

アメリカの私募市場の現状と自衛力認定投資家の定義をめぐる議論

松 尾 健 一

I. はじめに

アメリカでは、私募¹⁾による資金調達額が公募によるそれを超えている（Ⅱ参照）。このような私募の隆盛の要因の一つとして、私募にかかる法規制の整備があるといわれる。日本においても、近年、企業へのリスクマネーの供給の観点から、プライベートエクイティ投資を促進する必要があるとされ、特定投資家の範囲の拡張、非上場株式のセカンダリー取引の環境整備、あるいは株式投資型クラウドファンディング制度の創設といった施策がとられてきている²⁾。このような流れの先には、私募制度の見直しもあり得ると考えられる。そこで、本稿では、将来の私募制度の見直しの機会に備えて、アメリカの私募市場の実態を把握するとともに、私募による資金調達の大半を占める自衛力認定投資家（accredited investor）（以下「認定投資家という」）を対象とする私募について、認定投資家の定義の変遷、およびそれをめぐる最近の議論を整理し、日本における私募の制度設計を考えるための示唆を得ることとする。

Ⅱ. アメリカの私募市場の現状

1. 私募の根拠規定

SEC の推計によると2022年7月～2023年6月における私募による資金調達額は約4.2兆ドルとされており、これは公募による資金調達額の約1.1ドルのおおよそ4倍にあたる³⁾。ア

1) 本稿では、1933年証券法（Securities Act of 1933）5条が要求する SEC への登録が免除される証券の発行を私募と呼ぶ。

2) 「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 第二次報告 ―コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築に向けて」（2021年6月18日）3頁以下参照。

3) SEC Office of the Advocate for Small Business Capital Formation, Annual Report Fiscal Year 2023 (hereinafter: OASB, Annual Report), P.14-15. <available at: <https://www.sec.gov/files/2023-oasb-annual-report-print.pdf>.>

図表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ヵ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。 <i>SEC v. 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)	2,000万ドル	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 (資産担保証券にはついては欠格事由無し)	なし	フォーム1 A (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)	7,500万ドル			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1 A (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	1,000万ドル	限られた場合のみ可	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	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) オフリングは、登録された仲介業者を通じてインターネット・プラットフォームのいずれかのみ許される。	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ヵ月の転売制限

* 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。

* 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。

図表2 根拠規定別資金調達額

根拠規定	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）	2,700	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）	1,300	—

OASB, Annual Report P14-15をもとに作成

アメリカにおける私募は、図表1にまとめたようにさまざまな規定を根拠として行われている。根拠規定別の資金調達額は図表2のとおりである。ここから分かるとおり、レギュレーション D 規則506（b）（以下、「506（b）」という）にもとづく私募による調達額が突出して多い⁴⁾。そこで以下では506（b）にもとづく私募の要件および506（b）にもとづく私募による資金調達の主体等についてみていくこととする。

2. 506（b）にもとづく私募の要件とその実務的意義

506（b）にもとづく私募については調達金額に上限はない。また、認定投資家および洗練された（sophisticated）非認定投資家を対象とすることができる⁵⁾。認定投資家については、勧誘対象および募集にかかる証券取得者のいずれについても数に制限はない。非認定投資家については、募集にかかる証券の取得者は90日間の通算で35名までという制限がある。また、非認定投資家を勧誘対象に含める場合には、追加的な情報開示（レギュレーション A に基づく私募と同等のもの）が必要となる⁶⁾。このこともあってか、506（b）にもとづく私募において勧誘対象に非認定投資家が含まれている例は実際にはほとんどない⁷⁾。

506（b）にもとづく私募と同様に、認定投資家を対象とした私募にレギュレーション D

4) 「その他の私募」の大半を占めるのは規則144A にもとづく私募である。規則144A は私募によって発行した証券の転売制限の解除に関する規定である。規則144A 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、少数私募という形をとり、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分売するという2段階の取引を通じて資金調達が行われる。このような「私募」によって発行されるのは、主に債務性の証券、転換社債等であり、上場会社が私募によって転換社債等を発行する場合にも利用されている。岩谷賢伸「米国規則144A 証券市場において相次ぐ取引プラットフォームの開設」資本市場クォーターリー2007年秋号191頁以下参照。

5) 506（b）（2）（i）。

6) レギュレーション D 規則502（b）参照。

7) SEC の推計によると、2009年から2022年までの間に開始された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%であったとされている（SEC, Review of the “Accredited Investor” Definition under the Dodd-Frank Act, p.37（December 14, 2023））。

