

ベンチャー・ファイナンス の多様化に係る調査

株式会社野村資本市場研究所

2021 年 3 月 31 日

目 次

はじめに.....	4
I. 米国の株式市場の現状.....	5
II. 米国資本市場のダイナミズム創出を目指す JOBS 法 3.0	7
1. 雇用及び投資家信託法案の位置づけ	7
2. 投資家による資本市場へのアクセスの拡大.....	10
3. 資本市場の活性化に向けた金融仲介の促進.....	11
4. 発行体に対する規制緩和	12
5. 投資家保護に係る政策.....	15
III. 自衛力認定投資家の規制緩和.....	16
1. レギュレーション D	16
2. SEC 規則の原案に対する市場参加者の主張.....	20
3. 米国の公募ファンドの私募証券投資に係る規制緩和	21
IV. SEC による起業家と投資家を繋ぐ「ファインダー」区分の導入提案	24
1. ファインダーの概要	24
2. ブローカーとファインダーの境界線を巡る議論の経緯.....	26
3. ティア II ファインダーに対する批判.....	28
V. 登録免除募集制度の包括的な改革（2020 年）	30
1. エグゼンプト・オフERING規則の採択	30
2. 米国の登録免除募集制度の概要	30
3. 発行体及び投資家に係る要件の緩和	32
4. 一般的勧誘規制の免除.....	36
5. 募集の通算ルールの明確化.....	37
VI. 米国および欧州におけるベンチャーデット.....	39
1. 米欧ベンチャー・ファイナンスの現況.....	39
2. ベンチャーデット	40
3. USDA9003 プログラム.....	45
VII. 米国における株式投資型クラウドファンディング.....	47
1. 米国のスタートアップ企業を含む小規模企業の支援策.....	47
2. 米国の株式投資型クラウドファンディング業界を巡る動向	49
VIII. 上場投資法人を通じた非上場企業投資：米国 BDC と英国 VCT	52
1. 米国 BDC.....	52
2. 英国 VCT.....	58
IX. 上場・非上場の垣根を飛び越えるクロスオーバー投資.....	64
1. ヘッジファンドやミューチュアル・ファンドによる非上場株式投資.....	64

2. 拡大するクロスオーバー投資	66
3. ミューチュアル・ファンドによる IPO 前のウーバーへの投資	71
X. 米国非上場株式市場の中核を成す OTC マーケット	77
1. 上場及び非上場株式市場の活性化	77
2. OTC マーケット及び OTC マーケッツ・グループの概要	77
3. OTC マーケッツ・グループが運営する各市場区分の概要	80
4. OTC マーケットにおける取引の仕組み	84
5. OTC マーケット登録銘柄に対する州の証券規制	86
6. OTC マーケッツ・グループの成長戦略	89
7. その他の米国非上場株式取引プラットフォーム	90
XI. 米国における SPAC 及びダイレクト・リスティングの拡大	93
1. 近年の米国 IPO 市場の変化	93
2. SPAC	93
3. ダイレクト・リスティング	100
XII. 日本における論点	105
1. 新興成長企業にとって活用しやすい私募制度の整備	106
2. 非上場株式取引プラットフォームの運営者の新規参入	106
3. 株式コミュニティ制度のあり方	108
4. 株式投資型クラウドファンディングのあり方	108
5. 日本の株式市場の参加者へのデジタル・ソリューションの提供	109
6. 特定投資家の定義	109
7. クロスオーバー投資家の拡大	110
8. 上場ファンドの活用と投資家の選択肢拡大	111
【参考文献】	112

はじめに

少子高齢化が進展し、産業・市場の成長停滞が懸念される我が国においては、スタートアップ・新興企業のファイナンスの支援を通じて、イノベーションの創出を促進し、産業構造の転換を図り、我が国経済の持続的成長に貢献することが課題となっている。同時に、自助努力による資産形成の必要性に迫られる家計にとって、国内における魅力ある投資機会を創出する必要もある。

米国を中心に海外では、新興企業・新規事業創出の資金調達環境が激変している。具体的には、スタートアップ・新興企業側では、①クリティカルマス到達・収益化までの必要資金が増大し、投資期間（Jカーブ）が長期化する傾向、合わせて②プレ IPO の期間が長期化、場合によっては株式公開・上場を志向しない新興企業も増える傾向などが見られる。

この背景には、①イノベーションのフロンティアや事業サイクルの変化（いわゆるディープテックへの注目）、②公開株式市場の規制強化や魅力の低下、③潤沢なベンチャーキャピタル資金、④プレ IPO 投資家層の拡大（自衛力認定投資家の存在、制度改正）、⑤プレ IPO 期間中のプライマリー・セカンダリー取引の活発化（クラウドファンディング・プラットフォームや非上場株セカンダリー取引プラットフォームの台頭）などの要因がある。

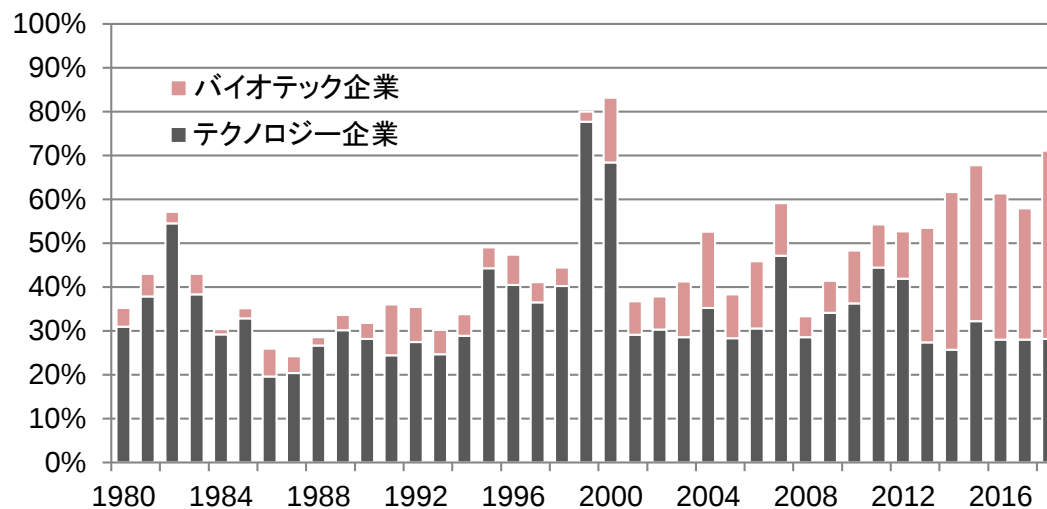
一方、我が国でも、新興企業・新規事業創出を促進するファイナンス手法について、一連の制度改正の効果が顕在化するとともに、産学連携やコーポレート・ベンチャーキャピタルの活発化などの影響もあり、多くの新興企業が台頭しているが、上記のような潮流を十分に踏まえた環境整備がなされていない面もある。

本報告書は、スタートアップ・新興企業向けファイナンスを巡る米国等の潮流・環境変化を把握し、今後の日本における制度改革、環境整備に資する知見を得て政策形成に生かす目的で作成されたものである。

I. 米国の株式市場の現状

近年、米国では、ユニコーン企業（評価額が10億ドル以上の未上場企業）の新規株式公開（IPO）が注目を集めている。米大手配車サービスのリフトは2019年3月、NASDAQに上場し、約23億ドルの資金調達を実施した。その競合であるウーバー・テクノロジーズ（Uber Technologies Inc. 以下、ウーバー）は2019年5月、ニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場し、約80億ドルの資金調達に成功した。写真共有アプリのピンタレストや、チャットソフトのスラック・テクノロジーズ等も上場を果たしている。テクノロジー企業は、従来から米国 IPO 市場を牽引している。2018年の米国 IPO のうち、テクノロジー企業（標準産業分類に基づく分類）は約30%（件数ベース）を占めており、バイオテック企業（標準産業分類に基づく分類）の約40%（件数ベース）と並んで、米国 IPO 市場の中心的なセクターである（図表1）。

図表1 米国のテクノロジー企業及びバイオテック企業の IPO の割合（件数ベース）

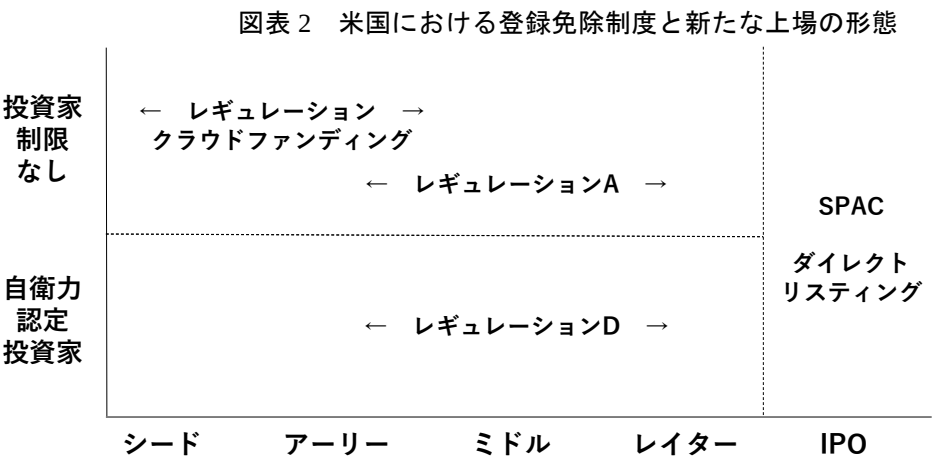


（出所）フロリダ大学より野村資本市場研究所作成

他方で、一見、活況を呈しているように見える米国 IPO 市場は、好調とは言い難い。米国の年間 IPO 件数は、1996 年の約 870 件から 2017 年の約 165 件まで落ち込み、米国の上場企業数は、1996 年の 8,090 社から 2017 年の 4,336 社に減少した。2019 年の IPO 件数では NYSE が 28 件、NASDAQ が 145 件であったのに対して、米国で運営されている非上場株式市場である OTC マーケットに新規登録した銘柄数は 319 社であり、非上場株式市場が上場株式市場を上回っている。

このような状況が生じた要因として、米国では、IPO 等を規定する登録募集制度よりも、私募発行等を規定する登録免除募集制度の方が多用されていることが考えられる。図表 2 は、本稿で紹介する米国の主たる登録免除募集制度を概観したものである。初期のスタートアップが利用する株式投資型クラウドファンディングから、広範な非上場企業が資金調達に利用するレギュレーション A、レギュレーション D がある。レギュレーション A は一定の調達上限の下、一般的な個人を含めた広範な投資家からの資金調達を行うものであり、ティア 1 とティア 2 に分かれる。レギュレーション D は調達上限がなく、原則として自衛力認定投資家からの資金調達を行うもので

あり、ルール 504 やルール 506(b)、ルール 506(c)等に分かれる（各制度の利用規模については後掲図表 17 参照）。



（出所）野村資本市場研究所作成

米国では、2019 年の登録募集の資金調達額は約 1.2 兆ドルであったのに対して、登録免除募集の資金調達額は約 2.7 兆ドルに達している¹。スタートアップ企業や中小企業等が登録免除募集制度を活用し、資金調達を積極的に実施することで、ユニコーン企業と呼ばれるような非上場の大企業が生まれているものと解することもできる。このように米国における私募市場の進展が見られるなか、証券取引委員会（SEC）のジェイ・クレイトン前委員長は、2017 年の就任当初より、個人投資家に対して、非上場市場における投資機会を提供する必要があるとの見解を示し、特に 2020 年に入ってから相次いで施策を打ち出してきた。そうした中、SPAC やダイレクト・リスティングといった新たな上場の形態も現れている。

米国と日本の非上場市場を比較すると、その規模感には大きな隔たりがある。例えば、2020 年 11 月 17 日の日本証券業協会「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」資料によると、ベンチャーキャピタル（VC）及びコーポレート・ベンチャーキャピタル（CVC）投資額は日本の 2,833 億円に対して米国は 1,905 億ドル（20 兆 5,740 億円）、プライベート・エクイティ（PE）ファンド投資額は日本の 9,800 億円にたいして米国は 6,780 億ドル（73 兆 2,240 億円）となっている（データは原則として 2019 年のもの）。また、非上場株式の流通市場をみても、日本の株主コミュニティでは 2015 年の制度創設から 2020 年 10 月末までの累計売買額が約 25 億円であるのに対して、米国 OTC マーケットの売買額は 2019 年のみで 3,292 億ドルとなっている。

加えて、市場構造も日米では大きく異なる。金融庁金融審議会市場制度ワーキング・グループの資料（2020 年 11 月 13 日）によると、日本では東京証券取引所全体で 3,702 銘柄が取引されている一方、非上場株式市場では、例えば株主コミュニティで取引されるのは 21 銘柄に留まる。他方、米国では、NYSE と NASDAQ の上場企業数は 5,283 社であるのに対して、OTC マーケットで

¹ 詳細は、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号（ウェブサイト版）。

は 10,755 社が取引されており、更に、フォージ・グローバルなど他の非上場株式プラットフォームも多数存在しており、いわばすそ野が広がっている状態と言える。

本稿では、まず、米国における非上場株式市場の活性化を巡る近年の取り組みについて概観する。JOBS 法 3.0 にはじまり、自衛力認定投資家の規制緩和、起業家と投資家を繋ぐ「ファインダー区分」の導入、そしてトランプ政権下における非上場株式市場活性化策の仕上げとも言える 2020 年末の登録免除募集制度の包括的な改革が該当する。次に、米国における非上場企業の資金調達について、手法としてはベンチャーデット（欧州についても言及）とクラウドファンディングの状況と制度について、投資家としては上場投資ファンドとクロスオーバー投資家としてのミューチュアル・ファンドについて概観する。その上で、米国における非上場株式の流通市場を概観する。最後に、非上場企業のエグジット手法として目下注目を集める SPAC とダイレクト・リスティングについて説明する。

以上を踏まえた上で、日本の株式市場に係る下記の論点を提示する。

- ・ 新興成長企業にとって活用しやすい私募制度の整備
- ・ 非上場株式取引プラットフォームの運営者の新規参入
- ・ 株主コミュニティ制度のあり方
- ・ 株式投資型クラウドファンディングのあり方
- ・ 日本の株式市場の参加者へのデジタル・ソリューションの提供
- ・ 特定投資家の定義
- ・ クロスオーバー投資家の拡大
- ・ 上場ファンドの活用と投資家の選択肢拡大

Ⅱ. 米国資本市場のダイナミズム創出を目指す JOBS 法 3.0

1. 雇用及び投資家信認法案の位置づけ

ドナルド・トランプ政権は、米国資本市場の活性化を図るべく、「雇用及び投資家信認法案」（JOBS and Investor Confidence Act of 2018）の成立を目指していた。雇用及び投資家信認法案は、図表 3 に示す 32 本の法案を束ねたものであり、そのうち 18 本が米国資本市場改革に関連するものである。雇用及び投資家信認法案は連邦議会の 2017～18 年会期に成立に至らず廃案となったが、トランプ政権下の金融規制改革の重要事項が盛り込まれており、その後の非上場株式市場の活性化に係る諸政策を打ち出すきっかけとなった。

本章では、投資家による資本市場へのアクセスの拡大、資本市場の活性化に向けた金融仲介の促進、IPO の活性化を目的とした発行体に対する規制緩和、投資家保護に係る政策が盛り込まれている。

図表 3 雇用及び投資家信認法案の概要

第 1 編	スタートアップ企業を導くエンジェル投資家に対する支援	第 17 編	信用組合に対する資本規制の軽減
第 2 編	クレジット・アクセス及び包摂	第 18 編	オプション市場の安定化
第 3 編	小規模事業の合併、買収、売却及びブローカレッジのシンプル化	第 19 編	法執行機関と監視の協同
第 4 編	投資家に対する公平な投資機会	第 20 編	メイン・ストリートの成長
第 5 編	イノベーションの育成	第 21 編	独立した生活と夢の実現 ―住宅ローンに関する情報開示の必要性―
第 6 編	銀行による違法行為の禁止	第 22 編	投資家に対する情報開示の近代化
第 7 編	メイン・ストリートへの投資	第 23 編	違法ネットワークとの闘い
第 8 編	取引所に関する規制の改善	第 24 編	小規模発行体に対する投資レポートの改善
第 9 編	IPO の促進	第 25 編	意欲的なリーダーの創出
第 10 編	ファミリーオフィスに関する技術的な修正	第 26 編	小規模事業に対する投資拡大
第 11 編	郊外における雇用創出のための資本へのアクセスの拡大	第 27 編	企業のインサイダーに対する透明性の促進
第 12 編	金融機関のリビング・ウィルの改善	第 28 編	投資顧問業者に対する規制の柔軟化
第 13 編	私的情報の流出防止	第 29 編	議決権種類株式に関する情報開示の推進
第 14 編	国際的な保険基準	第 30 編	米国のシニア投資家のイニシアチブ
第 15 編	投資家支援を目的としたストレス・テストの負担軽減	第 31 編	中規模企業の IPO コストの検証
第 16 編	国境を越えた犯罪組織に対する戦略	第 32 編	クラウドファンディングに関する改正

（出所）雇用及び投資家信認法案より野村資本市場研究所作成

（１）2012 年に成立した JOBS 法の見直し

雇用及び投資家信認法案は、「JOBS 法 3.0」と呼称されている。これは、バラク・オバマ元大統領の政権下で、2012 年 4 月に可決された JOBS 法の第三弾であることに由来する²。JOBS 法は、雇用創出及び経済成長を高めるべく、IPO に係る諸規則の改革を主眼としており、オバマ元大統領は、同法について、「起業家の資金調達を妨害する多くのバリアを除去するための、有効かつ重要な第一歩である」と述べた。

JOBS 法は、新興成長企業（EGC: Emerging Growth Company）という発行体区分を設けて、役員報酬の開示義務や内部統制の監査証明義務を免除した。EGC とは、直近事業年度の年間総収益が 10 億 7,000 万ドル未満である等の一定要件を満たす企業を指す。JOBS 法の成立後、米国の IPO は 2014 年に約 290 件に達して 2000 年以降最多となり、2013 年 4 月以降に IPO を実施した企業の約 90%が EGC の枠組みを活用した。つまり、JOBS 法は、投資家保護を犠牲にすることなく、企業の規制負担を軽減することが一定の範囲において可能であることを示した。

しかし、JOBS 法成立以降も、米国の IPO 件数は 1990 年代の水準には回復しなかった。そこで、オバマ元大統領は 2015 年 12 月、米国陸上交通修復法（FAST 法: Fixing America’s Surface Transportation Act）に署名した。これを「JOBS 法 2.0」と呼称する。JOBS 法は、EGC に対して、外部非公開ベースで IPO 登録書を SEC に届出ることを認めており、発行会社がロードショーを行う 21 日前までに公開の形で正式提出することを規定していたが、JOBS 法 2.0 は同期間を 15 日前

² 詳細は、淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資家保護」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号、岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号を参照。

に短縮する等、一定の範囲で規制緩和を実現した。

それ以降も、米国上場企業数は増加傾向に転じなかった。そこで、下院金融サービス委員会のジェブ・ヘンサーリング元委員長は2018年7月、JOBS法3.0として雇用及び投資家信認法案を提出し、下院本会議において406対4の圧倒的多数で可決させた。ただ、連邦議会上院での審議・可決には至らず、同法案は廃案となった。ヘンサーリング元委員長は、JOBS法3.0を提出するにあたって、次のグーグル、アマゾン、マイクロソフトとなり得る企業の育成をしなければ、米国経済の長期的な成長は期待できないため、単にIPOを促進するだけではなく、非上場市場において新たな企業が誕生することについても促進する必要があると述べていた。

（２）トランプ政権による金融規制緩和策の第二弾

JOBS法3.0は、トランプ政権による金融規制の緩和策として位置づけられていた³。トランプ前大統領は2018年5月、選挙戦の公約を果たすべく、経済成長・規制緩和及び消費者保護法案に署名し、ドッド＝フランク法を改正することで、主に中小の銀行に対する規制緩和を実現した⁴。JPモルガンは、ドッド＝フランク法の制定によって、米銀が追加的に負担するコストの合計金額は、米国の年間経済成長率の約0.5%に相当すると推定している。トランプ政権は、経済成長・規制緩和及び消費者保護法を成立させることで経済の活性化を図った。

ただし、ヘンサーリング元下院金融サービス委員長は、経済成長・規制緩和及び消費者保護法の成立は、規制緩和を目的とした政策パッケージの第一弾に過ぎず、第二弾としてJOBS法3.0の成立を目指すことを明言し、ミッチ・マコーネル院内総務に対して、上院においてJOBS法3.0を優先的に審議することを要請した。その背景として、ヘンサーリング元下院金融サービス委員長は2018年7月、「JOBS法3.0による米国の競争力の復活」と題する自身の見解をウォールストリートジャーナルに寄稿し、①米国企業の借入の約80%は、社債の発行によるものであることから、銀行システムだけではなく、資本市場に関する規制緩和も必要であること、②米国における上場企業数及びIPO件数は低調であり、米国の資本市場は投資家から信認される必要があることを挙げた⁵。

それに対して、当時のホワイトハウス報道官であったセイラ・ハッカビー・サンダース氏は2018年7月、①上院幹部と共にJOBS法3.0成立に向けた協議を開始すること、②トランプ前大統領も同法案を支持していることを声明において公表した。加えて、クレイトン前SEC委員長は2019年4月、2019年中には連邦議会にて、JOBS法3.0の法案が再度提出される可能性があると述べ、

³ 詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ新政権下で注目される金融規制改革の方向性ードッド＝フランク法と金融選択法案（Financial CHOICE Act）ー」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号、同「米財務省による資本市場の包括的な規制・制度改革提言」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号（ウェブサイト版）、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号（ウェブサイト版）を参照。

⁴ 詳細は、岡田功太「中小銀行の規制緩和を主眼としたドッド＝フランク法改正ー経済成長・規制緩和及び消費者保護法の成立ー」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号（ウェブサイト版）を参照。

⁵ “To Restore U.S. Competitiveness, Pass the JOBS Act 3.0,” *Wall Street Journal*, July 15th 2018.

