大すべ

きか

筆者が二三年レポートを読む限りにおいて、消費者保護の観点から、SECの担当部署は自然人の自衛力認定投資家数の拡大傾向を危惧しているように思える。そもそも、SECの企業金融局はかねてより消費者保護を重視して自衛力認定投資家の定義の見直しを求めており、ゲンスラー現委員長の下で公開されたSECの規制アジェンダにおいて、自衛力認定投資家の定義見直しはリストの上位に掲載されている。

また州の証券当局等から構成されるNASAAが二三年三月にSECへ送付したレターにおいて、自然人の定義に関して①401(k)などのDCプランで蓄積または保有されている資産を保有純資産基準の計算から除外、②二二年以降のインフレを考慮して年間収入と保有純資産の基準を

調整、③将来にわたりインフレに従って金融基準を調整することが求められている。

このような意見に対して、経済成長を重視する側からは自衛力認定投資家の拡大を求める声もある。

一六年にSEC内に設置された小規模事業資本形成アドバイス委員会は、小規模事業者の資本形成の分野に関してSECに推奨やアドバイスをを行う独立委員会である。この独立委員会は、SEC委員長に対して自衛力認定投資家の機能拡大を求めるレターを複数回にわたり送付している。二三年二月のレターでは、アメリカのアーリーステージの企業は、特にマイノリティや女性が経営する企業では資本形成に障害を抱えていると訴え、自衛力認定投資家の定義を厳格化することはアーリーステージの企業へのアクセスを限定すると指摘している。むしろ、非自衛力認定投資家

であっても、投資ファンドなどのプロ投資家を経ることで成長力のあるアーリーステージ企業への投資を可能とすべきと述べている。

またSEC内の部局においても、小規模事業資本形成促進室(OASB)は小規模事業者の資本形成の改善を求めている。例えば二三年一二月に公開した年次報告書では、新規事業の九〇%はビジネスの開始時に外部資金を必要とするが、この内七八%が資本へのアクセス能力に懸念を抱いており、さらには資金不足により事業に失敗したスタートアップ企業は、二〇年と比べて二二年は三・七倍となったことを記している。さらにOASBは、黒人やラテン系などが自衛力認定投資家となる比率が白人等と比較して低いことを問題視している。

OASBが主催する小規模事業フォーラムでも、自衛力認定投資家に該当しない自然人の私募

市場への参加を検討すべきとの提言がまとめられている。例えば二三年四月に開催された第四二回フォーラムでは、保有純資産の閾値を厳格化することに反対しながら、プロ向けの市場であっても全ての自然人が年間所得や保有純資産のうち大きい方の一〇%を超えない範囲で投資を可能とするようSECに推奨している。

二〇年の定義改正にかかる議論でもあったように、自衛力認定投資家を制限すべきか、あるいは拡大すべきか、という論争には再び火が付いているようにみえる。

(3) 共和党の提案

本年は合衆国大統領・連邦議会選挙の年であり、一二月の選挙の結果はアメリカの資本市場規制のあり方にも大いなる影響を及ぼす。すでに共和党の連邦議員からは、自衛力認定投資家の定義

を含んだ法案が多数提案されている。これらの法案等は、主に共和党の考えでもある資本へのアクセス改善を目的としている点に注意願いたい。本稿の最後として、特に共和党の重鎮議員が提案した法案を紹介する。

上院銀行・住宅・都市問題委員会のランキンゲンバー（共和党トップ）のティム・スコット上院議員が二三年一月に披露した「アメリカのメインストリート強化法」構想は包括的な資本市場規制の見直しを意図している。同構想の中に、自衛力認定投資家の定義を拡張することで一般的な個人投資家の投資機会を増やす施策とともに、特に小規模事業者の資本アクセスの改善が含まれている。

また、下院金融サービス委員会の委員長であるパトリック・マクヘンリー下院議員が一一八回連邦議会で提案した二本の法案も注目される。

「資本へのアクセス拡充法（法案番号HR.2799）、二四年三月下院通過）」は、私募を含めた資本へのアクセスを改善すべく主に規制の緩和を盛り込んでいる。自衛力認定投資家の定義に関しても、三三年証券法二条が定める自然人に①個別に専門家からの投資アドバイスや投資のリコメンドを受けている個人を含め、さらに②全ての自然人に対して、公募ではない証券への総投資額が保有純資産もしくは年間所得のどちらか大きい方の一〇％を超えない範囲での投資を可能とする改正を記している。このアイデアは上述した二三年の小規模事業フォーラムと同様であり、同じくマクヘンリー議員がスポンサーとなった「専門家からのアドバイスを受けている個人を自衛力認定投資家の定義に含める為の修正（法案番号HR.2773）」でも記されている。

このように、共和党の重鎮議員が披露した提案

では、特に小規模事業者の資本へのアクセス改善と、より一般的な個人投資家でも従来のプロ向け市場への投資を可能にする施策が示されている。

しかしながら共和党であつても、下院金融サービス委員会の副委員長であるフレンチ・ヒル議員が提案し、二三年六月に連邦議会下院を通過した「専門家に対する公正な投資機会に関する法律（法案番号HR.835）」のように、自然人の保有純資産額の基準を五年毎にインフレ調整することをSECに命じる法案もある。

四、おわりに

私見ではあるが、投資者保護の観点から、インフレの高進を受けて自然人にかかる金融基準へのインフレ調整の導入は不可避であろう。また退職口座で保有する金融資産の扱いも、金融的洗練性

を考慮すればある程度の調整が必要であろう。その一方で、経済成長や新規雇用の源泉となるスタートアップ企業の資本形成を鑑みて、このような基準の厳格化には相当の抵抗があることも理解できる。特に、創業者の人種や地域などにより資本調達が容易ではないケースがあることは事実であり、また、プロ投資家にカウントされない個人投資家であっても、投資アドバイザーなどの活用により投資リスクの限定をはかりつつ、非上場企業の成長の果実を享受できる投資インフラが検討されるべきとの意見にも一定の理解が示されるのではないか。

日々発展する資本市場の規制には、常に最適化を目指す議論が交わされるべきであり、本稿でみたような多様な意見が示されること自体は誠に健全である。懸念すべきは、知性を欠いた偏執的な権勢がもたらす影響であろう。SECは独立規制

行政庁ではあるが、その政治的な独立性が確保されているとは必ずしも言えない。本年一月五日に予定されている合衆国大統領・連邦議会選挙では、真なる民主主義が維持されることを切に願う。

(注)

- (1) 本稿では、三三年証券法の三条と四条が定める適用除外取引を私募と呼んでいる。
- (2) このFINRAの調査結果は、二〇二二年一月に「Investors in the United States: The Changing Landscape」として公開されている。
- (3) ここで、投資アドバイザーは四〇年投資顧問法の定義を用い、投資のリコメンドは連邦規則集に記載されているレギュレーションBI（ベスト・インタレスト）に従う。二四年二月にNASAAは、同法のアイデアに反対する旨のコメントレターを公表している。

(参考文献)

若園智明 (二〇二一年) 「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、三―二〇頁。

若園智明(二〇二一b)「アメリカ私募市場におけるプロ投資家の定義」『証券レビュー』日本証券経済研究所、一月号、七〇―八六頁。

(わかぞの ちあき・理事・主席研究員)