規則506(c)（以下「506(c)」という）にもとづく私募がある。506(c)にもとづく私募についても調達金額に上限はない。506(c)にもとづく私募は、認定投資家のみを対象とするもので勧誘対象数および証券取得者数のいずれについても上限はない。のみならず506(b)にもとづく私募では認められていない一般的勧誘（general solicitation）⁸⁾が認められている⁹⁾。この点で506(c)にもとづく私募の方が、資金調達を望む企業にとって勧誘の手段の選択肢が広がり、有利であるとも考えられる。しかし、図表2からわかるとおり506(c)にもとづく私募による資金調達額は、506(b)にもとづく私募のそれに比べて格段に少ない。この理由は、以下の点に関する両規則の規制内容の違いによるものではないかと推測される。

506(c)は、一般的勧誘を認めるのと引き換えに、発行者に対して、発行される証券の取得者が認定投資家であることを確認するために、合理的な措置を講じることを要求している。合理的な措置として、たとえば所得を基準として証券取得者を認定投資家であると確認するためには、発行者が、当該取得者から内国歳入庁に提出した書類の提供を受けることが要求されている¹⁰⁾。これに対し、506(b)は、証券の発行時において、発行者が、発行される証券の取得者が認定投資家であることを合理的に判断できることを要求しているにすぎない¹¹⁾。このため、証券取得者自身が発行者から交付された確認表の「チェックボックスにチェックを入れる」ことによって、当該取得者が認定投資家であると判断することも認められるとされている¹²⁾。

8) SECのウェブサイト (<https://www.sec.gov/resources-small-businesses/capital-raising-building-blocks/general-solicitation>) によれば、新聞・雑誌上の広告、アクセス制限のないウェブサイトでの発信、テレビ・ラジオでの放送、セミナー（デモ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りとされている。一般的勧誘に該当しないためには、発行者（または私募に関与するブローカー・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有する投資者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、ブローカー・ディーラー、または投資アドバイザーが、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とされている。

9) 一般的勧誘が認められる506(c)は、Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS法)によって新設された。506(c)にもとづく私募では、インターネット等のさまざまなメディアを活用することが可能となり、ベンチャー企業による資金調達が促進されると期待されていた（金融商品取引法研究会「米国JOBS法による証券規制の変革」金融商品取引法研究会研究記録第40号（2013年）14～15頁〔中村聡報告〕参照）。

10) 506(c)(2)(ii)(A) 参照。

11) レギュレーションD規則501(a) 参照。

12) SEC, Solicitations of Interest Prior to a Registered Public Offering, Final Rule, Release No. 33-10699, p.29 (Sept. 25, 2019) は、証券取得者自身の表明に依存して認定投資家に該当するという判断をすることができなくなるのではないかと懸念に対し、発行時の状況によりそのような方法も認められる可能性があることを示唆している。

これに対し、506(c)との関係では、証券取得者自身の表明のみでは、当該取得者が認定投資家であることを確認する合理的な措置を講じたことにならないとされている（SEC, Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and 144A Offerings, Final Rules, Rel. No. 33-9415, p.33-34 (July 10, 2013)）。

このように506 (c) にもとづく私募については、発行者が、証券取得者の認定投資家該当性を確認するための合理的措置を講じなければならないことの負担が、その利用の拡大が伸び悩んでいる原因の一つであると推測される。他方で、506 (b) においては一般勧誘が認められておらず、投資者とのつながりを有していない発行者は、後述するようにブローカー・ディーラー等が有する投資者のネットワークを利用して勧誘を行わざるを得ない。このことから、投資者との関係を有していない発行者にとっては、506 (c) にもとづく私募によって一般勧誘を行なう方が効率がよいと考える者もあるかもしれないと指摘されている¹³⁾。

3. レギュレーション D にもとづく私募による資金調達の実体

つぎにレギュレーション D にもとづく私募によって資金調達を行なった主体についてみていく。2009年1月から2023年12月までに提出されたフォーム D¹⁴⁾から得られる情報をもとにした調査によると、資金調達の主体としては、私募ファンド (private fund)¹⁵⁾が募集件数ベースで約35%、調達金額ベースで87%を占めている¹⁶⁾。図表3は、レギュレーション D にもとづく私募¹⁷⁾を実施した私募ファンドを、ベンチャーキャピタルファンド、ヘッジファンド、プライベートエクイティファンド、その他のファンド¹⁸⁾に分けてそれぞれの資金調達額等を示したものである。調査対象期間中の累計では、ヘッジファンドの資金調達額が最も

13) Vladimir I. Ivanov, Recent changes to the regulatory framework for the private capital market, 81 J. Corp. Fin. 1, 6.