同法案の成立に向けた機運が高まったこともあった⁶。

2. 投資家による資本市場へのアクセスの拡大

(1) スタートアップ企業によるアピールの場の設定

JOBS 法 3.0 の 101 条及び 102 条は、スタートアップ企業等の中小規模企業に対する投資機会を拡大すべく、SEC に対して、レギュレーション D を改正し、発行体が有価証券の売り出しに関心がある投資家にプレゼンテーションを行うことを目的としたデモ・デイ (Demo Days) の開催の認可を要請している。

デモ・デイのスポンサーは、JOBS 法 3.0 において、①米国またはその領域及び州と、米国及びコロンビア特別区の政治的な主体や媒体または代理団体、②高等教育機関、③非営利団体、④エンジェル投資家グループ、⑤ベンチャーフォーラムやベンチャーキャピタル協会、⑥その他の SEC が定める団体及び個人または主体と定義されている。上記のエンジェル投資家グループとは、①創業期の企業に対して、個人の資産を投じることに興味がある適格な投資家によって構成されること、②個人的または当該グループのメンバーとして定期的に会議を行い、既定のプロセス及び投資決定手法を有すること、③ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者と資本関係などがないこと、の全ての条件を満たすグループを指す。

また、デモ・デイのスポンサーに対しては図表 4 の要件が課されており、デモ・デイに参加する発行体に対しては、①有価証券の募集の計画をしていること、②募集予定の有価証券の種類と株数、③発行済みの有価証券の株数、④調達資金の用途について情報を提供することが禁じられている。但し、この部分については後述するエグゼンプト・オファリング規則で緩和されている。

図表 4 デモ・デイにおけるスポンサーに対する要件

1	デモ・デイの参加者に対して、投資推奨または投資助言を行わないこと。
2	デモ・デイに参加する発行体と投資家との間の投資交渉において、積極的な役割を果たさないこと。
3	デモ・デイの運営に要する費用以外にフィーを参加者から徴収しないこと。
4	デモ・デイに参加する投資家を発行体に対して紹介して報酬を得ることや、発行体と投資家との運用交渉について報酬を得ないこと。
5	デモ・デイにおいて、プレゼンテーションを行う発行体に関するリスク等について、SEC の規定に則って 1 ページの資料を開示し、参加者に提供すること。
6	デモ・デイにおいて、1934 年証券取引法によるブローカー・ディーラーや、1940 年投資顧問法による投資顧問業者として一切の報酬を受け取らないこと。

(出所) JOBS 法 3.0 より野村資本市場研究所作成

(2) 自衛力認定投資家の定義の拡大

JOBS 法 3.0 は、SEC に対して、レギュレーション D の改正を義務付け、自衛力認定投資家 (Accredited Investor) の定義を近代化することで、特に個人による私募投資の拡大を促している。

⁶ “Clayton wants retirement investors to have more access to private funds,” *InvestmentNews*, April 9th 2019.

自衛力認定投資家に該当する個人とは、一定の収入および純資産を有する者（詳細は後述）である。つまり、ある個人が収入と資産さえ十分に有していれば、仮に、金融知識を十分に有していなかったとしても、自衛力認定投資家として見なされてしまう。カーライル・グループの共同創業者であるデビッド・ルーベンスタイン氏は、既存のレギュレーション D の下では、両親から 1 億ドルを相続した高校中退者が自衛力認定投資家として適格となる一方で、ハーバード大学の経済学部を首席で卒業し非営利団体に働く者が、私募発行に参加する資格がないのは不自然であると指摘した。

それに対して、JOBS 法 3.0 の 401 条は、①SEC 及び金融取引業規制機構（FINRA）、または、それらに準ずる自主規制機関及び州当局にブローカー・ディーラーもしくは登録投資顧問業者（RIA）として登録する者や、②特定の投資に関連する専門的知識が、①と同等の水準に達していると SEC 及び FINRA によって認定された者を、自衛力認定投資家の定義に追加することを要請している。

クレイトン前 SEC 委員長は、2018 年に私募発行市場における資金調達額が、公開市場における資金調達額を上回ったことを受けて、個人・世帯に私募投資の機会を提供する必要があるとの考えの下、個人の退職資産形成の投資選択肢に未公開株式を加える意向を示しており、JOBS 法 3.0 による自衛力認定投資家の定義の近代化を支持している。

実際に、SEC は 2020 年 8 月に、自衛力認定投資家の定義を拡大する規則（詳細は後述）を採択しており、JOBS 法 3.0 の方向性と整合的な取り組みをしている。

3. 資本市場の活性化に向けた金融仲介の促進

（1）VC に係る規制緩和

JOBS 法 3.0 は、資本市場の活性化を目的として、金融仲介の促進に関する規定も設けている。例えば、VC に係る規制緩和である。ドッド＝フランク法は、ヘッジファンドや PE ファンドを「プライベート・ファンド（private funds）」として定義し、その運用者（advisors）に対し、1940 年投資顧問法の下、SEC に登録することを義務付けている。VC についても、ヘッジファンドや PE ファンドと同様に、「プライベート・ファンド」として分類される。

ただし、VC は、①スタートアップ企業や中小企業の株式を取得するベンチャーキャピタル戦略（Venture Capital Strategy）を採用し、かつ、②「適格投資（Qualifying Investments）」が投資運用資産の 20%未満である場合、1940 年投資顧問法に基づく SEC 登録が免除される。ここで言う「適格投資」とは、投資先企業から直接的に取得した株式（Equity Securities）であり、所謂、プライマリー市場で取得した株式を指す。

それに対して、JOBS 法 3.0 の 2501 条は、SEC に対して、法案成立後 180 日以内に「適格投資」の定義を改正することを要請しており、プライマリー市場で取得した株式だけでなく、セカンダリー市場で取得した株式も含めることで、VC の運用者に対する SEC 登録の免除要件を緩和する。

（２）ミューチュアル・ファンドの規制緩和に係る調査

JOBS 法 3.0 は、VC だけではなく、1940 年投資会社法の下、ミューチュアル・ファンドに係る規制緩和についても規定している。米国のミューチュアル・ファンドは、有価証券への最低投資比率要件として、総資産の 75%以上を現金および現金項目（未収入金を含む）、政府証券、他の投資会社の証券、および他の証券で保有し、収入の 90%以上が配当、利子、証券の売却益などから成ることが求められている。加えて、分散投資要件として、総資産の 75%の部分については、同一発行者の証券への投資をファンド総資産の 5%以下に制限構成される必要がある（ただし政府債について制限されない）。その上で、会社支配の制限条項として、各ミューチュアル・ファンドにつき、一発行者の発行済み議決権証券の 10%を超えない範囲に制限する義務がある。

その結果、ミューチュアル・ファンドが、ある中小規模企業に投資する際に、会社支配の制限条項に抵触するケースがあると指摘されている。例えば、米国商工会議所は 2018 年 5 月、下院金融サービス委員会の小委員会が開催した公聴会において、会社支配の制限条項を一発行者の発行済み議決権証券の 10%から 15%に引き上げることで、中小規模企業の成長を促す必要があると主張している⁷。

これに対して、コロンビア大学のジョン・コフィー教授は、ミューチュアル・ファンドの総資産に占める中小規模企業の株式保有比率が高い場合、同企業の流動性はしばしば低いことから、例えば、同持分を売却しようとした際、流動性リスク等が顕在化する可能性があるため、会社支配の制限条項の緩和については慎重に検討すべきであるとした。このように、賛否両論あることから、JOBS 法 3.0 の 2601 条は、SEC に対して、会社支配の制限条項の一発行者の発行済み議決権証券の上限を 10%から引き上げた際の影響について、まずは調査することを要請している。

4. 発行体に対する規制緩和

（１）テスト・ザ・ウォーターと非公開の審査手続きの範囲拡大

JOBS 法 3.0 は、投資機会の拡大だけではなく、発行体に対する規制緩和策として、コンプライアンス・コストの削減を目指している。現在、EGC は、1933 年証券法 5 条(d)に基づき、①適格機関購入者（Qualified Institutional Buyers）、②自衛力認定投資家である機関投資家に対して、証券の募集に関心があるか否かについて判断するため、口頭または文書でのコミュニケーションを行うテスト・ザ・ウォーター（testing the waters）を実施することができる。

また、EGC は、1933 年証券法第 6 条(e)に基づき、IPO 登録届出書（公募の際に SEC に提出される書類であり、発行体の概要、公募の方法、証券の性質等が記載される）をロードショー開始日の 15 日前までに SEC に提出することにより、非公開で同届出書の審査を受けることができる。

⁷ 下院金融サービス委員会のウェブサイト

(<https://financialservices.house.gov/calendar/eventsingle.aspx?EventID=401374>) を参照。

これにより、当該の IPO 登録届出書の提出者は、競合他社に知られたくない重要情報を市場に開示することなく、IPO の可能性を模索できる。

それに対して、JOBS 法 3.0 の 901 条は、1933 年証券法 5 条(d)及び 1933 年証券法第 6 条(e)を改正し、EGC だけではなく、全ての発行体に対して、非公開の審査手続きとテスト・ザ・ウォーターを許容するとしている。実は、SEC は 2017 年 6 月に、非公開の審査手続きの対象を EGC 以外の企業にも拡大する旨の声明を公表している。加えて、SEC は 2019 年 9 月に、テスト・ザ・ウォーターの対象を全ての発行体にすることを目的とした規則を採択しており、JOBS 法 3.0 の方向性と整合的な取り組みをしている⁸。

（２）サーベンス・オクスリー法の内部統制要件の免除拡大

第二に、内部統制要件の免除対象の拡大である。現在、上場企業の経営者は、サーベンス・オクスリー法第 404 条(b)項によって、財務報告に係る内部統制の有効性を評価する報告書を作成し、監査を受けて、SEC に提出することが義務付けられている。ただし、EGC については、その義務が IPO 後の 5 年間に於いて免除されている。また、1934 年証券取引所法規則 12b-2 において、浮動時価総額が 7,500 万ドル以上 7 億ドル未満の「早期提出会社（Accelerated Filer）」及び浮動時価総額が 7 億ドル以上の「大規模早期提出会社（Large Accelerated Filer）」に該当しない小規模な上場企業についても、その義務が免除されている。

これに対して、JOBS 法 3.0 の 501 条は、内部統制要件の免除対象を拡大すべく、サーベンス・オクスリー法第 404 条(b)項を改正する。具体的には、IPO 後 5 年が経過し、EGC でなくなった企業であっても、平均年間総収入が 5,000 万ドル未満であり、かつ、大規模早期提出会社に該当しない発行体については内部統制要件を免除する。これらにより、発行体は、①IPO 後 10 周年の翌会計年度の最終日、②平均年間総収入が 5,000 万ドルを超えた会計年度の最終日、③発行体が大規模早期提出会社になった日のいずれか最も早い期日に、内部統制要件の適用免除が解除される。

実際、バイオテック企業は、収益計上までの投資期間が一定程度かかることから、内部統制要件の適用免除期間が 5 年間延長されることによる恩恵を享受できると思われる。2012 年に JOBS 法が制定されてから 2018 年 11 月までに、バイオテック企業の大部分は、EGC として 300 件以上の IPO を実施し、累積で 250 億ドルの資金を調達している⁹。2018 年の米国 IPO のうち、バイオテック企業は、件数ベースで約 40%（前掲図表 1）を占めている。JOBS 法 3.0 は、事実上、バイオテック企業の IPO を後押しすることで、米国 IPO 市場の活性化を目指していると言える。

なお、SEC は 2020 年 4 月に、早期提出会社及び大規模早期提出会社の定義変更に係る規則を採択しており、JOBS 法 3.0 の方向性と整合的な取り組みをしている¹⁰。

（３）中小規模企業の IPO コスト分析

⁸ 17 CFR Part 230, Release No. 33-10607, File No. S7-01-19, RIN 3235-AM23.

⁹ BIOtechNow, “BIO Celebrates 300 Biotech IPOs since Enactment of the JOBS Act,” November 2018.

¹⁰ 17 CFR Parts 229, 230, 240, and 249, Release No. 34-88365; File No. S7-06-19, RIN 3235-AM41.

第三に、JOBS 法 3.0 の 3101 条は、SEC に対して、FINRA と協議した上で、中小規模企業が IPO する際の直接及び間接的なコストについて調査し、その結果を同法制定後 360 日以内に連邦議会に報告することを要請している。ここで言う IPO の直接及び間接的なコストとは、①引受証券会社やその他の専門家に支払われるグロス・スプレッド（引受証券会社が新規公開する株式を発行体から購入する価格と、それを公開市場に売り出す価格の差）、②IPO 実施時点における連邦及び州証券法のコンプライアンスに係るコスト、③SEC が適切と判断するその他のコストである。

また、SEC は、中小規模企業の IPO コスト分析をする際に、IPO に関連するコストが上場株式及び個人投資家に対して与え得る影響を考慮することが要請されている。具体的には、①IPO する企業数、②IPO に関わる引受証券会社、投資顧問業者、その他の専門的なサービス提供者に対して支払うフィー等のコストが、時を経て如何に変化しているのか、③IPO の引き受けを積極的に行うブローカー・ディーラーの数、④中小規模の企業が IPO を行う際に、引受証券会社が提供するサービスの種類と引受時のコストに影響を与える要因等を考慮しなければならない。

JOBS 法 3.0 が、中小規模企業の IPO コストに焦点を当てている背景として、2001 年から 2016 年にかけて、700 件実施された中規模企業（IPO による調達額が 2,500 万ドル-1 億ドル）の IPO のうち、約 97%（件数ベース）は、7%のグロス・スプレッドを負担していた点が挙げられる¹¹。それに対して、同期間において、953 件実施された大規模企業（IPO による調達額が 1 億ドル以上）の IPO のうち、7%以上のグロス・スプレッドを負担したケースは約 50%（件数ベース）であった（図表 5）。

図表 5 2001 年から 2016 年のグロス・スプレッド

グロス・スプレッド	中規模企業 (IPO による調達額が 2,500 万ドル-1 億ドル)		大規模企業 (IPO による調達額が 1 億ドル以上)	
	IPO 件数	IPO の比率 (件数ベース)	IPO 件数	IPO の比率 (件数ベース)
<7%	16	2.5%	457	48.9%
=7%	676	96.6%	472	50.4%
>7%	8	1.1%	6	0.6%
合計	700	100%	935	100%

（出所）SEC 及びフロリダ大学より野村資本市場研究所作成

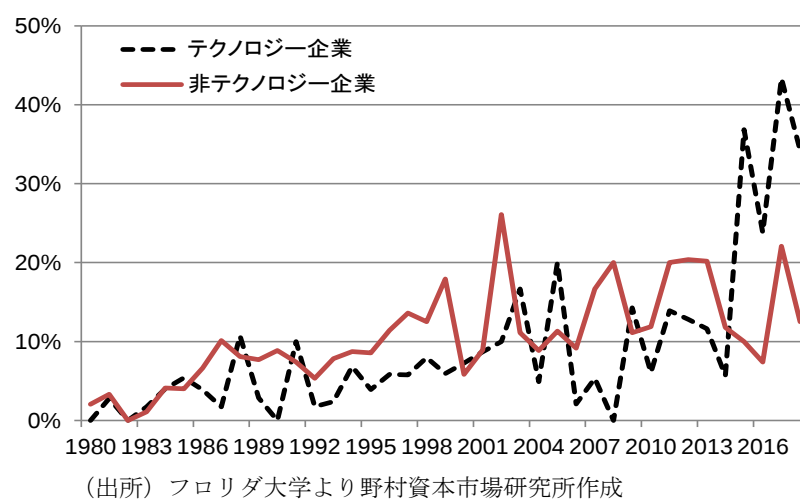
この調査結果を受けて、ロバート・ジャクソン前 SEC 委員は 2018 年 4 月、中規模企業のグロス・スプレッドは、過去 16 年間一律 7%であることから、企業は何に対する対価として同スプレッドを支払っているのか、金融機関等が最適な IPO 案件を実施するインセンティブとなっているのか疑問を呈した。ジャクソン前 SEC 委員は、グロス・スプレッドの水準設定時に競争原理が働かなければ、中規模企業は未公開市場に留まることを選択し、結果的に米国上場企業数の減少要因になると主張している。

¹¹ 詳細は、岡田功太「米国上場企業のコーポレート・ガバナンスに係る最近の議論」『野村資本市場クォーター』2018 年秋号（ウェブサイト版）を参照。

5. 投資家保護に係る政策

JOBS 法 3.0 は、IPO や資本市場の活性化だけではなく、投資家保護に係る規定も設けている。例えば、議決権種類株式の発行体に対する情報開示の強化である。近年、議決権種類株式の IPO は増加傾向にあり、テクノロジー企業の IPO のうち約 34%（件数ベース）、非テクノロジー企業の IPO のうち約 12%（件数ベース）を占めている（2018 年時点、図表 6）。議決権種類株式の発行体としては、グーグル、フェイスブック、アフラック、フォード・モーター、コムキャスト、ナイキ、ニューヨークタイムズ等が著名であり、2017 年 3 月に、NYSE に IPO を果たしたスナップが、新規株主に対して議決権を全く付与しない種類株式を上場させたことで注目を集めた。

図表 6 米国の IPO に占める議決権種類株の割合（件数ベース）



議決権種類株式を支持する意見として、ベンチャー企業等の創業者のリーダーシップが活かされるとの主張があり、実際に、グーグルやフェイスブック等は、上場後も事業拡大に成功して、企業価値の増加を実現している。しかし、議決権種類株式には否定的な意見も少なくない。例えば、エージェンシー問題が指摘できる。これは、投資家が株式を取得した際に議決権が制限されていると、経営陣に対する影響力が弱まり、非効率経営を招くという考え方である。事実、議決権種類株式を発行する企業では、経営陣がより高い報酬を得て、企業価値を毀損するような買収や設備投資を行う傾向にあるという指摘もある¹²。他方で、議決権種類株式の発行を禁止・抑止してしまうと、ベンチャー企業が米国において IPO をすることを阻害する可能性もある。

そこで、JOBS 法 3.0 の 2901 条は、1934 年証券法第 14 条を修正し、議決権種類株式を発行する発行体の取締役、執行役員、5%以上の議決権を有する実質的支配者等に対して、特定の情報開示を義務付ける。特定の情報とは、①発行体の発行済み議決権付証券の総株数に対して、これらの個人が有する議決権付の全種類株式の株数の割合に関する情報、②発行体の全種類株式の議決権付証券を合計した議決権全体に対して、これらの個人が有する議決権の割合に関する情報である。

¹² 詳細は、吉川浩史「米国で活発化する議決権種類株式の上場に関する議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号を参照。

Ⅲ. 自衛力認定投資家の規制緩和

1. レギュレーション D

(1) 1933 年証券法のレギュレーション D の概要

JOBS 法 3.0 に関する議論が注目された後、トランプ政権は、個人による私募証券への投資機会の拡大に係る制度整備が進めた。SEC は 2020 年 8 月に、レギュレーション D が規定する自衛力認定投資家の定義の修正に係る規則（SEC 規則）を採択した¹³。SEC 規則は、自衛力認定投資家に分類される個人及び法人の定義を拡大するものである。

米国の私募制度の中核を成す枠組みは、1933 年証券法の規則から成るレギュレーション D である。1982 年に制定されたレギュレーション D は、SEC 登録が免除される募集制度であり、ルール 504、ルール 506(b)、ルール 506(c)という 3 つの類型がある。レギュレーション D に基づく証券は、いずれも 1933 年証券法 4 条(a)(2)の制限証券（restricted securities）として発行されるため、同証券の保有者は、SEC 登録やその他免除規定に準拠しない限り、第三者に転売できない¹⁴（図表 7）。ルール 504 は、発行上限額は 12 か月間で 500 万ドルという制限を設けているが、投資家数に上限はない。他方で、ルール 506(b)及びルール 506(c)は、投資家の属性または人数を限定している。レギュレーション D の中でも、ルール 506(b)及びルール 506(c)が、私募証券の発行制度として位置づけられている。

図表 7 1933 年証券法レギュレーション D の概要

	レギュレーション D		
	ルール 504	ルール 506(b)	ルール 506(c)
発行上限額	12 か月間で 上限 500 万ドル	上限なし	上限なし
投資家数上限	制限なし	自衛力認定投資家と 35 人以下の 「洗練された個人」	自衛力認定投資家
一般的勧誘	不可	不可	可

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

レギュレーション D に基づく証券発行額の実績を見ると、ルール 506(b)が約 1 兆 5,000 億ドル、ルール 506(c)が約 2,110 億ドル、ルール 504 が約 20 億ドルとなっており、ルール 506(b)及びルール 506(c)に基づく私募証券の発行額が大きかった（2018 年時点）。特に、ルール 506(b)は、一般的勧誘（general solicitation）は行えないが、自衛力認定投資家だけではなく、35 人以下の「洗練された個人（sophisticated person）」に対する募集が可能であり、積極的に活用されていたことが見て取れる。一般的勧誘とは、セミナー等で参加者に対して勧誘・宣伝を行うことや、新聞や雑誌、ウェブサイト等で広告することを指し、「洗練された個人」とは、投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに関する十分な知識と経験を持っている者である。

¹³ 17 CFR PARTS 230 and 240, Release Nos. 33-10824; 34-89669, File No. S7-25-19, RIN 3235-AM19.