14) レギュレーション D の適用を受ける私募によって証券を発行した者は、最初の発行から15日以内に SEC に対してフォーム D を提出しなければならない。フォーム D には発行者を特定するための情報や調達した金額等を記載しなければならない。

15) 投資会社法 3 条 (c) (1) または同条 (c) (7) により投資会社法 (Investment Company Act of 1940) 上の登録を免除されるものをいう (投資アドバイザー法 (Investment Advisers Act of 1940) 202 条 (a) (29))。

投資会社法 3 条 (c) (1) によって登録を免除されるのは、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である。

投資会社法 3 条 (c) (7) によって登録を免除されるのは、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である。ここでいう「適格購入者」には、500万ドル以上の投資資産を保有する個人等が含まれる。

個人の場合、認定投資家でなければこれらの私募ファンドには投資できないとされている (SEC, Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions, Release No. 33-10649, pp.182-187 (June 18, 2019))。私募ファンドについては、石田真得「米国プライベート・ファンド・アドバイザー規制の最近の動向」近藤光男先生古稀記念『コーポレート・ガバナンスのフロンティア』(2024年, 商事法務) 749頁も参照。

16) Craig McCann, Chuan Qin & Mike Yan, Regulation D Offerings: Issuers, Investors, and Intermediaries, p.12 (2023) <available at: https://www.slcg.com/files/research-papers/Reg_D_Offering.pdf>.

17) 私募ファンドが実施したレギュレーション D にもとづく私募のうち、2009年1月から2013年9月までの期間では、506 (b) にもとづくものが96.7%を占めており、一般的勧誘が可能な506 (c) が新設された2013年10月から2023年12月までの期間では、506 (b) にもとづくものの割合は91.7% (506 (c) にもとづくものは7.1%) であったとされている (McCann, Qin & Yan, supra note 16), at 15, Table 2)。

図表3 レギュレーションDにもとづく私募によって資金調達を行なった私募ファンド

	実施した 私募の 件数	調達額	発行者数	1件の募集に 参加した 平均投資家数	投資家1人 当たりの 平均投資額
私募ファンド全体	110,963	18兆3,500億ドル	106,831	45.7	1,520万ドル
ベンチャーキャピ タルファンド	29,752	7,390億ドル	30,074	31.4	120万ドル
その他のファンド	29,608	6兆1,100億ドル	28,172	48.8	2,600万ドル
ヘッジファンド	27,771	6兆5,400億ドル	25,136	60.4	1,840万ドル
プライベートエク イティファンド	23,832	4兆9,600億ドル	23,449	42.5	1,570万ドル

McCann, Qin & Yan, supra note at 14, Table 1をもとに作成。2009年1月から2023年12月の間に実施された私募の累計である。

多いが、ヘッジファンドの資金調達額はここ10年間増加していない。他方で、プライベートエクイティファンドとベンチャーキャピタルファンドは、2009年以降継続的に増加している（ベンチャーキャピタルファンドの調達額は2021年に最も多くなり、その後2年は減少している）¹⁹⁾。

4. ブローカー・ディーラーおよび投資助言業者の利用

前述のように、506 (b) にもとづく私募においては、一般的勧誘は認められておらず、勧誘の対象は「既存の実質的な関係を有する投資者」に限られる。この「既存の実質的な関係」は、発行者と勧誘対象との間のものに限られず、発行者のために募集に関与するブローカー・ディーラーや投資アドバイザーがその顧客である投資者との間に「既存の実質的な関係」を有していれば、ブローカー・ディーラー等による勧誘の対象とすることができる。

レギュレーションD (506 (b) を含む) にもとづいて証券を発行した場合、前述のとおり発行者はフォームDをSECに提出しなければならない。フォームDには、私募に関与したブローカー・ディーラーまたは投資アドバイザーがある場合にはその者の情報も記載される。このフォームDの記載をもとに、2009年から2022年の間に行なわれたレギュレーションDにもとづく私募について、ブローカー・ディーラーが証券の販売を仲介したもの、およびSECへの登録を受けた投資アドバイザー (Registered Investment Adviser: RIA) が支援したもの²⁰⁾がどれだけあったかを調査した結果が報告されている。

18) その他のファンドには、プライベートクレジットファンド、不動産ファンド等が含まれる (McCann, Qin & Yan, supra note 16), at 16 note 35)。

19) McCann, Qin & Yan, supra note 16), at 18, Figure 1.

それによると、2009年から2023年の間に私募ファンドが資金調達の実体となって実施されたレギュレーション D にもとづく私募²¹⁾のうち、ブローカー・ディーラーを通じて証券が販売されたものの割合は、件数ベースでは全体の18.8%、調達金額ベースでは43.9%であった。RIA の支援を受けたものの割合は、件数ベースでは44.3%、調達金額ベースでは83.4%であった²²⁾。他方で、ブローカー・ディーラーと RIA のいずれも関与していないものの割合は、件数ベースでは49.3%、調達金額ベースでは11.7%であったとされている²³⁾。

私募ファンドの属性別にみると、ベンチャーキャピタルファンドについては、ブローカー・ディーラーを通じて証券を販売したものが件数ベースで3.6%、調達金額ベースで16%であり、RIA の支援を受けたものが件数ベースで9.3%、調達金額ベースで36%となっており²⁴⁾、他のファンド²⁵⁾と比較してブローカー・ディーラーおよび RIA を利用する割合が低くなっている。ベンチャーキャピタルファンドが実施したレギュレーション D にもとづく私募のうち、ブローカー・ディーラーも RIA も利用しなかったものは22,023件（全体の88.5%）あり、その大半は認定投資家からオンラインで調達した資金をプールする SPV が資金調達の主体となっているものであるとされている²⁶⁾。

このように私募ファンドが主体となって実施したレギュレーション D にもとづく私募（その大半は506 (b) にもとづく私募）の大部分では、ブローカー・ディーラーまたは RIA の関与があったとされている。ブローカー・ディーラーおよび RIA については、これらの者が顧客である投資者に対して投資推奨または投資助言をする場合、推奨する有価証券等が顧客に適合すると信じることができる合理的な根拠をもたなければならないとされている（適合性義務）。またその前提として、ブローカー・ディーラーおよび RIA は、推奨する有価証券等のリスク等について調査し十分な情報を得るとともに²⁷⁾、顧客である投資者の経済的状況やニーズおよび顧客がすでに保有している証券の種類と量などの情報（投資プロフィールに関する情報）を入手し、その情報を最新に保つため調査を行わなければならないとされている²⁸⁾。

20) RIA が私募ファンドに対して投資助言を提供しているもの、私募ファンドの運用の指図を行なっているもの、および私募ファンドのジェネラルパートナーとなっているものが含まれる（McCann, Qin & Yan, *supra* note 16), at 16-17)。

21) このうち90%以上が506 (b) にもとづく私募によるものである（前掲注17) 参照）。

22) ブローカー・ディーラーと RIA がともに関与している私募もある。

23) McCann, Qin & Yan, *supra* note 16), at 21, Table 5, Panel A.

24) *Id.*

25) 他のファンド（ヘッジファンド、プライベートエクイティファンド等）による私募においてブローカー・ディーラーおよび RIA が利用されたものの割合は、私募ファンドによる私募全体のそれとおおむね一致している。

26) McCann, Qin & Yan, *supra* note 16), at 20. 22,023件のうち13,988件は、認定投資家を対象としたエクイティ型クラウドファンディングのポータルまたは投資シンジケートプラットフォームである4社（AngelList, OurCrowd, FundersClub, AlumniVentures）が関与した案件であるとされている。

27) この過程で詐欺的な私募案件が排除されることが期待されている。See, Jennifer J. Johnson, *Private Placements: Will FINRA Sink in the Sea Change?*, 82 U. Cin. L. Rev. 465, 481-484 (2018).

506 (b) にもとづく私募においてブローカー・ディーラーまたはRIA が関与する場合、これらの者による適合性義務の履行の過程において発行する有価証券等を取得する投資者が認定投資家の要件を満たすことが確認されるものと考えられる。また、発行する有価証券のリスク等の関係で、認定投資家の要件を満たす顧客であっても適合性がないと判断される場合もあると解される。

Ⅲ. 認定投資家の定義をめぐる議論

1. レギュレーション D における認定投資家の定義

I で見たとおり、アメリカではレギュレーション D (とりわけ506 (b)) にもとづく私募を通じて認定投資家から私募マーケットへの資金流入が拡大してきた。他方で、レギュレーション D にもとづく私募については、とくに認定投資家の定義 (認定投資家に含まれる者の範囲) をめぐって活発な議論が続いている。レギュレーション D 規則501 (a) が定める認定投資家の定義 (個人に関するもの) は、以下のとおりである。