¹⁴ 詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号を参照。

SECによると、2013年9月末から2017年12月末にかけて、ルール506(b)に基づく私募証券の発行額は、非上場株式等を発行するファンド以外の発行体が約5兆1,959億ドル、ヘッジファンドが約1兆5,460億ドル、PEファンドが約1兆4,892億ドル、VCが約1,355億ドルであった¹⁵。

（２）個人と法人に大別される自衛力認定投資家の概要

私募証券に投資可能な自衛力認定投資家は、レギュレーションDのルール501(a)において定義されており、個人と法人に大別される。自衛力認定投資家に分類される個人は、①純資産（配偶者の純資産を含む）が100万ドル以上（主たる居住地の価値は除く）、または、②過去2年間における所得実績が年間20万ドル以上（または配偶者との合計所得が30万ドル以上）であり今年も同様の収入が見込める自然人（natural person）である（図表8）。これを、純資産及び所得基準と呼称する。

図表8 レギュレーションDルール501(a)が規定する自衛力認定投資家の概要

個人	①	純資産（配偶者の純資産を含む）が100万ドル以上（主たる居住地の価値は除く）の自然人
	②	過去2年間における所得実績が年間20万ドル以上（または配偶者との合計所得が30万ドル以上）であり、今年も同様の収入が見込める自然人
	③	レギュレーションDに基づいて発行された証券の発行体の取締役（director）、執行役員（executive officer）、ゼネラル・パートナー（general partner）
法人	④	銀行、貯蓄貸付組合、協同組合銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、投資会社、事業開発会社（私募も含む）、中小企業投資会社、州政府等によって設立された500万ドル以上の残高を有する職員給付プラン、ERISAに基づいて銀行、保険会社、登録投資顧問業者が管理する、または、500万ドル以上の資産を運用する従業員給付プラン
	⑤	総資産500万ドル以上保有する内国歳入法501(c)(3)で定められる組織、株式会社、事業信託、パートナーシップ
	⑥	「洗練された個人」によって投資判断が行われる総資産500万ドル以上の信託
	⑦	全出資者が自衛力認定投資家に該当する法人

（出所）SECより野村資本市場研究所作成

他方で、自衛力認定投資家に分類される法人は、銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、ミューチュアル・ファンド等のSECに登録する投資会社（RIC: registered investment company）が含まれ、事業開発会社（BDC: business development company）も該当する。BDCは、1940年投資会社法第2条(a)(48)に基づくクローズド・エンド・ファンドで、中小企業等に投資する点が特徴的である¹⁶。BDCは、①純資産の70%まで私募証券に投資可能であり、②収益の90%以上を四半期毎に配当する必要がある、③自己資本（エクイティ）に対して200%まで借入（レバレッジ）を行うことができる。

BDCの組成者を見ると、ゴールドマン・サックス、KKR、TPGキャピタル、ベインキャピタル、アレスキャピタル・コーポレーション等のプライベート・エクイティ・ファンドの運営者が多い

¹⁵ SEC, “Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017,” August 1, 2018.
¹⁶ 米国のBDCは、1940年投資会社法に基づくRICだけではなく、1940年投資顧問法の202条(a)(22)に基づく私募の形態で組成されることもある。両者共に現行規制下において自衛力認定投資家に分類されている。

17。また、BDC は、クローズド・エンド・ファンドとして、しばしば NYSE 等の証券取引所に上場する。つまり、BDC は、1940 年投資会社法の規制の下で、私募証券に投資しながらも投資家に高い流動性を提供する投資法人である。

(3) SEC が提示した自衛力認定投資家の規則改正案

1) 自衛力認定投資家に分類される個人の定義の拡大

SEC 規則は、第一に、純資産及び所得基準において、純資産（配偶者の純資産を含む）が 100 万ドル以上（主たる居住地の価値は除く）の個人という要件について、配偶者だけではなく、「配偶者と同等の関係性にある同居者（spousal equivalent）」も含めている（図表 9）。

図表 9 SEC 規則が提示した自衛力認定投資家の個人の定義の概要

①純資産基準	従前の規定	純資産（配偶者の純資産含む）が 100 万ドル以上（主たる居住地の価値は除く）の個人
	SEC 規則の追加事項	配偶者と同等の関係性にある同居者
②所得基準	従前の規定	過去 2 年間の所得実績が 20 万ドル以上（または配偶者との合計所得が 30 万ドル以上）であり、今年も同様の収入が見込める個人
	SEC 規則の追加事項	配偶者と同等の関係性にある同居者
③職責に基づく基準	従前の規定	レギュレーション D に基づいて発行された証券の発行体の取締役（director）、執行役員（executive officer）、ゼネラル・パートナー（general partner）
④専門的知見に基づく基準	SEC 規則の追加事項	自衛力認定投資家としての資質を確保できるものとして、SEC が指定した職業上の証明や任命、認定教育機関から資格を得た個人。 SEC は証明、任命、資格の指定にあたって、以下の要素等を考慮する。 1. 当該証明、任命、資格は自主規制機関やその他の業界団体による試験によって得られるものか、あるいは認定教育機関が発行したものか 2. 必要な試験は、有価証券や投資の分野において、個人の理解や洗練さを信頼できる形で有効に検証できるものか 3. これらの証明、任命、資格を有する個人は、投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに関する十分な知識と経験を持っていることが期待できるか 4. 個人が有する証明や任命に関する状況が、関連自主規制機関やその他の業界団体によって公表されているか
⑤投資専門家に係る基準	SEC 規則の追加事項	私募ファンドの「知識のある従業員」

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

第二に、SEC が指定した「職業上の証明や任命、認定教育機関から資格を得た個人」を、自衛力認定投資家に分類している。従前の規定は、純資産及び所得基準を採用しているが、これに対し SEC 規則は、例えば米国証券アナリスト（CFA）等、投資に関する専門性に関係する資格を有する者も、私募証券の購入者として認められるとの考えに基づいている。

第三に、1940 年投資会社法のルール 3c-5(a)(4)が規定する私募ファンドの「知識のある従業員

17 ゴールドマン・サックスは 2020 年 1 月に、PE 投資を行うマーチャント・バンキング事業をアセットマネジメント部門に移管している。詳細は、岡田功太、下山貴史「ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの事業改革－ウェルスマネジメント事業を中心に－」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号を参照。

（knowledgeable employee）」を自衛力認定投資家に含めることを示している。すなわち、1940 年投資会社法第 3 条(c)(1)または 3 条(c)(7)に基づいて、SEC 登録が免除される投資法人の取締役（director）、執行役員（executive officer）、ゼネラル・パートナー（general partner）等に就いている人や、投資部門の責任者等を自衛力認定投資家として追加している。

2）自衛力認定投資家に分類される法人の定義の拡大

SEC は、自衛力認定投資家に分類される法人についても定義の拡大をしている。第一に、運用資産 500 万ドル以上のファミリーオフィス及びファミリークライアントを、自衛力認定投資家に分類している（図表 10 の⑥及び⑦）。ファミリーオフィスとは、富裕層の顧客ファミリーに対する資産運用や税務アドバイスを提供するものであり、原則として 1940 年投資顧問法に準拠する投資顧問業者として SEC に登録している。ファミリークライアントとは、ファミリーオフィスのメンバーや主要な従業員、彼らが運営する慈善活動団体（charitable organizations）や信託（trusts）等である。

図表 10 SEC 規則が提示した自衛力認定投資家の法人の定義の概要

①	従前の規定	銀行、貯蓄貸付組合、協同組合銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、投資会社、事業開発会社（私募も含む）、中小企業投資会社、州政府等によって設立された 500 万ドル以上の残高を有する職員給付プラン、従業員退職所得保障法に基づいて銀行、保険会社、登録投資顧問業者が管理する、または、500 万ドル以上の資産を運用する従業員給付プラン
	SEC 規則の追加事項	農村事業投資会社、登録投資顧問業者
②	従前の規定	総資産 500 万ドル以上保有する内国歳入法 501(c)(3)で定められる組織、株式会社、事業信託、パートナーシップ
	SEC 規則の追加事項	リミテッド・ライアビリティ・カンパニー（LLC）
③	従前の規定	「洗練された個人」によって投資判断が行われる総資産 500 万ドル以上の信託
④	従前の規定	全出資者が自衛力認定投資家に該当する法人
⑤	SEC 規則の追加事項	①、②、③、④に該当しない投資資産 500 万ドル以上の法人
⑥	SEC 規則の追加事項	運用資産 500 万ドル以上のファミリーオフィス
⑦	SEC 規則の追加事項	ファミリークライアント

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

第二に、農村事業投資会社（RBIC: rural business investment company）を自衛力認定投資家に追加している（図表 10 の①）。RBIC は、統合農業農村振興法（Consolidated Farm and Rural Development Act）の 384A 条に基づき、農務長官の承認によって設立される法人である。RBIC は、農業信用制度銀行（farm credit system banks）等から出資を受けて、農村地域の活性化と雇用の創出を目的とした投資を行う。その投資額の 75%以上は農村地域（人口 5 万人以下の地域）を対象とし、かつ、投資額の 50%以上を小規模企業（純資産が 600 万ドルかつ過去 2 年間の収入が 200 万ドル未満の企業）としなければならない。

RBIC が注目されたのはバラク・オバマ政権に遡る。当時のトム・ヴィルサック農務長官は 2014

年4月、「メイド・イン・ルーラル・アメリカ（Made in Rural America）」という米国農村部に対するPE投資やベンチャー投資の活性化策を打ち出した¹⁸。その際に、アドバンテージ・キャピタル・パートナーズ（Advantage Capital Partners）は、農業信用制度銀行8行から約1億5,000万ドルの資金を調達し、RBICの運営を開始した。また、2019年11月には、ブルー・ハイウェイ・グロース・キャピタル（Blue Highway Growth Capital）のRBICが、M&Tバンクから約500万ドルの出資を受けた¹⁹。ブルー・ハイウェイ・グロース・キャピタルは、米国中部大西洋岸や北東部の農村地域への投資を行っている投資会社である。

第三に、図表10が示す①、②、③、④に該当しない投資資産500万ドル以上の法人の追加している（図表10の⑤）。これは、キャッチオール条項と呼ばれており、インディアン部族²⁰、労働組合、政府や政府系の基金等を自衛力認定投資家に含めることを意図している。

2. SEC 規則の原案に対する市場参加者の主張

SECは2019年12月に、SEC規則の原案を公表し、2020年5月末までパブリック・コメントを募集した。その際、非上場株式取引プラットフォームの運営者は、自衛力認定投資家に定義の拡大について、概ね前向きな見解を示した。例えばGTSは、非上場株式取引プラットフォームであるクリアリストの運営を通じて、自身が有するトレーディング・テクノロジーを活用し、米国の非上場株式市場の透明性及び効率性の向上に寄与できると述べており、SEC規則改正案を歓迎している²¹。

他方で、北米証券監督者協会（NASAA）及び全米消費者協会は、SEC規則の原案について反対の姿勢を示した²²。その理由として、第一に、レギュレーションDに係る情報開示の拡充の必要性を挙げている。SEC登録が必要な公募市場では、企業は十分な情報開示を行うことが求められ、市場参加者のチェックの下でガバナンスを強化しなければならない。それにより、企業の健全性が向上し、投資家保護が拡充される。他方で、SEC登録が不要な私募市場では開示が限定的であり、結果的に、投資家からの苦情、さらには詐欺や不正行為に繋がることもあり得る。

実際に、SECの調査によると、過去5年以内に営業職員の不正行為が発生したブローカー・ディーラーの割合（社数ベース）は、私募証券を取り扱っていなかったブローカー・ディーラーでは約6%であったが、私募証券を取り扱っていたブローカー・ディーラーについては約22%に達していた²³。これらを踏まえ、NASAA及び全米消費者協会は、レギュレーションDに係る情報開

¹⁸ USDA, “USDA Announces \$150 Million Investment Fund to Grow Small Businesses, Create Jobs in Rural America,” April 21, 2014.

¹⁹ M&T, “M&T Bank Invests \$5 Million in Blue Highway Growth Capital Fund to Accelerate Revitalization in Rural Communities,” October 10, 2019.

²⁰ 米国において、インディアン部族（Indian tribe）は、連邦政府や州と並んで主権を持つ団体として認められている。

²¹ GTS, “Amending the “Accredited Investor” Definition, File No. S7-25-19, Release No. 33-10734; 34-87784,” May 5, 2020.

²² NASAA, “File No. S7-25-29: Amending the “Accredited Investor” Definition,” March 16, 2020. Consumer Federation of America, “File No. S7-25-29: Amending the “Accredited Investor” Definition,” March 9, 2020.

²³ SEC, “Online Appendix to Commissioner Robert J. Jackson, Jr. Statement on Accredited Investor Definition,” December 18, 2019.

示を拡充しないまま、自衛力認定投資家の定義を拡大することは、投資家保護を蔑ろにし得ると主張している。

第二に、純資産及び所得基準に関する問題を指摘している。インフレ等の影響により、自衛力認定投資家に該当する世帯が、同規則の制定された 1982 年の 1.6%から足元で 13%にまで拡大しているが、それらに含まれている個人が、私募証券の取引に必要な知識を持ち合わせているとは限らない。そのため、NASAA 及び全米消費者協会は、純資産及び所得基準について、インフレ調整を行うべきであると主張している。また、同基準には非金融資産も含まれており、私募証券の取引で生じる損失に耐えられることを示す基準として必ずしも適切とはいえない。NASAA 及び全米消費者協会は、同基準から、主たる居住地以外にも、事業に利用する農地や機械、老後に必要な退職勘定で保有する資産を除外すべきであると述べている。

第三に、「職業上の証明や任命、認定教育機関からの資格を得た個人」についてである。NASAA 及び全米消費者協会は、別途、パブリック・コメントの募集等の正式な規則改正手続きを経た上で、職業上の証明や資格を規定すべきであるとしている。また、弁護士、経営学修士（MBA）、会計士といった投資と関連性が低い資格は、自衛力認定投資家に分類されるべきではないと主張している。さらに、資格だけで自衛力認定投資家と認めることは適切ではなく、投資経験や損失に耐えられるかどうか基準に含めて考える必要があると述べている。

3. 米国の公募ファンドの私募証券投資に係る規制緩和

SEC 規則は、自衛力認定投資家の定義に関するものだが、米国の資産運用業界は、SEC に対して、既に自衛力認定投資家に分類されている 1940 年投資会社法の RIC に係る規制緩和についても提言している。具体的には、クローズド・エンド・ファンド及びインターバル・ファンドに係る規制緩和と、関係者（affiliated persons）に当たる RIC 間の私募証券取引（クロス取引）に係る規制緩和である。

（1）クローズド・エンド・ファンドの集中投資規制の撤廃

クローズド・エンド・ファンドは、当初募集期間終了後の追加設定は受け付けないものの、多くが証券取引所に上場し、投資家は売買の機会を得ることができる。上場クローズド・エンド・ファンドの価格が、同ファンドの基準価額（NAV）よりも高い時は「プレミアム」、低い時は「ディスカウント」と呼ばれる。

1940 年投資会社法上のクローズド・エンド・ファンドは、純資産総額の 100%まで非上場株式等の非流動性資産に投資することが可能である²⁴。同ファンドは、RIC として厳格な開示規制下にあり、運用者は顧客の最善の利益を追求する受託者責任を負っている。また、同ファンドを個人

²⁴ オープン・エンド・ファンドであるミューチュアル・ファンドによる非上場企業への投資は、クロスオーバー投資と呼ばれる。詳細は、竹下智「上場・非上場の垣根を飛び越えるクロスオーバー投資－米国ミューチュアル・ファンドによるプレ IPO 株式投資の実状－」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号を参照。

投資家等に提供するブローカー・ディーラー及び登録投資顧問業者は、顧客の最善の利益追求を規定する、レギュレーション・ベスト・インタレストに準拠することが求められている²⁵。厳格な規制を受けるクローズド・エンド・ファンドの規制緩和を行い、同ファンドによる私募証券投資を行いやすくすれば、個人が直接私募証券に投資する際に懸念されるような詐欺や不正行為の懸念を回避しながら、非上場株式等への投資の活性化に繋がることが期待できる。

このような背景の下、運用会社大手のフィデリティ・インベストメンツは、クローズド・エンド・ファンドの集中投資規制の撤廃を主張している²⁶。1940 年投資会社法第 8 条(b)(1)(E)によると、クローズド・エンド・ファンドが単一の業種（any one industry or group of industries）に純資産総額の 25%以上投資する場合、同ファンドのスポンサーである資産運用会社は、同ファンドの株主（投資家）の承認を得る必要がある。そのため、例えば、クローズド・エンド・ファンドの運用資産総額が急激に増減し、意図せずに 25%基準に抵触した場合においても、株主承認を取得する必要性が生じる。

フィデリティ・インベストメンツは、集中投資規制は資産運用会社にとって不必要な負担であり、クローズド・エンド・ファンドの拡大を阻害する要因であると主張している。同社は、クローズド・エンド・ファンドの集中投資規制を撤廃し、運用し易い制度設計に変更することができれば、同ファンドの市場規模は拡大し、私募証券投資の更なる活性化が期待できると述べている。

なお、米国のクローズド・エンド・ファンドは 2019 年末時点で約 500 本あり、その運用資産総額は合計で約 2,780 億ドルである。同時点の投資対象資産は、米国地方債が約 33%、米国株式が約 29%、米国債が約 21%、世界株式が約 10%、世界債券が約 8%である。

（２）インターバル・ファンドの規制改革に係る提言

米国の資産運用業界は、インターバル・ファンドの規制改革についても提言している。インターバル・ファンドは、1940 年投資会社法のルール 23c3 に基づく RIC である（図表 11）。インターバルとは、投資家による解約頻度（換金可能な頻度）のことを指し、原則として、3 か月に 1 回、6 か月に 1 回、12 か月に 1 回と規定されており、同ファンドは買取り額に応じて、投資対象資産をプロラタ（比例配分）でアンワインド（ポジション解消）する。

投資会社協会（ICI）は、SEC に対してルール 23c3 を改正し、①1 か月間のインターバルの承認、②投資家による買戻し請求額が、インターバル・ファンドの株式（普通株）の発行済み総額の 25%未満でなければならないという制約の撤廃を主張している²⁷。ICI は、これらの改革によって、インターバル・ファンドの商品性が改善されれば、投資家が同ファンドの購入を検討し易くなり、高水準の投資家保護を維持しながら、同ファンド経由の私募証券投資を活性化できることを主張している。

²⁵ 詳細は、岡田功太「SEC の米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号（ウェブサイト版）、同「米国における投資アドバイスの行為基準規制を巡る議論の進展」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号（ウェブサイト版）を参照。

²⁶ Fidelity Investments, “Amending the “Accredited Investor” Definition: File No. S7-25-19,” March 16, 2020.

²⁷ ICI, “Amending the “Accredited Investor” Definition (File No. S7-25-19),” March 12, 2020.

図表 11 各 RIC の特徴の概要

	クローズド・ エンド・ファンド	インターバル・ ファンド	オープン・ エンド・ファンド
追加設定	不可	可 (NAV の算出頻度次第)	可
非流動性資産への投資	純資産総額の上限 100%	純資産総額の 75%－95%	純資産総額の上限 15%
取引価格の算出	上場している場合は 証券取引所で値付け されている価格	NAV	NAV
投資家による購入頻度	日次（証券取引所 において日次で値付け されている場合）	日次または月次 (同ファンドの募集 規定次第)	日次
投資家による解約頻度	日次（上場市場の流 動性次第）	3 か月、6 か月、 12 か月に 1 回	日次
投資家による解約制限	なし	同ファンドの株式の 発行済み総額の 5% 以 上かつ 25% 未満	なし

（出所）ICI より野村資本市場研究所作成

なお、米国のインターバル・ファンドは約 68 本あり、その大半は、地方債、バンクローン、ローン担保証券（CLO）等に投資するクレジット戦略を採用している。同ファンドの運用資産総額は合計で約 330 億ドル（2020 年 5 月末時点）であり、市場規模は小さいが、近年では、カーライル、KKR、ブラックロック、ブラックスストーン等が同ファンドの運用を開始しており、今後の動向が注目されている。

（３）私募証券のクロス取引規制の適用免除

フィデリティ・インベストメンツは、RIC による、私募証券のクロス取引規制の適用免除も主張している。クロス取引とは、関係者間の取引（affiliated transaction）である。例えば、ある投資家が、ミューチュアル・ファンド A とミューチュアル・ファンド B の両者の議決権を 5% 以上保有し、両者を支配していた場合、ミューチュアル・ファンド A とミューチュアル・ファンド B は関係者（affiliated person）となり、両者間の証券取引は、関係者間の取引、すなわち、クロス取引に該当する。

SEC は、1940 年投資会社法のルール 17a-7 において、原則としてクロス取引を禁じているが、①「市場の気配を直ちに取得できる（market quotations are readily available）」証券の取引であり、②「独立した時価（at the independent current market price）」で取引が執行されており、③同取引に関連するブローカレッジ・コミッションが発生しない場合においてのみ、クロス取引を許容している。レギュレーション D のルール 506(b)に基づいて私募発行された非上場株式は、市場の気配を直ちに取得できないことが多いため、一般にクロス取引が認められない。

ただし、SEC は、例外的に、米国地方債については、市場の気配を直ちに取得できない場合においてもクロス取引を容認している。そこで、フィデリティ・インベストメンツは、SEC に対し

て、私募証券についても、RIC によるクロス取引規制の適用を免除すべきであると述べている²⁸。この主張が認められた場合、RIC はクロス取引により、ブローカレッジ・コミッションや取引コスト（流動性コスト）を抑制しながら、私募証券に投資するポートフォリオのリバランス等が可能となる。これは、同証券へのエクスポージャー拡大を行いやすくすることに繋がる。

IV. SEC による起業家と投資家を繋ぐ「ファインダー」区分の導入提案

1. ファインダーの概要

（１）ファインダーとしてブローカー登録が免除される条件

SEC は 2020 年 10 月に、「ファインダー（Finders）」に係る適用除外命令（*exemptive order*）を発出し、2020 年 11 月にパブリック・コメントの募集を締め切った²⁹。同命令は、ファインダーに関する 1934 年証券取引所法第 15 条が規定するブローカー登録義務の免除要件を明確化するセーフハーバー・ルールを定めたものである。ファインダーとは、資金調達を希望する非上場企業と投資家を繋ぐ役割を担う者（自然人）であり、スタートアップ企業の依頼を受けて VC を紹介したり、起業家の依頼を受けてエンジェル投資家を紹介したりする仲介者である。つまり、ファインダーという新たな規制区分を導入することで、従来から用語としては使われていたものの、規制上の扱いが曖昧であったファインダーについて、認められる行為等を明確化し、米国の非上場市場における中小企業の資金調達活動を目指したものと言える。

ファインダーに係る適用除外命令は、ファインダーとしてブローカー登録を免除される条件を規定している（図表 12）。例えば、ファインダーが見つけた潜在的な投資家が、自衛力認定投資家であるか、または、自衛力認定投資家であると合理的に確信できることが要件とされている。自衛力認定投資家とは、主に私募証券に投資可能な者であり、銀行、保険会社、投資会社といった金融機関等の法人と、純資産及び所得実績が一定水準以上の個人や、認定教育機関から資格を得た個人等が含まれる。また、ファインダーは、発行体と報酬に関する合意を書面にて取り交わすことが求められているが、発行体を投資家に紹介することで、発行体が資金調達に成功した場合、その取引に応じたコミッションを受領することが認められている。

²⁸ 前掲脚注 26 を参照。

²⁹ Release No. 34-90112; File No. S7-13-20.

図表 12 ファインダーとしてブローカー登録が免除される条件

1	発行体が、1934 年証券取引所法第 13 条、または第 15 条(d)に基づく開示の要請を受けていないものであること
2	発行体が、1933 年証券法の登録義務の適用除外となる証券発行を行おうとしていること
3	ファインダーが、一般的勧誘（general solicitation）に従事していないこと
4	潜在的な投資家が、自衛力認定投資家であるか、または、自衛力認定投資家であるとファインダーが合理的に確信（reasonable belief）していること
5	ファインダーが、発行体とサービス内容や、それに伴う報酬について記載した書面を取り交わして合意していること
6	ファインダーが、ブローカー・ディーラーの関係者（associated person）ではないこと
7	ファインダーが、1934 年証券取引所法第 3 条(a)(39)に規定される欠格事由に該当していないこと

（出所）SEC 登録適用除外命令より野村資本市場研究所作成

（２）ティア I 及びティア II ファインダーの概要

ファインダーに係る適用除外命令は、ブローカー登録免除の条件を規定した上で、ファインダーをティア I ファインダー（Tier I Finders）とティア II ファインダー（Tier II Finders）に分類し、それぞれに認められる行為や要件を定めている。ティア I ファインダーは、12 か月間に単一の発行体の一回限りの資金調達に関して、潜在的な投資家のコンタクト情報を発行体に提供する者である。そのコンタクト情報には、氏名、電話番号、メールアドレス、ソーシャルメディア情報等が含まれる。つまり、ティア I ファインダーとは、知人や家族等が起業する際に、資金の出し手となり得る別の知人を紹介するようなケースが該当する。

他方で、ティア II ファインダーは、ティア I ファインダーに認められているコンタクト情報の提供に加えて、①潜在的な投資家の特定、スクリーニング、接触、②潜在的な投資家に対する発行体が提供する資料の交付、③当該資料に記載されている情報に関する議論（投資の妥当性や評価に関する助言は除く）、④発行体と潜在的な投資家のミーティングの設定と、そのミーティングへの参加が許容されている。ファインダーに係る適用除外命令は、これら 4 点について、ブローカーのみに認められている「投資勧誘（solicitation）」ではなく、「投資勧誘に関連する活動（solicitation-related activities）」であると位置づけることで、ティア II ファインダーによる SEC 登録の免除を認めている。

ただし、ファインダーに係る適用除外命令は、ティア II ファインダーに対して、事前に図表 13 の項目を潜在的な投資家に開示することを求めている。例えば、ティア II ファインダーは、発行体の代理人として活動していることや、発行体から得ている報酬に関する取り決め事項等を明示しなければならない。また、ティア II ファインダーと発行体との間で生じ得る重大な利益相反がある場合は、その旨を潜在的な投資家に対して開示することが求められる。これらの開示は、当初は口頭で行うことも認められるが、発行体が発行する証券への投資が完了するまでの間に、図表 13 の全ての情報を記載した書面を投資家に交付する必要がある。

図表 13 ティア II ファインダーに求められる開示事項

1	ティア II ファインダーの氏名
2	発行体の名称
3	ティア II ファインダーと発行体（関係会社を含む）の関係性
4	ティア II ファインダーが、発行体から報酬を得ることの明示と報酬に関する取り決め事項の説明
5	ティア II ファインダーと発行体との間で生じ得る重大な利益相反事項
6	ティア II ファインダーが発行体の代理人として活動していること、ブローカー・ディーラーの関係者として活動しているわけではないこと、投資家の最善の利益を追求する役割を担っているわけではないこと

（出所）SEC 登録適用除外命令より野村資本市場研究所作成

2. ブローカーとファインダーの境界線を巡る議論の経緯

（１）「証券の取引を実行する業務に従事する者」の解釈

米国では、長年にわたって、ブローカーとファインダーの規制上の区別が曖昧であった。その理由として、1934 年証券取引所法において、ブローカーに認められる行為が定義されていないことが挙げられる。ブローカーとは、同法第 3 条(a)項(4)において、他人の勘定のために「証券の取引を実行する業務に従事する者」と定義されており、同法第 15 条(a)(1)において、SEC に登録せずに証券取引を実行し、または証券の買付や売付を誘引（induce）するか、あるいは誘引しようとする（attempt to induce）ことを原則として禁止されている。

ただし、1934 年証券取引所法は、ブローカーの定義における「取引を実行する（effecting transactions）」や、「業務に従事する（engaged in the business）」という文言の定義を規定していないことから、ファインダーを巡る様々な事案において、その解釈が度々争点となってきた。1980 年代以降に示された数々の判例等によって、図表 14 が示す行為を行う者が、ブローカーに該当すると判断された。しかし、図表 14 が示す行為は、あくまでも個別事案について判例で示されたものであり、ファインダーがブローカーに該当することを直ちに決定付ける要件として明確化されているわけではない。ファインダーが、具体的にどのような要件を満たした場合に、ブローカーであると見なされるのかについては、裁判所だけではなく、SEC が個別事案の事実や状況に即して判断してきた。

図表 14 過去の判例においてブローカーに該当すると判断された行為

1	積極的に投資家を勧誘または募集（soliciting or recruiting）している
2	証券発行体と投資家間の交渉に参加している
3	投資の利点（merits）について、投資家に助言する、または、その利点について意見を述べている
4	顧客の資金や証券を取り扱っている
5	過去に他の発行体の証券を販売したことがある
6	投資商品の販売の対価として、取引量に応じたコミッション等の報酬や通常の給与以外の支払いを受けている

（出所）SEC 登録適用除外命令より野村資本市場研究所作成

（２）ポール・アンカ氏に対するノー・アクション・レター

ブローカーとファインダーの規制上の区別が曖昧であった中、ファインダーの実務対応上の指針として参照されたものとして、SEC が 1991 年 7 月に公表したノー・アクション・レターがある³⁰。同レターは、著名な歌手のポール・アンカ氏の事案について発出されたものである。アンカ氏は、当時、カナダに本拠地を有していたアイスホッケー・チームの共同出資者であり、同チームの運営会社の資金調達を支援するために、資金提供者となり得る人物のリストを作成し、運営会社に渡すことで報酬を得た。この行為が、1934 年証券取引所法第 3 条(a)項(4)が規定するブローカー行為に該当するのか、またはファインダーとしての行為に分類されるのか、注目を集めた。

SEC によると、アンカ氏は、当時、自衛力認定投資家に該当すると合理的に確信した潜在的な投資家の氏名と電話番号等のコンタクト情報を発行体に提供することに同意していた。また、アンカ氏は、潜在的な投資家と発行体に関するそれ以上のやり取りをせず、図表 15 が示す 8 項目の行為をしていなかった。そのため、SEC は、アンカ氏の行為は、ブローカー行為に該当しないと判断した。これを受けて、ファインダーがブローカーに該当しないと判断されるためには、図表 15 の行為を行わないことが条件になると考えられた。

しかし、アンカ氏に対するノー・アクション・レターは、ファインダーにとって一定の指針になったが、その後も、ファインダーが無登録のブローカー行為を行っているのか否かについては、SEC がそれぞれのケースを検証し、ブローカー行為に該当すると判断された場合は制裁され、該当しないと考えられた場合についてはノー・アクション・レターが発出された。結局のところ、SEC が個別事案の事実や状況に即して判断するという規制アプローチは継続された。

図表 15 ファインダーがブローカーに該当すると判断される可能性がある行為

1	潜在的な投資家を勧誘する、または提案されている投資に関連して何らかの接触を持つ
2	広告、推奨（endorsement）、一般的勧誘といった行為に関与する
3	販売資料の作成に関与する
4	売り付けについて独立した分析を行う
5	デューデリジェンスに関与する
6	証券買い付けのための資金調達を支援する、または提供する
7	投資の価値評価について助言を行う
8	投資に関連する資金や証券を取り扱う

（出所）SEC 登録適用除外命令より野村資本市場研究所作成

（３）ファインダーの活動促進に対する期待の高まり

2000 年代に入ってから、1934 年証券取引所法上の解釈だけではなく、中小企業の資金調達の活性化という観点からも、ファインダーという新たな規制区分の導入が求められた。米国では、スタートアップ企業が VC から調達した資金総額の約 77%は、カリフォルニア州、ニューヨーク州、マサチューセッツ州が占めており、その他の地域のスタートアップ企業等は、VC にアクセスで

³⁰ Paul Anka, SEC Staff No-Action Letter (July 24, 1991).

きているとは言い難い（2019 年時点）³¹。また、中小企業が 500 万ドル以下の資金を調達したいと考える場合、VC やブローカー・ディーラーが取り扱うには少額である一方で、家族や友人等にとっては多額過ぎることから、資金調達を諦めざるを得ない場合があることも指摘されている³²。

そのような状況を受けて、数多くの業界団体等が、ファインダーに係る要件の明確化を求めた。例えば、アメリカ法曹協会（ABA）は、2005 年 6 月に報告書（Report and Recommendations of the American Bar Association Business Law Section Task Force on Private Placement Broker-Dealers）を公表し、SEC、FINRA、州政府当局に対して、小規模な発行体のために、投資家への勧誘を認められる者について、簡素な規制枠組みを策定すべきであると主張した。また、SEC が開催している小規模事業フォーラムは、2005 年以降に公表された全ての報告書において、ファインダーが SEC 登録のブローカーに該当しない要件と、許容される行為の明確化を提言した³³。更に、米財務省が 2017 年 10 月に公表した資本市場の制度改革に係る報告書（A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets）も、SEC、FINRA、州政府当局に対して、ファインダー及びその他の仲介者に係る新たな規制枠組みの策定を要請した³⁴。

以上のように、ファインダーの活動促進に対する期待が高まったことを踏まえて、SEC は今般、ファインダーに係る適用除外命令を発出し、ティア I 及びティア II ファインダーという枠組みと、両者が遵守すべき条件を提案した。

3. ティア II ファインダーに対する批判

実は、ティア II ファインダーに対しては批判的な見方が強まっている。ティア II ファインダーは、発行体のために、「投資勧誘に関連する活動」に従事することが認められている。すなわち、潜在的な投資家に対して、目論見書等の資料を交付し、その内容について議論することが可能であり、発行体と潜在的な投資家のミーティングに参加することもできる。そのため、「投資勧誘に関連する活動」とは、実質的にはブローカー・ディーラーによる「投資勧誘」と大差ないという見方もできる。しかし、ティア II ファインダーは、規制当局による定期的な検査や、活動記録の保管等のコンプライアンス要件の遵守を免除されている。FINRA、ABA、証券業金融市場協会（SIFMA）、NASAA 等は、ファインダーに係る適用除外命令を最終化した場合、ティア II ファインダーによる詐欺や不正行為等が増加し、投資家保護が損なわれる可能性があるとして指摘している³⁵。

³¹ 前掲脚注 29 資料を参照。

³² 詳細は、岡田功太、吉川浩史「米財務省による資本市場の包括的な規制・制度改革提言」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号（ウェブサイト版）を参照。

³³ 小規模事業フォーラムとは、SEC が小規模事業の資金調達に関する障害や問題点等のヒアリングを行う目的のものである。

³⁴ 前掲脚注 32 論文を参照。

³⁵ FINRA, “Re: Proposed Exemptive Order Granting Conditional exemption from the Broker Registration requirements of Section 15(a) of the Securities Exchange Act of 1934 for Certain Activities of Finders, File No. S7-13-20,” November 13th 2020. ABA, “Re: Notice of Proposed Exemptive Order Granting Conditional exemption from the Broker Registration requirements of Section 15(a) of the Securities Exchange Act of 1934 for Certain Activities of Finders (Release No. 34-90112; File No. S7-13-20),” November 12th 2020. SIFMA, “Re: File No. S7-13-20: Notice of Proposed Exemptive Order

SEC のキャロライン・クレンショー委員（民主党）及びアリソン・ヘレン・リー委員（民主党）は、「投資勧誘に関連する活動」が、レギュレーション・ベスト・インタレストの規定と矛盾する可能性があるとして主張している³⁶。レギュレーション・ベスト・インタレストとは、1934 年証券取引所法に基づいて、ブローカー・ディーラーに対して顧客の最善利益の追求を義務付ける規則である³⁷。ブローカー・ディーラーは、自身の経済的な利益等を優先してはならず、利益相反を管理する必要がある、受託者責任を負っている投資顧問業者と同程度の責任を負うことが求められる。ブローカー・ディーラーは、①開示義務、②注意義務、③利益相反回避義務、④コンプライアンス義務を負うことが要請されており、適合性の原則よりも厳格な基準を満たす必要がある。

レギュレーション・ベスト・インタレストは、コミッション型サービスの提供を禁止しているわけではないが、ブローカー・ディーラーと顧客との間に利益相反が生じ得るとしている。つまり、同規則は実質的に、残高フィー型サービスの提供を推奨していると言える。残高フィー型サービスは、顧客資産の増加に連動して自身の収益も増加するという構造のため、ブローカー・ディーラーと顧客間の利益相反の可能性を最小化できる。他方で、ティア II ファインダーは、発行体が資金調達に成功した場合、当該取引に応じたコミッションを受領することが可能であり、その取引額は制限されていない。クレンショーSEC 委員及びリーSEC 委員は、ティア II ファインダーを認めた場合、投資家保護が損なわれる可能性があるだけでなく、ブローカー・ディーラー規制の根幹を成すレギュレーション・ベスト・インタレストと整合性がとれないとして批判している。

更に、クレンショーSEC 委員は、ティア II ファインダーが「投資勧誘に関連する活動」に従事することに疑念を呈している。ファインダーに係る適用除外命令は、自衛力認定投資家をティア II ファインダーが対象とする潜在的な投資家としている。これは、自衛力認定投資家に分類される個人は、一定水準以上の純資産及び所得実績を有しており、レギュレーション D に基づいて発行された非上場株式等の取引をすることが認められているためである。他方で、レギュレーション・ベスト・インタレストは、純資産及び所得実績の水準にかかわらず、個人とブローカー・ディーラーとの間の利益相反を最小化する必要がある、高い投資家保護の水準を求める必要があるという考え方に基づいている。そのため、クレンショーSEC 委員は、ティア II ファインダーによる「投資勧誘に関連する活動」は、レギュレーション・ベスト・インタレストの理念に反し、認められるべきではないと主張している。

Granting Conditional exemption from the Broker Registration requirements of Section 15(a) of the Securities Exchange Act of 1934 for Certain Activities of Finders (Release No. 34-90112),” November 12th 2020. NASAA, “Re: File No. S7-13-20: Notice of Proposed Exemptive Order Granting Conditional exemption from the Broker Registration requirements of Section 15(a) of the Securities Exchange Act of 1934 for Certain Activities of,” November 12th 2020.

³⁶ Commissioner Allison Herren Lee, “Regulating in the Dark: What We Don’t Know About Finders Can Hurt Us,” October 7th 2020. Commissioner Caroline A. Crenshaw, “Statement on Proposed Exemptive Relief for Finders,” October 7th 2020.