- 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²⁹⁾) 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
- ④ SEC が指定した専門資格等 (FINRA の証券外務員資格等) を1つ以上有している者
- 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」³⁰⁾

ドッド・フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 413条 (b) (2) (A) は、SEC に対して、少なくとも4年に1度、認定投資家 (個人の投資家に限る) 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。これにもとづき SEC が行なったレビュー³¹⁾からは、認定投資家の定義に対して様々な批判が寄せられていることが分かる。それらの批判は、

28) 松尾健一「アメリカにおける投資助言サービスの規制」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の近時の展開 (下)』(2024年、日本証券経済研究所) 62頁以下。

29) 純資産の算定において主たる住居を除外することは、ドッド・フランク法413条 (a) を受けた2011年の改正において定められた。

30) ④および⑤は2020年の改正によって追加された。

②または③に関する者が多く、たとえば認定投資家の定義は1983年に定められて以降、実質的な改正はほとんどされておらず、その間に進んだインフレを反映できていないため認定投資家の範囲が不当に拡張されているというものがある。また、所得や金融資産によって認定投資家に該当性が判定されることから、所得・金融資産の額が低い者は認定投資家を対象とした私募によって発行される金融商品にアクセスできず、その結果、経済的な格差が拡大しているという指摘もある³²⁾。

認定投資家を対象とした私募の制度設計との関係で最も重要であると考えられるのは、私募の要件と効果の間に合理的な関連性がないのではないかという指摘である。私募に該当することの効果は、本来はSECへの登録が免除されることであり、それはすなわち発行開示の強制の適用除外となるということであった。発行開示を不要とする効果との関係で、投資者の所得や金融資産の額という要件の合理性を説明することができていないのではないかという批判である³³⁾。以下では、この批判の意味を理解するために、レギュレーションDが制定された過程を見ることとする。

2. 「公募を伴わない取引」の解釈とレギュレーションDの制定

(1) 前説

1933年証券法5条は、州際通商による証券の発行について発行者に対しSECへの登録を義務づけている。登録に際して提出される登録届出書には、発行者および証券に関する情報を詳細に記載しなければならない(同法7条)。このようにして証券の発行者には情報開示が強制されている。他方で、同法4条(a)(2)は、証券の発行が「公募(public offering)を伴わない取引」に該当する場合には、SECへの登録を免除している。506(b)は、この「公募を伴わない取引」を明確化する趣旨で制定されたセーフハーバールールである。

(2) 判例における「公募を伴わない取引」

「公募を伴わない取引」の解釈を示した判例として、Ralston Purina 判決がある³⁴⁾。これは1947年から1951年の間にRalston Purina社が全従業員(約7,000人)を対象として、同社の株式保有を奨励するべく200万株近い普通株をSECへの登録なしに発行したという事案で、この株式の発行が「公募を伴わない取引」といえるかが争点となった。クラーク裁判官

31) SEC, Report on the Review of the Definition of “Accredited Investor” (December 18, 2015); SEC, supra note 15) Concept Release; SEC, supra note 7), Review.

32) これらの批判とそれに対するSECの応答については、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」金融商品取引法研究会研究記録第86号(2024年)8頁以下〔松尾健一報告〕を参照。

33) E.g., Andrew N. Vollmer, Abandon the Concept of Accredited Investors in Private Securities Offerings, Securities Regulation Law Journal, Spring 2021, at 6.

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

は、1933年証券法は、十分な情報に基づく投資判断に必要となる情報の完全な開示を促進することにより、投資家を保護することを目的としており、登録義務の適用除外の解釈においても、この法の目的を参照すべきであるとする。そして、登録義務が免除される取引の範囲は、証券の発行の対象となる特定のクラスの人々が法の保護を必要としているかどうかで決まるはずであり、法の保護が不要である、すなわち自衛（fend）できる者に対する証券のオファーは、「公募を伴わない」取引であると述べる³⁵⁾。

その上で、「公募を伴わない取引」の具体例として、登録届出書という形式で法が利用可能にしているのと同等の情報についてその地位のゆえにアクセスできる幹部職員に対して行われるオファーをあげている³⁶⁾。そして、本件においてオファーの対象とされた従業員は、登録届出書によって開示される情報にアクセスすることはできなかったとして、本件における株式の発行は「公募を伴わない取引」にはあたらないと判示した³⁷⁾。このように、Ralston Purina 判決にいう「自衛できる」投資者とは、発行開示によって提供される発行者の情報にアクセスすることが可能な者を意味していた。