³⁷ 詳細は、岡田功太「SEC の米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号（ウェブサイト版）、同「米国における投資アドバイスの行為基準規制を巡る議論の進展」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号（ウェブサイト版）を参照。

V. 登録免除募集制度の包括的な改革（2020 年）

1. エグゼンプト・オファリング規則の採択

SEC は 2020 年 11 月に、登録免除募集（exempt offering）に係る規則（エグゼンプト・オファリング規則）を採択した³⁸。エグゼンプト・オファリング規則は、非上場企業による資金調達の促進を目的とした規制改革であり、1933 年証券法第 5 条が規定する証券募集等に係る登録義務の免除に関する一連の規則を改正するものである。日本の制度に即していえば、私募制度の拡充を図ったものと言える。

米国では、発行体が SEC に登録届出書を提出し、効力が発生した後に、有価証券の募集をすることが義務付けられている。登録届出書において要求される開示事項は、詳細かつ複雑であり、その準備は発行体にとって一定の負担となる。ただし、これには条件付きで登録免除規定が設けられており、レギュレーション D、レギュレーション A、レギュレーション・クラウドファンディング（レギュレーション CF）等がある。今般採択されたエグゼンプト・オファリング規則は、これら登録免除募集を包括的に見直し、改正するものである。

既述のとおり、近年、米国では、IPO 等を規定する登録募集制度よりも、私募発行等を規定する登録免除募集制度の方が多用されており、スタートアップ企業や中小企業等が登録免除募集制度を活用し、資金調達を積極的に実施することで、ユニコーン企業が生まれている。つまり、登録免除募集制度は、投資家による成長著しい非上場企業への投資機会の拡大に貢献していると言える。しかし、登録免除募集制度は、過去 50 年間にわたって度々改正されており、「パッチワーク」とも呼称されている。そのため、スタートアップ企業や中小企業等による効率的な資金調達活動が阻害されている側面もある。

そこで、エグゼンプト・オファリング規則は、高い投資家保護の水準を保持しながらも、スタートアップ企業や中小企業等の資本形成を促進すべく、登録免除募集制度の簡素化及び改善を目指しており、①発行体が複数の登録免除募集制度を同時に活用する際の通算ルールの明確化、②投資家及び発行体間のコミュニケーションに関する明確なルールの設定、③登録免除募集制度の年間調達上限額の引き上げを内容としている。

2. 米国の登録免除募集制度の概要

米国の登録免除募集制度は、図表 16 が示す通り、10 種類以上あり、乱立している³⁹。以下では、エグゼンプト・オファリング規則の改正対象となったレギュレーション A、レギュレーション D、レギュレーション CF について、同規則による改正後の概要を示す。

レギュレーション A は、1933 年証券法第 3 条(b)項に基づいて、小規模事業による資本形成を

³⁸ Release No. 33-10884; 34-90300, Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets.

³⁹ 米国の登録免除募集制度は、本稿で取り上げているレギュレーション A、レギュレーション D、レギュレーション CF 以外に、レギュレーション S やルール 701 等がある。

図表 16 エグゼンプト・オファリング規則施行後の主な登録免除募集制度の概要

	12 ヶ月以内の調達上限額	一般的勧誘	発行体の要件	投資家の要件	SEC への届出	転売規制
証券法 4 条(a)項(2)	上限なし	不可	制限なし	判例法上の「発行による公募を含まない取引」に限る	不要	転売不可
レギュレーション D ルール 506(b)	上限なし	不可	「前科者」は不適格	自衛力認定投資家及び 35 名以下の洗練された投資家	フォーム D	転売不可
レギュレーション D ルール 506(c)	上限なし	可	「前科者」は不適格	自衛力認定投資家 (合理的な手続きに基づく確認が必要)	フォーム D	転売不可
レギュレーション A ティア I	2,000 万ドル	可 (TTW 可)	「前科者」は不適格、登録投資会社等は不可	制限なし	2 年分の財務諸表を含む フォーム 1-A	転売可
レギュレーション A ティア II	7,500 万ドル	可 (TTW 可)	「前科者」は不適格、登録投資会社等は不可	非上場証券の場合は自衛力認定投資家以外の投資家について投資金額等の制限あり	2 年分の監査済み財務諸表を含む フォーム 1-A	転売可
レギュレーション D ルール 504	1,000 万ドル	限られた場合にのみ可	「前科者」は不適格、登録投資会社等は不可	制限なし	フォーム D	原則転売不可
レギュレーション CF	500 万ドル	届出後は限定的に可 (TTW 可)	「前科者」は不適格、米国外の発行者や登録投資会社は不可	自衛力認定投資家以外の投資家については所得及び純資産基準あり	2 年分の財務諸表を含む フォーム C	12 ヶ月間の転売禁止
証券法第 3 条(a)(11)に基づく州内発行	連邦法上の制限なし、州法上は 100 万～500 万ドルの上限規制	対象者は州内居住者に限る	州内で事業を営む州で設立された発行者に限る (登録投資会社は不可)	州内居住者に限る	不要	州外への転売不可
ルール 147 に基づく州内発行	連邦法上の制限なし、州法上は 100 万～500 万ドルの上限規制	対象者は州内居住者に限る	州内で事業を営む州で設立された発行者に限る (登録投資会社は不可)	州内居住者に限る	不要	6 ヶ月以内の転売は州内に限る
ルール 147A に基づく州内発行	連邦法上の制限なし、州法上は 100 万～500 万ドルの上限規制	対象者は州内居住者に限る	州内で事業を営む発行者に限る (登録投資会社は不可)、発行者の設立地は州外も可	州内居住者に限る	不要	6 ヶ月以内の転売は州内に限る

(注) 1. TTW はテスト・ザ・ウォーターを指す。
2. 前科者 (bad actor) とは、一定の違反を行い、SEC による行政処分等を受けた者を指す。
(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

向上させることを目的とした規則である⁴⁰。SEC は、レギュレーション A をティア I とティア II に大別しており、年間調達上限額は、前者が 2,000 万ドル、後者が 7,500 万ドルとなっている⁴¹。ただし、両者共に、投資家の人数、一般的勧誘、転売等の制限は規定されていない。そのため、レギュレーション A はミニ IPO とも呼ばれている。レギュレーション A のフォーム 1-A には、発行体の事業内容、発行済み株式の状況、投資リスクの説明、資金使途、財務諸表等が求められるが、ティア I は監査済みの財務諸表である必要はない一方で、ティア II は監査済みの財務諸表でなければならない。そして、ティア II に基づいて資金調達を行った発行体には、年次報告書の作成等の継続開示義務が生じる。

⁴⁰ 1933 年証券法第 3(b)は、SEC に対して少額募集の登録除外に係る権限を付与している。

⁴¹ レギュレーション A に基づいて発行された株式の一部は、OTC マーケットにおいて取引されている。

レギュレーション D ルール 504 は、レギュレーション A と同様に、1933 年証券法第 3 条(b)項に基づいて策定された規則であり、発行者がミニ公募（mini-public offering）を行うことを許容している。ルール 504 は、投資家に関する制限を設けていないことに加えて、条件付きで発行済み有価証券を転売可能としている。その条件としては、当該有価証券が一般的勧誘を許容している州法に基づいて発行され、その売付が自衛力認定投資家のみに対してなされること等が規定されている。一般的勧誘とは、資金調達のために公に行う活動を指し、新聞や雑誌、誰でもアクセス可能なウェブサイト、テレビやラジオ、誰でも入場可能なセミナー等における広告等が含まれる。

レギュレーション D ルール 506(b)及びルール 506(c)は、私募発行の要件を規定している⁴²。つまり、ルール 506(b)及びルール 506(c)は、いかなる発行者も利用可能であり、調達上限額に関する制限はないが、転売制限が付与されている。ルール 506(b)及びルール 506(c)の主な差異は投資家の要件である。ルール 506(b)は、自衛力認定投資家及び 35 人以下の洗練された投資家(sophisticated investor) による投資を認めている。自衛力認定投資家とは、銀行、保険会社、投資会社といった金融機関等の法人と、純資産及び所得実績が一定水準以上の個人や、認定教育機関から資格を得た個人等であり、洗練された投資家とは、投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに係る知識と経験を有している者を指す。他方で、ルール 506(c)は、「合理的な手続き（reasonable steps）」を経た上で、投資家全員が自衛力認定投資家であることが確認されている場合において、投資家に一般的勧誘の実施を許容している。

レギュレーション CF は、株式投資型クラウドファンディングの要件を規定しており、数多くの個人投資家による非上場株投資を促していることから、投資家の人数に係る制限を設けていない⁴³。その代わりに、レギュレーション CF は、自衛力認定投資家以外の投資家に対して所得及び純資産基準を設けており、年間の調達上限額については 107 万ドルと規定している。また、レギュレーション CF は、有価証券取得後 12 か月間の転売を原則として禁止しているが、転売先の取引相手が自衛力認定投資家である場合には、当該有価証券取得から経過した期間にかかわらず、転売可能としている。

3. 発行体及び投資家に係る要件の緩和

エグゼンプト・オファリング規則は、登録免除募集制度について、発行体及び投資家に係る各種要件を緩和している。例えば、年間調達上限額の引き上げや、買付上限額や発行体に係る要件の緩和、募集可能な対象投資家の認証要件の明確化等である。

⁴² 1933 年証券法 4 条(a)項(2)は、「発行者による取引で公募を含まないもの」を登録義務の適用除外対象としており、所謂、私募（private placement）の規定として知られている。しかし、「発行者による取引で公募を含まないもの」とは、具体的にどのようなものを指すのか明らかではないため、SEC は 1974 年にルール 146 を制定したが、その内容は 1933 年証券法 4 条(a)項(2)に関する解釈を示した判例よりも、制限的な内容であった。そこで、SEC は 1982 年にレギュレーション D を制定した。そのため、本稿では、レギュレーション D ルール 506 を、所謂、私募として記載している。

⁴³ 詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国で活発化する株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号、神山哲也「米国におけるクラウドファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号を参照。

（１）年間調達上限額の引き上げ

エグゼンプト・オフアリング規則は、第一に、登録免除募集制度の年間調達上限額を引き上げた。SECによると、2019年のレギュレーション A ティア II、レギュレーション D ルール 504、レギュレーション CF の調達額は約 12.9 億ドルであり、登録免除募集の合計調達額に占める割合は約 0.047%に過ぎない（図表 17）。SEC は 2015 年 6 月に、レギュレーション A を改正し、同規則の調達上限額を引き上げたが、それでも、同規則に基づく調達額はレギュレーション D に比べて少額である⁴⁴。また、レギュレーション D ルール 504 の調達額は約 2.28 億ドルであるが、レギュレーション D の調達額の約 0.015%に過ぎず、多くのスタートアップ企業や中小企業等によって活用されているとは言い難い。更に、SEC は、コロナ禍の影響を受けている企業等に対して、株式投資型クラウドファンディングを実施することで、資金調達を積極化することを推奨しており、レギュレーション CF の活用を促したいと考えている。

そこで、エグゼンプト・オフアリング規則は、①レギュレーション CF の年間調達上限額を 107 万ドルから 500 万ドルに⁴⁵、②レギュレーション D ルール 504 の年間調達上限額を 500 万ドルから 1,000 万ドルに⁴⁶、③レギュレーション A ティア II の年間調達上限額を 5,000 万ドルから 7,500 万ドルに引き上げた⁴⁷。また、レギュレーション A ティア II については、発行済み証券の転売の上限額についても 1,500 万ドルから 2,250 万ドルに引き上げた⁴⁸。

なお、2019 年のレギュレーション A ティア I の調達額は約 0.44 億ドルであり、登録免除募集の合計調達額の約 0.002%である。しかし、SEC は、ティア I の調達上限額を引き上げなかった。これは、州政府がティア I の見直しに係る権限を有しているためであり、エグゼンプト・オフアリング規則の対象外とされた。

⁴⁴ 2015 年 6 月に改正されたレギュレーション A は、レギュレーション A+と呼ばれることがある。

⁴⁵ SEC は、1933 年証券法第 4 条 A 項(h)に基づいて、少なくとも 5 年毎に、レギュレーション CF の年間調達上限額を見直すことが義務付けられている。SEC は 2019 年 6 月に、レギュレーション CF の活用状況に関する包括的な報告書（SEC, “Report to the Commission: Regulation Crowdfunding,” June 18th 2019）を公表し、発行体による調達行動が規制要件によって抑制されている可能性を示した。また、スタートアップ企業や中小企業等は、一般的に、株式投資型クラウドファンディングとは別に、100 万ドルから 500 万ドルの資金調達需要があるとの指摘もあった。そこで、SEC は、今般、レギュレーション CF の年間調達額を引き上げた。

⁴⁶ SEC は 2016 年 10 月に、1933 年証券法第 3 条(b)項(1)に基づいて、レギュレーション D ルール 504 の年間調達上限額を 100 万ドルから 500 万ドルに引き上げた（Exemptions to Facilitate Intrastate and Regional Securities Offerings, Release No. 33-10238）。しかし、本稿で指摘した通り、ルール 504 の活用は限定的である。他方で、ルール 504 を活用する発行体は、連邦法だけではなく、州法も遵守する必要があり、投資家保護が著しく棄損される可能性は限定的であることから、SEC は、今般、同ルールの年間調達上限額を引き上げることで、小規模事業者に対する低コストな資金調達を促した。

⁴⁷ SEC は 1933 年証券法第 3 条(b)項(2)において、レギュレーション A の年間調達上限が適切なのか否か、2 年毎に検証することが義務付けられている。SEC は 2020 年 3 月に、レギュレーション A の活用状況に関する包括的な報告書（SEC, “Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis,” March 4th 2020）を公表した。同報告書は、レギュレーション A が、レギュレーション D 等に基づく調達額よりも少額である理由として、既存の要件の下では、レギュレーション A の活用に興味を持つ発行体及び投資家が限定的であることや、引受を行う仲介者や流通市場の流動性が低いことを指摘した。これを受けて、SEC は、今般、レギュレーション A の年間調達額を引き上げた。

⁴⁸ レギュレーション A における発行済み証券の転売上限額は、当初の発行体の調達額の上限 30%と規定されている。

図表 17 2019 年の登録免除募集額

	調達額 (10 億ドル)	合計調達額に 占める割合
レギュレーション D ルール 506(b)	1,492	54.8%
レギュレーション D ルール 506(c)	66	2.4%
レギュレーション A ティア II	0.998	0.037%
レギュレーション D ルール 504	0.228	0.008%
レギュレーション CF	0.062	0.002%
レギュレーション A ティア I	0.044	0.002%
その他	1,162	42.7%
合計	2,721	100%

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

(2) 自衛力認定投資家に対する所得及び純資産基準の撤廃

第二に、レギュレーション CF における投資家に係る買付上限額の要件緩和である。レギュレーション CF は、投資家の買付上限額を 10 万 7,000 ドルとしながらも、投資家の年間所得や純資産に応じて段階的に規定している。具体的には、①過去 12 か月間の所得または総資産のいずれかが、10 万 7,000 ドル未満だった場合、所得または総資産のいずれか小さい額の 5%と 2,200 ドルを比べて大きい方の額、②過去 12 か月間の所得及び総資産の両者が、10 万 7,000 ドル以上だった場合、所得または総資産のいずれか小さい額の 10%であるが、その上限は 10 万 7,000 ドルとされている。

エグゼンプト・オフアリング規則は、レギュレーション CF を改正し、投資家が自衛力認定投資家である場合においてのみ、所得及び純資産基準を撤廃した。レギュレーション A のティア I には買付上限額の制限がなく、レギュレーション D のルール 506(b)、ルール 506(c)、レギュレーション A のティア II には、自衛力認定投資家による買付上限額の制限がない。そのため、エグゼンプト・オフアリング規則は、レギュレーション CF についても、自衛力認定投資家による投資額に係る制限を撤廃することで、他の登録募集免除制度との整合性をとった。

(3) クラウドファンディング・ビークルの活用

第三に、レギュレーション CF の発行体要件の緩和である。従前、レギュレーション CF は、1940 年投資会社法第 3 条に定義される投資会社に該当する特定目的ビークル (SPV) が、発行体になることを禁じてきた。これは、株式投資型クラウドファンディングが、スタートアップ企業等による資金調達を促すものであり、ミューチュアル・ファンドによる投資家からの資金の受託を促すものではないと位置づけられていたためである。しかし、スタートアップ企業が株式投資型クラウドファンディングを実施した場合、株主数が増大し、経営戦略やガバナンス変更、資金調達等に関する投資家の合意を得ることが難しくなるという問題が生じていた。

そこで、エグゼンプト・オフアリング規則は、1940 年投資会社法のルール 3a-9 を新設し、発行体によるクラウドファンディング・ビークルの活用を容認した。クラウドファンディング・ビークルは、レギュレーション CF に基づいて、株式投資型クラウドファンディングを実施する場合

においてのみ活用される SPV であり、単一の発行体によって発行される有価証券の直接購入を目的としている。他方、クラウドファンディング・ビークルは、①外部からの借入れ、②株式投資型クラウドファンディングを実施する発行体以外のエンティティから報酬を得ること、③他のクラウドファンディング・ビークルに投資すること等は禁じられている。

また、エグゼンプト・オファリング規則は、クラウドファンディング・ビークルに対して、レギュレーション CF に基づく開示を求めており、発行体とクラウドファンディング・ビークルが共同でフォーム C を届出することを義務付けている。すなわち、株式投資型クラウドファンディングを実施する発行体は、クラウドファンディング・ビークルの開示内容についても責任を負う。

エグゼンプト・オファリング規則が、クラウドファンディング・ビークルの活用を容認したことで、発行体は効率的にキャップテーブル（株式の保有者リスト）を管理しながら、株式投資型クラウドファンディングを実施できる。

（４）適格な投資家の認証要件の明確化

第四に、レギュレーション D ルール 506(c)における自衛力認定投資家の認証要件（verification requirement）の明確化である⁴⁹。発行体は、同規則において、「合理的な手続き」を経た上で、投資家全員が自衛力認定投資家であることを確認している場合においてのみ、投資家への一般的勧誘の実施を許容している。ここで言う「合理的な手続き」とは、①購入者の性質及び種類、②発行体が有する購入者に関する情報の量と種類、③発行の性質（勧誘を受ける購入者が発行に参加する手法等）及び発行の条件（最低投資金額等）を踏まえることを指す。つまり、「合理的な手続き」は、規則上、詳細な要件が定められているわけではなく、発行体が各取引の事実や状況を鑑みて定めるプリンシプル・ベースの規定と言える。

発行体は、「合理的な手続き」に係る要件を満たすために、レギュレーション D ルール 506(c)に基づく資金調達を実施する度に、投資家に対して金融資産等のプライバシーに関する情報を繰り返し照会する必要がある。その結果、場合によっては、発行体と投資家の関係が悪化することもある。この様な事態を回避するために、スタートアップ企業や中小企業等は、レギュレーション D ルール 506(c)に基づく資金調達活動に消極的になり、同ルールの活用が抑制されている可能性がある。

そこで、エグゼンプト・オファリング規則は、レギュレーション D ルール 506(c)を改正し、①発行体が証券を売付ける時点で、投資家が自衛力認定投資家の要件を欠いているという事実を知っていた場合を除き、②過去 5 年以内に自衛力認定投資家であることが承認されていた投資家であり、③投資家自身が自衛力認定投資家に該当する旨を宣明する書面を交付している場合は、一般的勧誘の対象として容認すると規定した。これにより、「合理的な手続き」について、プリンシプル・ベースの規制アプローチを保持しながらも、投資家に繰り返しプライバシー情報を照会

⁴⁹ 近年、レギュレーション D ルール 506(c)は、STO の実施時に活用されている。詳細は、神山哲也、塩島晋「新たな資金調達手法として期待される STO—海外の事例と日本における可能性—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

するコストと手間を削減できる。

4. 一般的勧誘規制の免除

エグゼンプト・オファリング規則は、投資家及び発行体間のコミュニケーションを促進すべく、一般的勧誘規制を免除することで、デモ・デイの開催や、登録免除募集の実施を検討する発行体によるテスト・ザ・ウォーターの活用に係る要件を明確化した。

（１）デモ・デイの要件の明確化

エグゼンプト・オファリング規則は、ルール 148 を新設し、デモ・デイにおける情報伝達が、一定の要件を満たす場合、一般的勧誘に該当しないことを明確化した。デモ・デイとは、発行体が潜在的な投資家に対して、経営戦略やビジネス・モデル等に関するデモンストレーションを行うイベントであり、スタートアップ企業とエンジェル投資家等を繋ぐ役割を果たす。

エグゼンプト・オファリング規則は、デモ・デイの主催者として、大学、その他の高等教育機関、地方政府、非営利団体、エンジェル投資家グループ、インキュベーター、アクセラレーターを挙げた。ここで言うエンジェル投資家グループには、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者と資本関係がないこと等が求められる。その上で、エグゼンプト・オファリング規則は、デモ・デイの主催者に対して、①イベントの出席者へ投資推奨や投資アドバイスを提供すること、②イベントに参加している発行体及び投資家間の投資に関する交渉に参加すること、③合理的な運営費用以外の手数料を参加者から徴収すること、④イベントの参加者と発行体を紹介することの対価として報酬を得ること、⑤ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者としての登録が必要とされるような報酬を得ることを禁じた。

また、エグゼンプト・オファリング規則は、デモ・デイに参加する発行体に対しては、①有価証券の募集中であること、または募集を計画していることの通知、②募集予定の有価証券の種類と数、③調達資金の使途、④募集における未購入の有価証券（unsubscribed amount）を提供することを許容した。更に、エグゼンプト・オファリング規則は、主催者がオンライン上でデモ・デイを開催する場合、その参加者は、①スポンサーの関係者である個人、②スポンサーが自衛力認定投資家と合理的に考える個人、③スポンサーが投資経験に基づいて選定し招待した個人に限られると規定した。

（２）登録免除募集におけるテスト・ザ・ウォーターの活用促進

エグゼンプト・オファリング規則は、デモ・デイの開催に加え、テスト・ザ・ウォーターの活用促進も目指している。テスト・ザ・ウォーターとは、適格機関購入者⁵⁰と自衛力認定投資家に分

⁵⁰ 一定規模の機関投資家、ブローカー・ディーラー、登録投資会社等であり、これらの投資家への売付けは、ルール 144A による登録免除の対象となる。ルール 144A の詳細は、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 年秋号を参照。

類される機関投資家を対象とする需要動向調査であり、有価証券の募集に関心があるか否かについて、口頭または文書によるコミュニケーションを行うものである。エグゼンプト・オファリング規則は、ルール 241 を新設し、発行体が、具体的にどの登録免除募集制度に基づくのか決定する前の段階で、テスト・ザ・ウォーターを実施することを容認した。これにより、発行体は、投資家の需要を踏まえて、レギュレーション D に基づく募集をするのか、または、レギュレーション A に基づく募集をするのか等、判断し易くなる。

更に、エグゼンプト・オファリング規則は、ルール 206 を新設した。従来、発行体がレギュレーション CF に基づく募集をする際、フォーム C を SEC に届出する前に一般的勧誘を行うことは禁止されていた。しかし、レギュレーション CF と同様に、一般的勧誘を認めているレギュレーション A においてテスト・ザ・ウォーターの実施は容認されていることから、エグゼンプト・オファリング規則は、両規則の整合性をとった。すなわち、ルール 206 は、株式投資型クラウドファンディングを行う発行体によるテスト・ザ・ウォーターの実施を認めて、目標調達額を設定し易くした。

なお、SEC は 2019 年 5 月に、ルール 163B を新設し、登録募集を検討する全ての発行体によるテスト・ザ・ウォーターの実施を容認した⁵¹。同ルールが新設されるまでは、登録免除募集を検討する EGC のみが、テスト・ザ・ウォーターの実施を認められていたが、現在は、EGC 以外にも、報告開示義務を負う会社や登録投資会社等、全ての発行体によるテスト・ザ・ウォーターの実施が容認されている。つまり、SEC は、登録募集及び登録免除募集を検討する多くの企業に対して、募集に係るコストが発生する前の段階で、有価証券の募集に係る需要のヒアリングを認めることで、あらゆる米国企業の資金調達を促している。

5. 募集の通算ルールの明確化

エグゼンプト・オファリング規則は、同一の発行体が、ほぼ同時期に実施する複数の募集を、単一の募集とみなす通算ルール（integration doctrine）の要件を明確化した。これにより、スタートアップ企業や中小企業等が、短期間に複数回にわたって資金調達をすることを促している。

（1）募集の通算ルールの概要

1) 5 ファクター・テスト

SEC は、1933 年に募集の通算ルールに係るコンセプトを公表し、1960 年代に通算ルールの規則として定めた⁵²。これは、本来、単一の募集をすべきところ、意図的に複数の募集に分割し、登録義務から逃れようとするような不適切な取り組みの抑止を目的としている。募集を通算する際の要件は、5 ファクター・テストと呼称されており、①単一の資金調達計画の一部を成すものか、

⁵¹ Release No. 33-10699, File No. S7-01-19, Solicitations of Interest Prior to a Registered Public Offering

⁵² Release No. 33-4434, Section 3(a)(11) Exemption for Local Offerings (Dec. 6, 1961)及び Release No. 33-4552, Non-Public Offering Exemption (Nov. 6, 1962).

②同一の種類の証券か、③ほぼ同時に行われているか、④対価は同一か、⑤目的は同一か、という5点から成る。

しかし、募集の通算には、長らく、課題も指摘されてきた⁵³。例えば、ある発行体が、レギュレーション D ルール 506(c)に基づいて、一般的勧誘を実施し、自衛力認定投資家に対して、投資制限を設けずに募集したとする。同時に、同一の発行体が、レギュレーション CF に基づいて、一般的勧誘を実施し、自衛力認定投資家以外の投資家にも募集をしたとする。その上で、これら2件の募集が5ファクター・テストを満たした場合、1件の募集が行われたと見なされ、通算される。この結果、自衛力認定投資家以外に募集した点がルール 506(c)に違反し、投資制限を設けなかった点がレギュレーション CF に抵触する可能性がある。これにより、発行体は、意図して、規定に違反しようとしていたわけではないにもかかわらず、一定の違反を行った者、すなわち前科者 (bad actor) に該当し、5年間の資金調達行為の禁止等の罰則を受けてしまうことになり得る。

2) セーフハーバー・ルール

SEC は、募集の通算ルールに係るコンセプトを公表した2年後の1935年に、ルール 152 を採択し、1933年証券法4条(a)項(2)について、募集の通算ルールの適用免除規定 (セーフハーバー・ルール) を設けた。その後、SEC は、ルール 152 に基づいて、それぞれの登録免除募集についてもセーフハーバー・ルールを規定した。レギュレーション D を例に挙げると、同レギュレーションに基づく資金調達の前後6か月間の外で、同レギュレーションに基づく別の資金調達が実施された場合は、この2件の募集は通算されないと定められた⁵⁴。

しかし、現在、米国の登録免除募集制度は、10種類以上あり、乱立している。つまり、通算対象となる登録募集及び登録免除募集の組み合わせの数だけ、セーフハーバー・ルールの種類も増加したことを意味している。結果的に、複雑化したセーフハーバー・ルールが、スタートアップ企業や中小企業等の効率的な資本形成を阻害している可能性が指摘された。

(2) 新たな募集の通算ルールとセーフハーバー・ルールの規定

エグゼンプト・オファリング規則は、1935年に策定されたルール 152 を改正し、一般的な通算の原則 (General Integration Principle) をルール 152(a)に規定し、新たなセーフハーバー・ルールをルール 152(b)に定めた。これらは、全ての募集の通算に係る共通ルールである。

ルール 152(a)は、発行体が、個別の事実と状況に基づいて、それぞれの募集が、登録規定あるいは特定の登録免除規定を満たしていることを認証できる場合、募集の通算は行われなかったとした。すなわち、ルール 152(a)は、5ファクター・テストを撤廃し、発行体が、登録または登録免除の義務を履行していると明示できる場合において、結果的に、5年間の資金調達行為の禁止等の罰則を受けてしまう等の事態の発生を抑止している。

⁵³ C.Steven Bradford, “Regulation A and the Integration Doctrine: The New Safe Harbor,” November 2nd 1994. Jason W. Parsont, “The SEC’s Evolving Integration Doctrine: New Guidance on Combining Offering Methods,” January 13th 2016.

⁵⁴ Intra-Regulation D Combination と呼ばれている。

その上で、ルール 152(b)は、新たなセーフハーバー・ルールとして、図表 18 が示す 4 点を規定した。ルール 152(b)は、発行体が、個別の事実と状況に基づいて、登録または登録免除の義務を履行していると明示できない場合においても、募集の通算の対象外となる要件を明記した。これにより、エグゼンプト・オフアリング規則は、スタートアップ企業や中小企業等が、短期間に複数回にわたって、機動的に資金調達を実施することを促進している。

図表 18 新たなセーフハーバー・ルールの概要

1	他の募集の開始よりも 30 日以上前に行われた募集や、他の募集の停止または完了から 30 日以上後に行われた募集は、通算されない。
2	ルール 701 に基づく従業員福祉プラン向けの募集や、レギュレーション S に基づいて米国外で行われた募集は、他の募集とは通算されない。
3	下記のケースの後に、1933 年証券法に基づく届出書を登録した募集は、他の募集と通算されない。 • 一般的勧誘が認められない募集が停止または完了しているケース • 適格機関購入者と自衛力認定投資家に分類される機関投資家を対象とした一般的勧誘が認められている募集が停止または完了しているケース • 登録募集が開始される 30 日前までに、一般的勧誘が認められている募集が停止または完了しているケース
4	一般的勧誘が認められる登録免除募集は、それ以前に停止または完了した募集とは通算されない。

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

VI. 米国および欧州におけるベンチャーデット

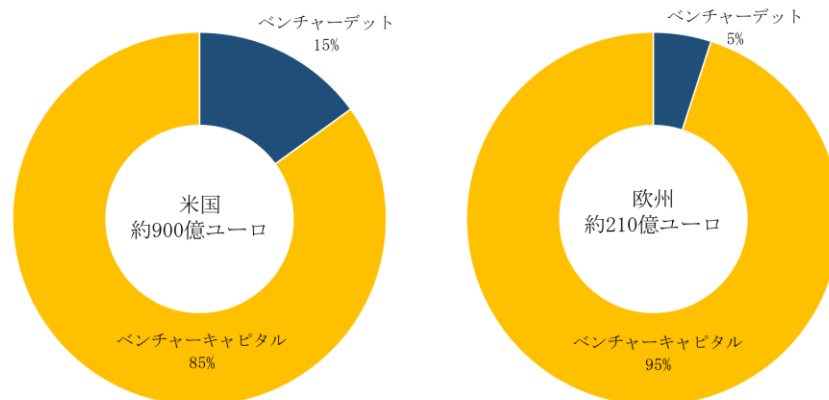
1. 米欧ベンチャー・ファイナンスの現況

米国や欧州のベンチャー企業においては、ベンチャーデット（Venture Debt）と呼ばれる資金調達の手法が活用されている。ベンチャーデットは VC とは異なり、投資家に対して株主としての権利を付与するものではないため、企業は比較的、経営の安定を保ちながら資金調達を行うことができる。伝統的な融資との比較では、ベンチャーデットはキャッシュフローや担保に依存せず、VC を含めた将来的な資金調達の可能性に着目して投資の可否を判定する点で異なる。

米国と欧州におけるそれぞれのベンチャー・ファイナンスの市場規模は、図表 19 のとおり 2018 年において米国が約 900 億ユーロ、欧州が約 210 億ユーロであり、そのうちベンチャーデットが占める割合は米国において 15%、欧州においては 5%である。

また、米国においては、農務省が所管する高度なバイオ燃料、再生可能な化学製品やバイオベース製品などのテクノロジーの開発、建設や改修を行う事業に対して、最大 2 億 5,000 万ドルの債務保証による支援を行うプログラム（Biorefinery, Renewable Chemical, and Biobased Product Manufacturing Assistance Program、通称 USDA9003 プログラム）が提供されている。

図表 19 米国および欧州におけるベンチャー・ファイナンスの市場規模



(出所) 欧州投資銀行より野村資本市場研究所作成

2. ベンチャーデット

(1) ベンチャーデットの概要

ベンチャーデットは、VC などから資金を調達しており、かつ将来的に追加の資金調達が見込まれるような成長企業が、市況の変化への対応や、販売チームの採用、マーケティングの強化、研究開発投資や設備投資などの新たな取り組みを推進することなどの目的で利用する資金調達手法の一つである⁵⁵。ベンチャーデットを活用する企業は、事業を進めるうえでの資金を十分に確保しておくことで、好ましいタイミングで資金調達ラウンドに臨み、企業価値を高く維持する狙いがあると考えられる。

ベンチャーデットを利用する企業は、アーリーステージの企業からレイターステージの企業まで存在し、それぞれの投資家によってどのステージの企業を投資対象とするか異なる。一般的にベンチャーデットで調達する資金の額は、直近のエクイティラウンドで調達した金額の 20%～35%程度であり、3 ヶ月から 9 ヶ月程度分の運転資金に相当するとされる。そのため、ベンチャーデットは VC の補完的な役割を担っていると言えよう。

ベンチャーデットにより資金調達を行った企業は、投資家に対して定期的な金利の支払いと元本の返済および手数料の支払いを行う。ベンチャーデットには、将来的にあらかじめ設定された金額にて発行体の株式を購入することができる権利（ワラント）が付与されることが多く、投資家は前述の金利や手数料による収入とワラントの行使により取得した株式を通じて利益を得る。

ベンチャーデットの主な投資家には、シリコンバレー銀行（SVB: Silicon Valley Bank）、ヘラクレス・キャピタル（Hercules）、パークレイズ（Barclays）や欧州投資銀行（EIB: European Investment

⁵⁵ Silicon Valley Bank, "Extend Your Startup's Runway: How venture debt works". (<https://www.svb.com/blogs/silicon-valley-bank/what-is-venture-debt#>)

Bank) などが含まれ⁵⁶、以下では、米国と欧州において多くのベンチャーデットの提供を行う投資家として、SVB と EIB について紹介する。

(2) SVB が提供するベンチャーデット

SVB は、1980 年代から IT、ライフサイエンスやエネルギー関連の分野に属する革新的な企業に対して、銀行業務やベンチャーデットを中心とした資金調達手法の提供などを通じた支援を行っている銀行である。同行による支援はアーリーステージからレイターステージまでのあらゆる規模の企業に対して行われており、非上場企業だけでなく上場企業との取引も行われている。

SVB によると、米国でベンチャーキャピタルによる支援を受けたテクノロジーとライフサイエンス企業の約 50% (推計値) と、2020 年に米国で IPO したベンチャーキャピタルから支援を受けていた企業の約 68% に対して支援を行ったとされ、米国のベンチャー企業の資金調達に多大な影響を及ぼしているものと考えられる⁵⁷。

SVB はスタートアップ企業を対象とした債務商品を提供した初めての銀行とされるが⁵⁸、同行が提供する資金調達手法には、経営権を確保しつつ企業の成長目標の達成にあたって必要となる資金の提供を行うベンチャーデット、短期的な業務運営コストの補填や成長戦略の策定のために利用されるグロス・キャピタル及びワーキング・キャピタルと、シニア債の活用を通じて市場の開拓や買収、設備投資を支援するためのメザニン・ファイナンスの 3 つが含まれる。SVB の貸付残高は、2020 年 12 月 31 日時点で、約 452 億ドルに及ぶが、そのうちの約 10% がアーリーステージからレイターステージの企業に対する貸付残高とされる⁵⁹。

SVB のベンチャーデットは、株式による資金調達を補完するものとして運転資金の確保や設備投資、研究開発のために活用されることを想定して、主にシリーズ A からシリーズ C までのスタートアップ企業を中心に提供されている。その一方で、すでに安定的に収益を得られているような成熟した企業による利用はあまり推奨されていない。また、SVB のベンチャーデットでは、借入資本の利用が偏りすぎないように負債比率を 35% 未満に抑えて提供されることが多い。金利は 10% から 12% 程度で設定され、ワラントが付与される。特約条項 (Covenants) が付されることがや調達資金の用途が制限されることはない。返済にあたっては、数カ月の引き出し期間と利子のみを返済する期間を経て、およそ 33 カ月から 36 カ月程度をかけて、毎月元本と利子の返済を行う⁶⁰。

SVB によると、2002 年から 2020 年までにワラントを通じて得た収益が、アーリーステージの企業の倒産等により発生した損失を大きく上回っており、同期間で 499 万ドルの収益を上げているとされる⁶¹。

⁵⁶ Bessemer Venture Partners, “Ten Questions Every Founder Should Ask before Raising Venture Debt”, June 2017.

⁵⁷ Silicon Valley Bank, “Get to know us”. (<https://www.svb.com/blogs/silicon-valley-bank/how-does-venture-debt-work#>)

⁵⁸ Silicon Valley Bank, “Understanding Venture Debt Financing”. (<https://www.svb.com/newsroom/facts-at-a-glance#>)

⁵⁹ Silicon Valley Bank, “Q4 2020 Financial highlights”.

⁶⁰ Silicon Valley Bank, “Guide to Financing Growth”. UK Tech News, “A guide to financing growth”, 8 August 2018.

⁶¹ 前掲脚注 59 を参照。

（３）EIB が提供するベンチャーデットについて

EIB は、EU 圏における経済発展、雇用創出、格差是正、あるいは EU 圏の人々だけでなく EU 圏以外の途上国の人々も含めた生活の質の向上を目指しており、公的機関・民間企業を問わず、気候・環境問題、イノベーションやインフラなどの分野への経済的支援を行っている。EIB は、2019 年 5 月時点において、累計約 19 億ユーロ（22 カ国）に及ぶベンチャーデットによる投資を行っている。EIB のベンチャーデットによる投資先の事業は、ICT 分野が全体（25,222 件）の 42.6%（10,868 件）を占め、次いで工業製品・エネルギー・化学分野が約 33.7%（8,608 件）、ライフサイエンス分野が約 23.7%である⁶²。

EIB が提供するベンチャーデットは、中小・中堅企業を対象として、技術開発やイノベーションの促進といった EIB が掲げる優先課題に沿った事業を対象に投資を行っている。一般的に、EIB のベンチャーデットによる 1 回あたりの投資額は 750～5,000 万ユーロ、金利は 3～10%であり、ワラントが付与されている。また、投資を受けるにあたって、企業は健全なコーポレート・ガバナンスが行われていること、実行可能なビジネスプランであることや、持続可能な資本構造であることを証する必要がある。

EIB グループは欧州委員会（EC: European Commission）と共同で、Horizon2020⁶³の内容に基づき、研究・技術開発のための資金調達手法を提供する観点から、InnovFin と呼ばれるプログラムを実施している。また、同グループおよび同委員会が共同で運用する欧州戦略投資基金（EFSI: European Fund for Strategic Investment）においては、EIB が投資する事業よりも市場での資金調達が難しい、あるいはよりリスクが高いような事業への支援を推進している。ベンチャーデットは、これらのプログラムにおいても活用されていると見られる。以下では InnovFin の内容や EFSI が行う投資プログラムの内容について紹介する。

1) InnovFin について

InnovFin では、従業員 500 人未満のアーリーステージのスタートアップ企業や中小企業向けのプログラム、中小・中堅規模の企業や大学などの研究機関向けのプログラムやテーマ別でのプロジェクトファイナンスを中心とした様々なプログラムが設定されている。

i) InnovFin エクイティ（InnovFin Equity）

InnovFin エクイティでは、Horizon 2020 において対象とされている ICT、医療技術、バイオテクノロジー、環境テクノロジー、ナノテクノロジーなどを中心とした革新的な分野におけるプレシ

⁶² European Investment Bank, “European Venture Debt Summit”, 28 Mar 2019. (<https://www.eib.org/en/events/european-venture-debt-summit.htm>)

⁶³ Horizon2020 は、欧州のグローバルな競争力を確保する観点で、研究・イノベーションを促進するための枠組み計画であり、2014 年から 2020 年までにおいて、約 800 億ユーロの資金が提供されている。
(<https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en/what-horizon-2020>)

ードステージ、シードステージの企業に対して投資プログラムを提供している。InnovFin エクイティは主に欧州投資基金（EIF: European Investment Fund）と EC が管理しており、EIF によると InnovFin エクイティは初期の資金調達ラウンドにおける企業への支援に適しており、EIF はその際のアンカー投資家としての役割を担うとしている。また、近年は InnovFin エクイティを通じて、新型コロナウイルス感染症の拡大下での資金調達を可能としながら金融仲介業者への支援も行っている。

ii) 中小・中堅規模の企業向けプログラム

①InnovFin コーポレトリサーチエクイティ（InnovFin Corporate Research Equity）

InnovFin コーポレトリサーチエクイティは、EFSI を通じた株式型の資金調達の供給を増やすことを目的としている。また、大規模な研究開発事業や中小企業における初期段階の資金調達を条件付きローンにより、株式型の投資に係る市場のギャップへの対処を行っている。投資は EIB や金融仲介業者により行われており、目標投資額は 750 万ユーロに設定されている。

InnovFin コーポレトリサーチエクイティの利用にあたっては、従業員数が 3,000 人未満であること、1 回以上資金調達ラウンドを終えていること、健全なコーポレート・ガバナンス、実行可能なビジネスプラン、持続可能な資本構造であることの提示を行うこと、その他事業の革新性に関する基準を満たすことなど、一定の要件が課せられている。また、投資先の事業は EU 加盟国または Horizon2020 の関連国および EFSI の対象国において行われるものに限定されている。