つぎに「公募を伴わない取引」の解釈を示した重要な判例として、Doran 判決がある³⁸⁾。本判決の争点は、石油掘削ベンチャーのリミテッド・パートナーシップ持分の発行が「公募を伴わない取引」、すなわち私募にあたるかであった。原審は、持分のオファーの対象者が、証券法の登録による保護を必要としない洗練された（sophisticated）投資家であったことから、本件における持分のオファーは私募であると結論づけた。本判決においても、オファーの対象者が、洗練された投資家であったことは認められている³⁹⁾。

本判決は、オファーの対象者が登録届出書によって開示されるべき発行者に関する情報を現に提供されていたこと、またはオファーの対象者がそのような情報に効果的にアクセスできたことのいずれかの事実がないかぎり、その証券の発行が「公募を伴わない取引」にあたるとはいえないと判示した⁴⁰⁾。そして、発行者との関係において、登録届出書によって開示されるべき情報を入手することができる者が、情報へのアクセスを有するとし、具体的には、オファーの対象者が情報を効果的に入手できるような、雇用、親族、経済的交渉力などの要因に基づく関係を意味するとしている⁴¹⁾。

35) SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. at 124-125.

36) SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. at 126.

37) SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. at 127.

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

39) オファーの対象者の一人である原告は、大学で石油工学の学位を取得しており、26の石油・ガス鉱区の権益（評価額85万ドル）を含む原告の純資産は100万ドルを超えていた（Doran v. Petroleum Management Corp., 545 F.2d at 902）。

40) Doran v. Petroleum Management Corp., 545 F.2d at 897.

41) Doran v. Petroleum Management Corp., 545 F.2d at 903. この判示については後述するSEC規則146(e)が参照されている。

オファーの対象者が投資対象について高度の専門的知識（洗練性）を有していることと私募該当性との関係については、オファーの対象者が登録届出書によって開示されるべき情報を有していなければ、投資判断の際に、投資対象に対する洗練された知識を用いることはできないとの理由で⁴²⁾、洗練された知識をもって、情報へのアクセスに代替することはできないと判示している⁴³⁾。このように裁判所は、オファーの対象者が投資対象について高度の専門的知識を有している場合であっても、登録届出書によって開示されるべき情報にアクセスできる発行者との関係があったといえないかぎり、当該オファーは私募にあたるとはいえないという立場をとっていたといえる。

（３）「公募を伴わない取引」に関する SEC 規則

SEC は、「公募を伴わない取引」の意義を明確化し、私募を利用しやすいものにするため規則を制定してきた。まず、1974年に、証券法規則146が「公募を伴わない取引」にかかるセーフハーバールールとして制定された⁴⁴⁾。規則146の前注では、登録届出書によって提供されるのと同等の情報へのアクセスを有し、自衛することできる者を対象とした取引が「公募を伴わない取引」に該当するとの解釈が示されている。その上で、自衛することができる者の意義を明確にするべく規則146（d）において、発行者は、オファーの対象者が金融および事業に関する一定の知識と経験を有し投資対象のメリットとリスクを評価できること、または当該投資に伴う経済的リスクを負担できることを判断する合理的根拠を有するの でなければならないとしている。また、規則146（e）の注では、情報へのアクセスが可能であるか否かは、投資対象のメリットとリスクを評価するために、オファーの対象者が発行者から情報を入手することを可能にする雇用関係、家族関係、または経済的交渉力によってのみ判断される⁴⁵⁾としている。

このように規則146は、登録届出書によって提供されるべき情報へのアクセス可能性の要件と、オファーの対象者の洗練性の要件の双方がみたされた場合にのみ、私募に該当し、登録が免除されるとの立場であった。オファーの対象者の洗練性は、その者が情報を得た上でその情報を理解し、投資を実行するために必要となるものと位置づけられていたといえる。

さらに SEC は、1980年にセーフハーバールールである証券法規則242を制定した。規則242は、規則146の発行者情報へのアクセスの要件とオファーの対象者の洗練性の要件を、よ

42) United States v. Custer Channel Wing Corp., 376 F.2d 675, 678 (4th Cir. 1967) が引用されている。

43) Doran v. Petroleum Management Corp., 545 F.2d at 902.