②InnovFin エマージングイノベーター（InnovFin Emerging Innovators）

InnovFin エマージングイノベーターでは、EIB や金融仲介業者を通じて、急成長企業、研究開発主導の企業、研究開発インフラ、イノベーション促進インフラなどへの資金調達を支援している。支援については融資や株式型の資金調達手法により行われ、最低金投資額は 750 万ユーロに設定されている。

InnovFin エマージングイノベーターの利用は、3,000 人以上の従業員規模の中小・中堅企業を含む様々な規模の企業で可能であるが、Horizon2020 のプログラムに基づくユーレカ・ネットワークや欧州研究領域（ERA : European Research Area）の範囲に含まれる研究開発事業やインフラ、ユーラトムの核分裂に係るプログラムに基づく研究開発事業に該当する必要がある。加えて、従業員 3,000 人未満の企業においては、InnovFin コーポレトリサーチエクイティと同様の革新性に関する基準を満たす必要がある。

iii) InnovFin テーマ別投資プラットフォーム（InnovFin Thematic Investment Platforms）

InnovFin テーマ別投資プラットフォームは、循環型バイオエコノミーなどのテーマ別の分野に対する第三者による資金調達を促進することを目的としており、債券や株式型の商品を通じて特

定の分野におけるプロジェクトに対して資金の提供を行っている。これらは金融仲介業者やファンドマネージャーによって調整されている。

iv) InnovFin とベンチャーデットの関わりについて

Horizon2020 のプログラムにおいて、Horizon2020 などからの資金を管理している InnovFin 基金 (InnovFin Holding Fund) が紹介されている。そこでは、研究開発分野におけるプロジェクトや企業、その他の組織に対して支援を行っている InnovFin テーマ別投資プラットフォームについても触れられており、InnovFin テーマ別投資プラットフォームで提供されている資金調達手法の一つとして、ベンチャーデットが紹介されている。その支援にあたっての資金については、InnovFin 基金から拠出されている。

2) EFSI について

EFSI は、EIB が支援する事業に比べて、市場での資金調達が難しい、よりリスクの高いような事業への支援を行っており、主な投資対象は、戦略的インフラ（交通、エネルギー、デジタル等）、教育・研究開発・イノベーション、再生可能エネルギー・省エネルギー、中小企業や中堅企業への支援とされる。投資先事業の選定にあたっては、EFSI の規則において、以下の基準を設けている（図表 20）。

図表 20 EFSI の投資先事業の選定基準

・ 事業への官民からの支援および協調融資（co-finance）の可能性を考慮した、EU の標準的な費用対効果分析で経済的に実行可能であることが示されていること
・ 「スマートで持続可能、包摂的な成長」や、質の高い雇用の創出、経済・社会・地域的な連帯など、EU の政策に適合していること
・ 「EFSI でなければ実行できなかった、もしくは EIB や EIF など既存の EU の資金援助だけでは実行できなかった、市場の失敗や適性を欠く投資水準を穴埋めする投資事業に対する、EFSI による支援」（付加性）があること
・ 民間資本を可能な限り活用すること
・ 技術的に可能であること

（出所）欧州投資銀行より野村資本市場研究所作成

EFSI のもとで、EIF は特定の政策分野において、商業化前の段階からグロースステージの中小規模の企業、社会的企業 (Social enterprises)、社会的な分野における組織 (Social sector organizations)、中堅企業への支援を行っている。このような支援プログラムは、EFSI エクイティ (EFSI Equity Instrument) と呼ばれ、支援にあたっては、技術移転、エンジェル投資家、VC、ファンド・オブ・ファンズ、ソーシャルインパクト、インパクト投資や海洋エコノミーなどの分野における市場発展への適切な貢献を保証することなどの目標を達成することを目指している。

また、EFSI エクイティは、事業拡大と成長段階の企業向けのプログラム (Expansion and Growth Window) とアーリーステージの企業向けのプログラム (Early Stage Window) の 2 つの形態で展

開され、それぞれを組み合わせるマルチステージの投資戦略を推進している。これらのプログラムは、いずれも EIF が管理を行っており、ファンドと共同で企業に投資を行うか、あるいはファンドへの投資を通じて間接的に企業への支援を行うという手法が採られている。

事業拡大と成長段階の企業向けのプログラムでは、レイターステージまたはマルチステージの中小企業や小規模企業を対象としている。EIF は社会的影響を及ぼすことを目的として、EU 加盟国において設立または事業を行っている社会的企業や社会的分野における組織を狙った投資を行っている。

アーリーステージの企業向けのプログラムにおいて、EIF は Horizon 2020 の範囲とされている革新的分野に関する業務を行うアーリーステージの中小企業や小規模企業を対象としている。同プログラムは、前述の InnovFin エクイティを通じても行われており、InnovFin エクイティは EFSI における選定基準を満たしていない金融仲介業者に対しても提供されている。

2020 年の初めにおいて、EC と EIF は、EFSI エクイティや InnovFin エクイティの下、人工知能やブロックチェーン、宇宙科学、インパクト投資、海洋エコノミーへの更なる技術開発支援のために追加資源の投入を行っている。EC や EIF は EU における戦略的に関連性のある分野における事業活動を強化し、新たなデジタル時代への移行を支援し、欧州の投資エコシステムにおける持続可能で影響力のある起業の促進に貢献するとしている。

3. USDA9003 プログラム

USDA9003 プログラムは、既述のとおり、米国農務省が高度なバイオ燃料、再生可能な化学製品やバイオベースの製品などの分野における新興のテクノロジーに係る開発、建設や改修を行うにあたっての支援を行うための債務保証を提供するものであり、最大で 2 億 5,000 万ドルの支援が行われる。

同プログラムの利用対象者は、図表 21 のとおりであるが、利用にあたっては、申請等の段階で法的権限や経験、専門的な知識を持っている必要があり、加えて連邦預金保険公社（FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation）が定義する“*Well Capitalized*”の条件を満たすことを証明する必要がある⁶⁴。また、この他にもプログラムの申請を行う事業が米国内で行われること、連邦政府の資金提供（債務保証とそれ以外に提供される資金の合計）が事業全体のコストの 80% 以下であることなどの要件が設けられている。

企業は同プログラムを通じて調達した資金は、主に適格である技術を活用した商業規模のバイオリファイナリーのための設備等の開発、建設や改修のために使用されることが想定されておりそれに加えて特定の状況下での借り換えのために利用することも可能である。

金利については、借り手と貸し手の間での協議次第であり、法定利率の範囲内であれば、固定

⁶⁴ FDIC は *Well Capitalized* の定義として①リスクベース資産を全体の 10% 以上保有していること、②Tier 1 のリスクベース資産を全体の 6.0% 以上保有していること、③レバレッジ比率が 5.0% 以上であることなどの要件を満たすものとしている。

図表 21 USDA9003 プログラムの利用対象者

資金調達を行う者	金融機関
個人	連邦または州に認可を受けた銀行
公的または民間エンティティ	連邦政府により認可された部族
州や地方自治体	協同組合
企業	農業信用銀行や他の直接の貸出しの権限が認められている農業金融機関
農業協同組合 農業協同組合連合	国家機関または国家信用組合管理局（The National Credit Union Administration）によって信用の調査や監察の対象である信用組合
インディアンの部族	The National Rural Utilities Cooperative Finance Corporation
農業生産者の協会	
国立研究機関	
高等教育機関	
公的機関	

（出所）米国農務省より野村資本市場研究所作成

金利や変動金利、あるいはそれらを組み合わせたものとしても良いとされる。ただし、貸し手が一般的なビジネスにおける無保証債務を提供する際に借り手から徴収する金利を超えてはならず、その場合、米国当局による審査や承認が必要となる。貸し手にあたっては、セカンダリー市場の活用や借り手が負担する金利を下げるのが推奨されている。

変動金利の場合、公表された基本レートをもとに算出されなければならない、借用証書で決められ、ローン期間の特定の間隔をもって調整される必要があるが、その調整は四半期に一回よりも多く行ってはならない。貸し手においては、ローンの終了時に変動金利の借用証書内において、返済に係る金利の調整に関する規定を盛り込む必要がある。また、貸し手はローン終了時のバローンペイメントの可能性を排除するために、あらかじめ決められたローンの期限内で未決済の元本の残高を適切に償却しなければならない。なお、債務の保証された部分と無保証の部分でそれぞれ異なる金利を設定することは認められている。

金利を除くローンの条件については、債務の保証部分と無保証部分とで差異を設けてはならないとされている。ローンの返済期限については、貸し手によって決定され、米国当局により承認された内容に基づき、ローンの終了日またはプロジェクトの耐用年数から 20 年を経過する日のいずれか短いときまでとされる。ローンの満期は収益の活用、調達した資産の耐用年数、あるいは借り手の返済能力を考慮して検討される。

元本や金利の最初の返済にあたっては、可能な場合に限って、プロジェクトが軌道に乗ったとき、または収益を生み始めてから行われる。しかしながら、最初の返済は、借用証書の日から 3 年以内に行われる必要があり、その後少なくとも年に 1 回以上の支払いを行う必要がある。金利のみ支払う期間がある場合、借用証書の日から少なくとも年に 1 回以上の支払いが必要となる。

最後の支払い分が債務返済準備金口座に保管されている場合を除いて、バローンペイメントがなく、ローンの期間に債権が回収され、定期的な返済が必要となるローンのみが保証される。

VII. 米国における株式投資型クラウドファンディング

1. 米国のスタートアップ企業を含む小規模企業の支援策

(1) 矢継ぎ早に打ち出された米国経済の救済策

ドナルド・トランプ前大統領は 2020 年 3 月、コロナウイルス支援・救済・経済保障法案⁶⁵に署名した。同法は、約 2 兆 2,000 億ドル規模の経済対策を盛り込み、旅客貨物航空会社等への直接融資、失業保険の拡充、個人に対する所得制限付き現金給付、従業員の給与支払いを主眼とした中小企業向け融資プログラム等を通じて、米国経済の早期復興を目指すものである。

事実、米国経済へのコロナ禍の影響は甚大なものとなっている。2020 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は、前期比年率マイナス 4.8%となった。これは、マイナス 8.4%となった 2008 年第 4 四半期以来、約 11 年ぶりの減少幅である。2020 年 4 月の米国失業率は 14.7%と第二次世界大戦後の最高水準に達し、同月の非農業部門雇用者数は前月比で約 2,050 万人減と過去最大の減少幅となった。

そこで、トランプ前大統領は 2020 年 4 月、約 4,840 億ドルの追加的な経済対策である給与保護・ヘルスケア改善法案 に署名し、中小企業向け融資プログラムの更なる拡充を図る等、矢継ぎ早に経済対策を打ち出した。それでも、米国経済の完全な再開には時間を要し、資金繰りが悪化した結果、衣料品チェーンの J クルー、百貨店のニーマン・マーカス・グループや JC ペニーは連邦破産法 11 条の適用を申請した。また、米国経済が再開したとしても、ソーシャル・ディスタンスを継続する必要があるため、小売店や飲食店等は、従来のような対面サービスの提供を継続することは困難であり、オンライン・サービスの開始または拡充をするための資金を必要とした。

(2) 活況を呈する株式投資型クラウドファンディング

そのような状況下、米国のスタートアップ企業等の小規模企業は、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達を積極化した。クラウドファンディングとは、企業と投資家をウェブサイト上で結び付け、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組みであり、寄附型、購入型、投資型等に分類される。株式投資型クラウドファンディングは、投資型の中でも、出資の見返りとして株式を受け取るものであり、全ての米国民がエンジェル投資家として非上場企業に投資できる仕組みである⁶⁶。

米国の有力なファンディング・ポータル（詳細は後述）であるスタートエンジン（StartEngine）によると、同社のプラットフォームを活用した株式投資型クラウドファンディングによる 1 日当たりの資金調達額は、2020 年 3 月から 4 月にかけて増加傾向を辿っており、2020 年 4 月 28 日に

⁶⁵ H.R.748 - Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act.

⁶⁶ 詳細は、神山哲也「米国におけるクラウドファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号を参照。

は 40 万ドルを超えている⁶⁷。コロナ禍の影響が急速に顕在化する中、米国の株式投資型クラウドファンディング市場は、スタートアップ企業を含む小規模企業の資金繰りを支えた様子がうかがえる。

米国全体では、2020 年第 1 四半期に、新たに 223 社が株式投資型クラウドファンディングの募集を開始し、2016 年 5 月の解禁（詳細は後述）後の調達件数は合計で 2,322 件となった⁶⁸。株式投資型クラウドファンディングの調達額は、2020 年第 1 四半期で約 3,330 万ドルとなり、2016 年 5 月の解禁以来の合計は約 3 億 1,500 万ドルに達した。2020 年第 1 四半期の調達額を業種別にみると、テクノロジー・セクターが約 700 万ドル、飲食セクターが約 520 万ドル、メディア及びエンターテインメント・セクターが約 260 万ドルであった。

（３）活況を呈する株式投資型クラウドファンディング

SEC は 2020 年 5 月、レギュレーション CF の一部を暫定的に緩和することを公表した⁶⁹。クレイトン前 SEC 委員長は、今般の措置について、「多くの歴史ある小規模企業が、タイムリーかつコスト効率の高い形で、資金を調達することができていない状態にある」と述べ、資金調達の手続きの迅速化を決定した。当該措置は、発効日（2020 年 5 月 4 日）から 2020 年 8 月 31 日までの間で、新たに開始された株式投資型クラウドファンディングの募集に適用される。更に、SEC は、当該措置の期限を 2020 年 8 月 31 日から 18 か月間延期している。

SEC は、主な措置として開示要件を緩和した。現行規制では、株式投資型クラウドファンディングを行う発行体が、年間 10 万 7,000 ドル以上 25 万ドル未満の募集を行う場合、独立公認会計士による査定を受けた財務書類の開示が求められているが、準備するには数週間かかる。そこで、スタートアップ企業等の小規模企業の資金調達の迅速化を図るべく、独立公認会計士による査定の開示を免除し、確定申告関連の書類等で代替することを認めた。また、SEC は、募集期間を短縮化した。現行規制では、株式投資型クラウドファンディングを行う発行体は、最低でも 21 日間の募集を実施した後に、調達した資金を取得することが求められている。それに対して、SEC は今般の措置において 21 日間という要件を削除し、目標募集額に達した場合、発行体は即座に調達資金を取得できるとした。

SEC による上記の対応は、2020 年 3 月に開催された小規模企業資本形成諮問委員会（Small Business Capital Formation Advisory Committee）の提言を受けたものである。同諮問委員会は、ロックダウンによって、米国の小規模企業の約 40%が 2020 年 10 月までに経営破綻する可能性が高いという調査結果に基づき、資金調達の支援策を打ち出す必要があると考えた⁷⁰。米国において、非上場株式の発行による資金調達は、レギュレーション D のルール 506(b)に準拠するものが活発であるが、主に自衛力認定投資家を対象としている。そこで、同諮問委員会は、小規模企業が幅

⁶⁷ StartEngine, “Helping Entrepreneurs & Small Business Owners Thrive: Record Investments on StartEngine Amid COVID-19 Pandemic,” April 30, 2020.

⁶⁸ StartEngine, “Equity crowdfunding Q1 2020 Review,” April 18, 2020.

⁶⁹ SEC, “Temporary Amendments to Regulation Crowdfunding,” May 4, 2020.

⁷⁰ MetLife & U.S. Chamber of Commerce, “Special Report on Coronavirus and Small Business,” April 3, 2020.

広い投資家の資本にアクセスするには、株式投資型クラウドファンディングが最適な資金調達手法であると結論付け、SEC に暫定的な規則の緩和を要請した。

2. 米国の株式投資型クラウドファンディング業界を巡る動向

（１）株式投資型クラウドファンディングの制度とプレイヤー

1) レギュレーション CF の概要

米国の株式投資型クラウドファンディングの歴史は実質 4 年程度であり、黎明期にあると言える。SEC は、2015 年 10 月にレギュレーション CF を承認し、2016 年 5 月から発効した。レギュレーション CF は、2012 年 4 月に成立した JOBS 法において新設された 1933 年証券法規則 4(a)(6) に基づくものである⁷¹。

レギュレーション CF は、発行体の調達上限額を過去 12 か月間で 107 万ドルとしている。投資家の買付上限額については、10 万 7,000 ドルを上限としながらも、投資家の年間所得や純資産に応じて段階的に規定されており、富裕層に対しては、より多額の投資をすることを許容している。具体的には、①過去 12 か月間の所得または総資産のいずれかが、10 万 7,000 ドル未満だった場合、所得または総資産のいずれか小さい額の 5%と 2,200 ドルを比べて大きい方の額、②過去 12 か月間の所得及び総資産の両者が、10 万 7,000 ドル以上だった場合、所得または総資産のいずれか小さい額の 10%であるが、その上限は 10 万 7,000 ドルとされている（図表 22）。

SEC の調査によると、2016 年 5 月から 2019 年 12 月までに株式投資型クラウドファンディングを実施した発行体は、創業年数が平均 2.9 年、従業員数が平均 5.3 人、総資産が平均約 45 万ドル、総収入は平均約 33 万ドルであり、つまり、創業間もないスタートアップ企業等の小規模企業が、株式投資型クラウドファンディングで資金調達を行っている⁷²。

図表 22 米国の株式投資型クラウドファンディングにおける投資家の買付上限額

所得 (過去 12 か月間)	総資産 (過去 12 か月間)	計算手法	買付上限額
3 万ドル	10 万 5,000 ドル	2,200 または 3 万ドルの 5% の大きい方の額	2,200 ドル
15 万ドル	8 万ドル	2,200 または 8 万ドルの 5% の大きい方の額	4,000 ドル
15 万ドル	10 万 7,000 ドル	10 万 7,000 ドルの 10%	1 万 700 ドル
20 万ドル	90 万ドル	20 万ドルの 10%	2 万ドル
120 万ドル	200 万ドル	120 万ドルの 10%である が、10 万 7,000 ドルが上限	10 万 7,000 ドル

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

⁷¹ JOBS 法の詳細は、淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号、岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号を参照。

⁷² SEC, “Temporary Amendments to Regulation Crowdfunding,” May 4, 2020.

2) ファンディング・ポータル概要

レギュレーション CF は、米国の株式投資型クラウドファンディングについて、①発行体は、オンライン・プラットフォームにおいて資金調達を実施すること、②同オンライン・プラットフォームは、SEC が監督するブローカー・ディーラーまたはファンディング・ポータルによって運営されているものであること、③ファンディング・ポータルは、SEC にフォーム・ファンディング・ポータルを届出することで登録し、FINRA の会員であること等を規定した。

米国には、以前より、自衛力認定投資家向けに資金調達を支援するオンライン・プラットフォームが存在したが、レギュレーション CF が最終化されたことで、一般投資家もブローカー・ディーラーまたはファンディング・ポータルが運営するプラットフォームを通じて、株式投資型クラウドファンディングに参加できることが明確化された。現在、米国には約 45 社のファンディング・ポータルが存在するが、スタートエンジン、ウィーファンダー (WeFunder)、リパブリック (Republic)、シードインベスト (SeedInvest) が著名であり、米国の株式投資型クラウドファンディングの 90% (調達額及び件数ベース) 以上が、これら 4 社によって実現している。

なお、SEC の調査によると、2016 年 5 月から 2018 年 12 月までに実施された株式投資型クラウドファンディングは、募集期間が平均 4 か月間、発行体が募集に費やした時間は平均約 240 時間、募集にかかった発行体のコスト (主にファンディング・ポータルが得る収益) は調達額の平均 5.3% であった⁷³。

(2) IPO や追加募集にもつながる株式投資型クラウドファンディング

1) 多数の投資家及びスタートアップ企業を支援するウィーファンダー

株式投資型クラウドファンディングの発行体の調達上限額は、年間 107 万ドルと小規模であるが、レギュレーション A による登録免除募集や、VC による出資等に発展するケースもある。ドラマ制作等のエンターテインメント関連事業を営むリージョン M (Legion M) は 2016 年 5 月、ファンディング・ポータルであるウィーファンダーにおいて、米国初の株式投資型クラウドファンディングを実施した後に、レギュレーション A による資金調達を成功させた。その結果、リージョン M は、2019 年 7 月までに、1 万 6,000 人以上の投資家から総額約 700 万ドルの資金を調達した⁷⁴。

つまり、ウィーファンダーは、株式投資型クラウドファンディングだけではなく、レギュレーション A やレギュレーション D のルール 506(b)等の資金調達をオンライン上で実現させるプラットフォームである⁷⁵。ウィーファンダーには、リージョン M を含む約 385 社のスタートアップ企業が、合計約 1 億 3,600 万ドルを約 62 万人の投資家から資金調達をすることを支援した実績が

⁷³ SEC, “Report to the Commission Regulation Crowdfunding,” June 18, 2019.