44) SEC, Transactions by an Issuer Deemed Not to Involve Any Public Offering, Release No. 33-5487, 39 Fed. Reg. 15261 (Apr. 23, 1974). 規則146については、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第2版]』(弘文堂、2004年) 55～56頁も参照。

45) このほか私募として登録の免除を受けるためには、当該発行における有価証券の取得者が35名を超えないこと（規則146（g））、一般的勧誘を行わないこと、発行される証券に転売制限が付されていることをもたす必要があるとされていた。

り客観的な要件に置き換えることを目指したものであった。規則242は、6ヵ月間に1銘柄あたり200万ドルを上限として、認定者（accredited person）については人数の上限なしに、非認定者については証券の取得者数で35名を上限として、登録届出書を提出することなく証券を発行することを認めた。ここにいう「認定者」には、特定の機関投資家に加えて、当該オファーにおいて10万ドル以上の証券を購入する者、発行者の執行役員および取締役が含まれているとしていた⁴⁶⁾。これらの「認定者」は、投資判断に必要な情報を自ら要求し、入手できる能力を有していることを前提としていると説明されている⁴⁷⁾。規則146は、発行者情報へのアクセス可能性の有無の判断において、オファーの対象者が発行者に対して有する経済的交渉力が考慮されるとしていた。規則246の「認定者」のうち当該オファーにおける10万ドル以上の証券の購入者は、発行者に対して必要な情報を要求するための経済的交渉力を有すると判断されたものと理解できる。このような理解が正しければ、規則246は、「公募を伴わない取引」に該当するというためには、オファーの対象者の対象者が登録届出書によって提供される発行者の情報にアクセスできるのでなければならないという前提をなお維持していたということができる。

（４） レギュレーション D における認定投資家の定義の問題点

規則246が制定された2年後の1982年、SECはレギュレーションDを制定し、これにともなって規則146および規則246は廃止された。Regulation Dにおける認定投資家の要件は、前述のとおりである。SECは、Regulation Dにおける認定投資家の要件（個人に関する純資産要件および所得要件）と、「公募を伴わない取引」に関する従来の裁判所およびSECの解釈との関係について、次のように説明している。

まず、従来、SECは、認定投資家の定義に、金融的洗練度、損失に耐える能力、あるいは自衛する能力のゆえに、証券法の登録手続きの保護が不要となる者が含まれることとなるよう企図してきたとし、このような投資家の特性を示すために様々な方法を用いてきたが、認定投資家の基準は、Ralston Purina 判決において示された基本原則に基づくものであるとする。そして、私募におけるオファーの対象者は、自衛できるものでなければならず、登録届出書によって開示されるべき情報にアクセスできることが必要であると述べている⁴⁸⁾。

オファーの対象者（個人）が、登録手続きがとられなくても自衛できる能力を有するかを図る尺度として、SECは当該対象者の金融洗練性に注目してきた。認定投資家の定義における金融洗練性は、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

46) SEC, Exemption of Limited Offers and Sales by Qualified Issuers, 45 Fed. Reg. 6,362 (Jan. 28, 1980).

47) See, SEC, Exemption of Limiting Offers and Sales by Corporate Issuers, 44 Fed. Reg. 54,258, 54,259 (Sep. 18, 1979).

48) SEC, *supra* note 7), Review at 13-14.

資の継続が不可能となる損失のリスクを軽減または回避する方法で投資を配分する能力、発行者または投資機会に関する情報にアクセスする能力を含む)、あるいは損失のリスクを評価・軽減する能力等、様々な方法で示されうる。SECは、一定水準の純資産または所得という要件を、金融洗練度の代理変数として用いてきたとする。もっとも、金融洗練性は容易に定義できるものではなく、金融洗練性を示す様々な指標の有効性を評価することは困難であると率直に認めている⁴⁹⁾。

純資産・所得要件を代理変数とする金融洗練性には、投資のリスクを評価するために必要な情報にアクセスする能力も含まれる。私募におけるオファーの対象者が、実際に発行者の情報にアクセスする能力を有しているかに関しては、認定投資家のみを対象とした私募の発行者（ファンドを含む）は、証券の取得希望者に対して発行者に関する情報を提供することが多いとされている。もっとも、このような情報が提供される実際の頻度や、提供される情報の種類、質、程度に関する情報が不足していることを認めている。さらに、オファーの対象者となる投資家が多額の純資産を有していれば、発行者に対して情報を要求する交渉力を有するといえるかどうか、また、有するとしてどの程度かについての情報も不足していると認めている⁵⁰⁾。

このようにSECは、現在もなお「公募を伴わない取引」として登録を免除するためには、オファーの対象者が、発行者の情報にアクセスすることができ、かつ投資に関するリスクを適切に評価する能力を有しているものでなければならないと考えているようである。レギュレーションにおける認定投資家の要件のうち、純資産額・所得額に関するものは、これら能力を示す指標として定められるというのがSECの理解であるが、これらの要件が、投資リスクを評価する能力、あるいは発行者の情報にアクセスする能力を適切に測ることができているかについては、確答できない状況にあることを率直に認めているといえる。

3. 認定投資家向け私募のめぐる議論—二つの方向性

以上のように、レギュレーションD（その中核は506(b)）については、認定投資家という要件によって私募の対象とすべき者の範囲を的確に画することには限界があることが、SECによっても認識されている。これを受けて、認定投資家向け私募の制度を廃止すべきであると主張する者もある。それによれば、認定投資家という概念を廃止し、すべての者をオファーの対象者の対象とすることを認める一方で、発行者には一定の情報開示⁵¹⁾を義務付け

49) SEC, *supra* note 7), Review at 35.

50) SEC, *supra* note 7), Review at 36.

51) 現在、506(b)にもとづく私募においてオファーの対象者に対して任意に提供されている情報を参考として、公募の場合に比べて発行者の負担を相当に軽減した義務的情報開示制度を設けるべきであるとされる。

るという制度に、レギュレーションDにもとづく私募を作り変えるべきであるとされている⁵²⁾。

この論者は、証券法が発行者に課す義務は、真実かつ完全な情報開示を行なうことであり、投資家は、企業や証券に関する完全かつ真実の情報を有していれば、リスクが高そうな会社の証券を買うことも、成功するかわからない会社の証券を買うこともできるというのが証券法の理念であるとするはずだとする（証券法の本質である投資家保護は、自由と自立というアメリカの歴史と伝統に合致する意味での保護であったとする）⁵³⁾。このような理解からすると、認定投資家になれない者が、成長の機会のある非公開企業への投資から排除されている現行のレギュレーションDにもとづく私募には、重大な問題あるとされる⁵⁴⁾。

他方で、私募に参加する個人の投資者との関係において、情報開示がどれだけ実効的に投資者保護の機能を果たしうるかについては疑問もある。とりわけ、レギュレーションDにもとづく私募を行なっている者の多くが、プライベートエクイティファンドやベンチャーキャピタルファンドなどプライベートアセットに投資するファンドであることからすると、そのようなファンドに投資する個人にとって情報開示が果たしうる役割は、市場価格のある株式等への投資の場合に比べて大きくないと考えられる。これらのファンドへの投資において、個人投資家にとって最も重要となるのは、換金（投資した資金の回収）が困難であるという点ではないか。投資した資金を一定期間ファンドにとどめ置かなければならないことから、これらのファンドへの投資は、投資可能な資金の一部に限るべきであるとも考えられる。このような考え方からすると、現行の認定投資家の枠組みを残しつつ、非認定投資家については投資型クラウドファンディングのように投資額に制限を設けることとしてはどうかという提案⁵⁵⁾が注目される⁵⁶⁾。

今後、アメリカにおける私募制度が、これら二つのうちどちらの方向に展開するのか、あるいはこれらとはまた違った方向に進むのか、日本における制度設計を考える上でも注目される。

（京都大学大学院法学研究科教授）

52) Vollmer, supra note 33), at 23-26.

53) Vollmer, supra note 33), at 7.

54) Vollmer, supra note 33), at 27.

55) Allen C. Page, Private Inequity: Reform Rule 506 to Safely Accommodate Investment by Nonaccredited Investors, 14 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 63 (2022).

56) イギリスでは、金融商品を大きく3つの類型に分け、それぞれについて勧誘対象とすることができる投資家の範囲等を定めている。金融商品の分類においては、その換金可能性が重要な要素となっている。非上場株式は、RMMI (restricted mass market investments) に分類されるところ、これについては、プロの投資家、経験知識を有すると認められる個人投資家、富裕層認定を受けた投資家のほか、これらに該当しない個人投資家も純資産の10%を限度として投資すること（制限投資家制度）が認められている。近年の改正により、長期資産ファンド（ファンド財産のうち少なくとも50%を流動性が低く長期保有が必要な資産に投資するものが想定されている）の持分が追加されたことは、本文に示したアメリカの議論との関係でも興味深く感じられる。イギリスにおける改正については、磯部昌吾「英国の制限投資家制度—一個人による高リスク資産投資の選択肢の多様化」野村資本市場クォーター2022年秋号134頁を参照。