⁷⁴ Crowdfund Insider, “Legion M Returns for 5th Crowdfunding Round Using Reg A+,” June 17, 2019.

⁷⁵ 詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国で活発化する株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーター』2017 年秋号を参照。

ある。そして、それらスタートアップ企業の一部は、その後、VC から総額 20 億ドル以上の出資を受けることに成功している。

なお、レギュレーション A とは、SEC 登録及び転売制限なしで、ティア 1 の場合は年間 2,000 万ドル、ティア 2 の場合は年間 5,000 万ドルまで資金を調達できる制度である（図表 23）。フォーム 1-A には、発行体の事業内容、投資リスクの説明、資金使途、財務諸表等が求められ、特にティア 2 については監査済み財務諸表の継続開示義務が生じる。つまり、レギュレーション CF とレギュレーション A（特にティア 1）は、投資家に係る制限がない点が共通しており、自衛力認定投資家を主な募集対象とするレギュレーション D のルール 506(b)とは異なる。

図表 23 発行時における主な SEC 登録免除規定の比較

	レギュレーション CF	レギュレーション A		レギュレーション D ルール 506(b)
		ティア 1	ティア 2	
発行上限額 (12 か月間)	107 万ドル	2,000 万ドル	5,000 万ドル	なし
投資家	なし	なし	なし（注 1）	主に自衛力認定 投資家（注 2）
転売制限	あり（取得から 12 か月間） （注 3）	なし	なし	あり
SEC への届出書類	フォーム C	フォーム 1-A	フォーム 1-A	フォーム D

（注） 1. 自衛力認定投資家ではない場合、投資上限額は年収または純資産の 10%のうちどちらか大きい額。
2. 洗練された投資家も 35 人まで参加可能。
3. 取引相手が自衛力認定投資家である場合には、取得から経過した期間にかかわらず譲渡可能。

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

2）オンライン・コミュニティを形成するエンジェルリスト及びリパブリック

株式投資型クラウドファンディングを実施した発行体が、IPO を行って上場を果たしたケースもある。米国のバイオテクノロジー企業である CNS ファーマシューティカルズ（CNS Pharmaceuticals）は 2018 年 3 月、脳腫瘍の治療薬であるベルビシン（Berubicin）の開発資金の一部を調達すべく、ファンディング・ポータルであるリパブリックにおいて、株式投資型クラウドファンディングを実施し、666 名の投資家から約 63 万ドルを調達した。その後、CNS ファーマシューティカルズは、2019 年 11 月に IPO を行って NASDAQ に上場を果たした。すなわち、このケースにおいて株式投資型クラウドファンディングは、将来有望なバイオテクノロジー企業等の初期の資金調達を支援し、その後の IPO の実現を後押ししたと言える。

実は、CNS ファーマシューティカルズの資金調達を実施したリパブリックは、2016 年 7 月にエンジェルリスト（AngelList）から分離することで創業したファンディング・ポータルである。エンジェルリストは、スタートアップ企業による人材募集のウェブサイト運営や、エンジェル投資家等を募ってスタートアップ企業に投資するエンジェルリスト・アクセス・ファンドを運営している。同ファンドの規模は 10 億ドル超であり、スタートアップ企業約 3,900 社に投資している。両社は提携関係にあり、これらオンライン・コミュニティが、スタートアップ企業等の小規模企業の資金調達の場となり、IPO に至るまでの成長を支えている。

（３）非上場株式の流通市場の形成を目指すファンディング・ポータル

近年、米国ファンディング・ポータルは、非上場株式の流通市場の整備にも注力している。スタートエンジンは、米国最大級のファンディング・ポータルであり、非上場投資の市場になることを目指している。同社は 2019 年 7 月に、ブローカー・ディーラーとして SEC に登録し、ファンディング・ポータルとしてレギュレーション CF に基づいて募集された非上場株式だけではなく、レギュレーション A やレギュレーション D のルール 506(b) 等に基づいて募集された非上場株式についても、流通市場を形成することで、更なる発行体及び投資家の誘致を図ることを目指している。

シードインベストは 2019 年 7 月、ATS として FINRA に登録した⁷⁶。同社は、非上場市場の民主化の実現を社是としており、ATS を運営することで、非上場株式の流通市場を形成し、スタートアップ企業投資の流動性創出を目指している。

なお、シードインベストは 2019 年 5 月に、サークル（Circle）によって買収されたことでも知られている。サークルは、ゴールドマン・サックスから資金調達に成功したスタートアップ企業であり、暗号資産交換事業を運営している⁷⁷。今後、サークルは、レギュレーション A やレギュレーション D のルール 506(b)等の枠組みに準拠してセキュリティ・トークン・オファリング(STO)の実施を積極化し、シードインベストの ATS を活用することで、トークンの流通市場を整備することも目指している。

VIII. 上場投資法人を通じた非上場企業投資：米国 BDC と英国 VCT

個人投資家も含めた広範な投資家に非上場企業投資へのアクセスを提供する仕組みとして、米国や英国では上場投資ファンドの活用が進んでいる。上場投資ファンドを通じて非上場企業に投資することにより、非上場企業投資のリスクを分散することができ、また、上場ファンドであるため、小口の個人投資家も含めた幅広い投資家層の資金を募ることができる。

こうした制度的枠組みとして、米国では事業開発会社（BDC）、英国ではベンチャーキャピタル・トラスト（VCT）が存在する。本章では両者について、関連する制度・税制と市場の概要を紹介する。

1. 米国 BDC

（１）BDC の制度

BDC は、1980 年小規模事業投資促進法（Small Business Investment Incentive Act of 1980）によっ

⁷⁶ 詳細は、大崎貞和「米国における ATS（代替的取引システム）規制の導入」『資本市場クォーターリー』1999 年冬号を参照。

⁷⁷ 詳細は、岡田功太、木下生悟「米国のビットコイン先物及び ETF 市場の整備を巡る課題と展望」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号（ウェブサイト版）、同「仮想通貨に対する米規制当局のスタンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号（ウェブサイト版）を参照。

て 1940 年投資会社法を改正することで導入された。新興成長企業や破綻企業に対して資金と経営支援を提供し、雇用を創出することが目的とされた。

BDC は、1940 年投資会社法に定められた会社型のクローズド・エンド・ファンドの一種と位置付けられる。クローズド・エンド・ファンドは、下記にみる BDC の要件を満たす場合、自ら BDC となることを SEC に通知することにより BDC となることができる。伝統的には上場することが前提となっており、現在約 50 本の BDC が米国株式市場に上場している。

税制面では、内国歳入法における規制投資会社 (regulated investment company) となることにより、単一銘柄にファンド総資産の 25%以上を投資できない分散投資義務等の要件の下で、課税パススルーの適用を受けることができる⁷⁸。形態としてはクローズド・エンド・ファンドであるため、クローズド・エンド・ファンドに係るガバナンスや利益相反防止等の規制が適用されるが、BDC 固有の規制としては特に、①投資対象の制限、②レバレッジの制限、③重要な経営支援の義務、の三点が挙げられる。以下では、この三点について概観する。

1) 投資対象の制限

BDC は、ファンド総資産の 70%以上を以下の資産に投資しなければならない。通常のオープンエンドの投資会社 (ミューチュアル・ファンド) の場合、流動性の低い証券の組入比率は 15%が上限とされているため、BDC では 70%以上を流動性の低い証券に投資することができる、ということもできよう。

- ・ 適格ポートフォリオ会社 (後述) もしくはその関係者から私募形態で取得した証券
- ・ BDC が支配し (議決権の 25%以上を保有する場合等)、役員を派遣する適格ポートフォリオ会社の証券
- ・ 破綻処理等の手続き中の会社が私募発行する証券
- ・ 現金及び現金同等物、政府債、1 年以内満期の高品質な債務証券
- ・ BDC の運営に必要な不動産や各種設備等

適格ポートフォリオ会社とは、投資会社ではない米国籍の会社で、①非上場の会社、もしくは、②上場していて時価総額が 2.5 億ドル未満の会社、を指す。制度創設当初、上場会社は含まれなかったが、2008 年に、小規模事業への資金供給を目的とした 1940 年投資会社法規則の改正が行われたことにより、上場会社も対象に加えられた。また、上記 70%要件以外、すなわち残り 30%部分のポートフォリオについては、ブローカー・ディーラーやアンダーライター等以外の対象であれば自由に投資することができる。

なお、BDC がブラインド・プール (投資対象が不明な状態) として IPO を実施することは、以前はしばしばみられたものの、近年では投資家の理解が得られず、困難になってきている。そのため、ほとんどの BDC は、私募調達してポートフォリオを構築した後に IPO を実施するようになっている⁷⁹。

⁷⁸ 原則として、収入の 90%以上が投資収益、投資収益の 90%以上を配当等として投資家に提供することが導管性要件となる。

⁷⁹ Proskauer Rose LLP “Top 10 Practice Tips: Business Development Companies,” October 2019.

2) 投資対象企業への経営支援

BDC は上記 70%要件を満たす企業に対して、重要な経営支援 (Significant managerial assistance) の機会の提供を義務付けられる⁸⁰。投資会社法において「重要な経営支援」は主に、①投資対象会社の経営、オペレーション、事業の目的・方針に関する重要なガイダンスと諮問の機会を提供する、もしくは、②BDC が単独もしくは他の投資家と共同で投資対象会社に対して支配権 (議決権の 25%以上を保有する場合等) を行使する、といった場合が該当すると規定される。

3) レバレッジ要件

BDC は、投資会社法においてアセット・カバレッジと規定されるレバレッジ比率の制限に服する。アセット・カバレッジとは、総資産の債務に対する比率であり、シニア証券で調達 (銀行預金を含む) する条件として、アセット・カバレッジを一定水準以下に保つことが求められる。1940 年投資会社法において、BDC のアセット・カバレッジ比率は 200%が下限とされている。つまり、BDC のレバレッジは総資産の 2 分の 1 未満に抑えられている。

トランプ政権下で成立した小規模事業信用利用可能法 (Small Business Credit Availability Act) により、2018 年以降、小規模事業への資金供給強化を目的として、アセット・カバレッジ比率の下限は 150%に引き下げられた。150%の適用を受けるには、BDC は取締役会もしくは株主総会の承認を得ることに加え、より多くのレバレッジを利用することのリスクについて開示することが求められる。また、非上場 BDC の場合、投資家を買取請求の機会を提供する必要がある⁸¹。

4) BDC に係るその他の規制

上記は BDC を特徴づける制度であるが、BDC は他にも様々なファンド規制に服している。まず、投資対象の多くが非上場証券になることから、重要になるのが投資対象資産のバリュエーションに関する規制である。米国会計基準上の区分では、BDC が投資する資産の大部分は観測可能なインプットの無いレベル 3 資産と位置付けられるため、四半期ごとの公正価値評価が求められる。なお、外部評価会社の利用、公正価値評価の具体的なフォーミュラは規定されていない。

情報開示については、上場 BDC の場合、上場会社として四半期毎のフォーム 10-Q、年次のフォーム 10-K が求められる。基準価額についても、四半期毎に算定・公表することが求められる。また、基準価額を下回る価格での投資家からの持分買取については、株主総会の承認がある場合等を除いて、原則禁止される。

⁸⁰ 経営支援の提供そのものが義務付けられるのではなく、受け手側が望めば経営支援を受けられるようにすること (making available) が義務付けられる。

⁸¹ アセット・カバレッジ要件はクローズド・エンド・ファンド全般に適用されるものであり、BDC についてはその中で特例が設けられているという建付けになる。

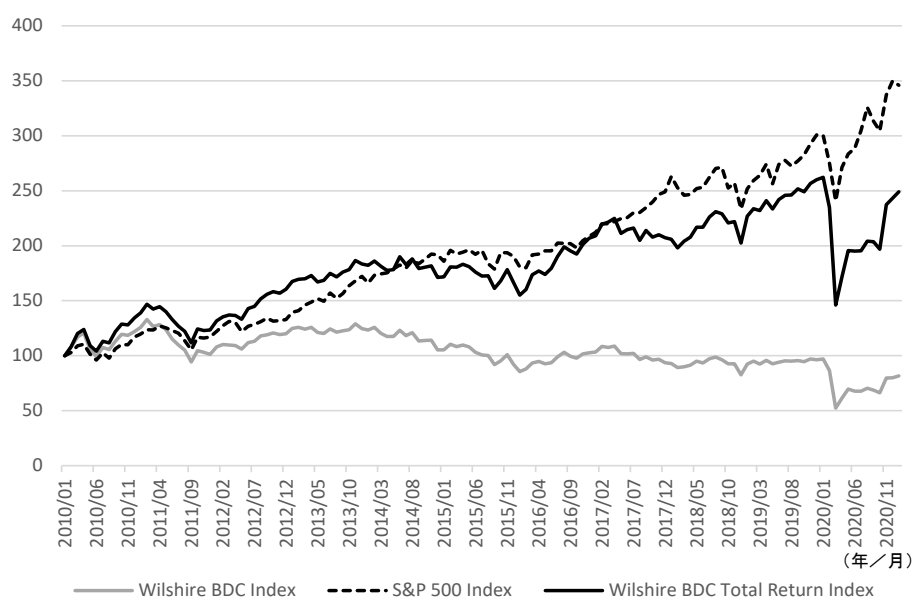
(2) BDCの実態

1) 商品特性の実態

米国のクローズド・エンド・ファンドに特化した投資サービス会社であるクローズド・エンド・ファンド・アドバイザーズは、48 本の上場 BDC に関するデータベースを構築している。同データベースによると、BDC について、以下の特徴が読み取れる⁸²。

第一に、現存の BDC は債券ファンドであり、実質的にハイイールド債ファンドと言える。ポートフォリオに占める債券比率は平均 83.5%であり、50%を割り込んでいるファンドは 2 本しかない。特にシニア有担保債が多く、平均でポートフォリオの 64%を占める。結果的に、投資家へのリターンの源泉もキャピタルゲインよりも配当利回りがメインになっている。S&P500 と 35 銘柄の BDC から成る Wilshire BDC Index を比較すると BDC は市場平均に大きく負けているものの、配当益を込みにしたトータルリターンの Wilshire BDC Index との比較では、より近似したパフォーマンスを記録している（図表 24）。

図表 24 BDC 指数の市場平均比の推移



(注) 2010 年 1 月末を 100 として指数化。各月末値を採用。

(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

第二に、レバレッジの多用である。総資産に対する債務の比率としてのレバレッジ比率は、前述の通り規制上は 50.0%もしくは 66.6%が上限となっている。BDC 平均では 45.9%となっており、規制上の上限値に近い BDC も多い。

第三に、大部分のファンドが基準価額に対して株価がディスカウント状態にある。平均値で見ると 5.75%のディスカウントになっており、本数では 48 本中 33 本がディスカウント状態にある。これは、見方によっては、投資家にとっての投資機会ということもできる。上記のクローズドエ

⁸² データは何れも 2021 年 3 月 2 日時点。

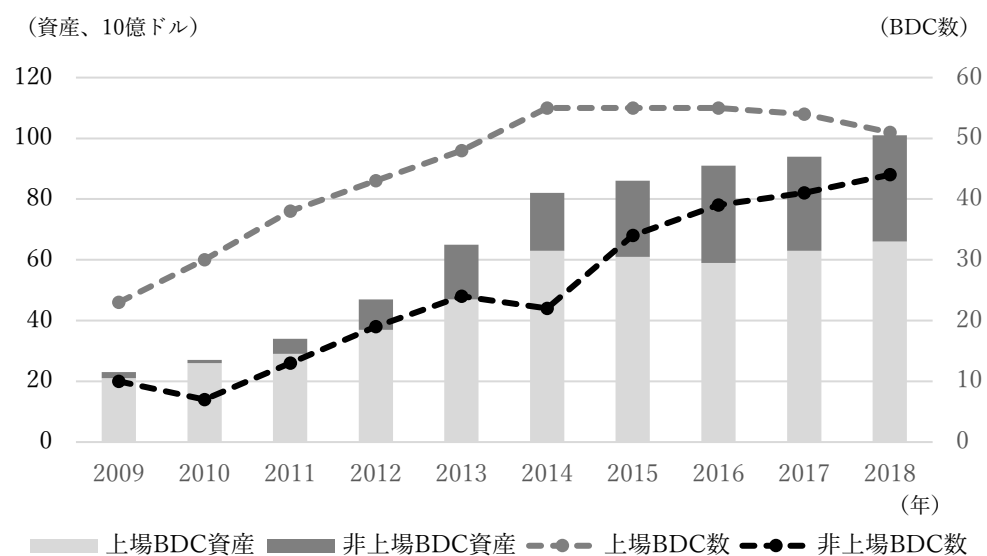
ンド・ファンド・アドバイザーズも個人投資家への提案において、ディスカウントでクローズド・エンド・ファンドに投資することを出発点としている。

なお、上記は上場 BDC を前提としているが、BDC が上場するか否かは BDC の運用会社⁸³に委ねられている。後述するように、近年は非上場 BDC も増加している。非上場 BDC であっても、1940 年投資会社法の BDC に係る規制（投資対象、レバレッジ、経営支援等）は適用される。非上場 BDC の場合、PE ファンドや VC と類似した存在になる。例えば、資金調達は PE・VC ファームや金融機関が自衛力認定投資家の顧客から私募形態で行う。また、一定期間での満期による償還を定めたり、投資家のコミットメントを前提としたキャピタル・コールによって追加調達を行うこともできる。

2）市場規模の推移

BDC が制度上導入されたのは 1980 年であるが、そこからしばらくの間、BDC は金融資本市場においては目立たない存在であったと言える。BDC が本格的に拡大し始めたのはグローバル金融危機後であり、2018 年末には総資産規模で約 1,010 億ドルに達している（図表 25）。BDC 拡大の要因としては、金融危機後の財務の弱体化と規制強化で銀行による中小企業への融資余力が減退したことが挙げられる。また、世界的に金利が低下し、利回りの高い商品が求められる中、高い利回りを追求でき、PE ファンド・VC と異なり取引所での売買機会のある BDC が選好されたことも要因として指摘できよう。

図表 25 BDC 市場規模の推移



（出所）Deloitte “Opportunity rises for business development companies” より野村資本市場研究所作成

また、近年は非上場 BDC も増えている。非上場 BDC は一般的に、機関投資家や富裕層投資家等の自衛力認定投資家を対象に私募で資金調達を行い、また、キャピタル・コール方式により、

⁸³ 制度導入当初は BDC 自体が投資意思決定等を行う自己運用の形態が主流であったが、近年では BDC とは別エンティティの運用会社が投資意思決定等を行う外部運用が主流になっている。

投資案件が発生する都度、投資家に資金供給を呼び掛けることができる。このように、PE ファンド・VC と似た性質を持ちつつ、投資会社法の規制枠組みの下で、ガバナンスや利益相反防止、その他上記にある条件が満たされているファンドとなることが、投資家としては一つの品質保証になる。こうした非上場 BDC は、既に一定の自衛力認定投資家の顧客層を持つ金融グループや PE ファンド・VC によって選好されている。

3) BDC の運用会社と販社の概況

時価総額上位の BDC とその運用会社の顔ぶれは図表 26 の通りである。最大の BDC である Ares Capital Corp は 2004 年に NASDAQ に上場し、以後、平均年率リターンは 11% となっている。2020 年 6 月末時点の投資対象企業は 352 社で、セクターはヘルスケアやソフトウェア等となっている。運用会社の Ares Management Corp は 1997 年設立のオルタナティブ運用会社で、運用資産残高は約 1,650 億ドルとなっている。クレジット、PE、不動産等を専門とするが、主力はクレジット投資であり、BDC の Ares Capital Corp も有担保ローンがポートフォリオの 7 割を占めている。

図表 26 BDC 時価総額上位 10 本

名称	ティッカー	時価総額	運用会社
Ares Capital Corp	ARCC	78.3億ドル	Ares Management Corporation
Owl Rock Capital Corp	ORCC	54.4億ドル	Owl Rock Capital Advisors
FS KKR Capital Corp II	FSKR	32.3億ドル	FS/KKR Advisor
Prospect Capital Corp	PSEC	28.3億ドル	Prospect Capital Management
Main Street Capital Corp	MAIN	25.3億ドル	自己運用
Golub Capital BDC Inc	GBDC	25.0億ドル	Golub Capital
FS KKR Capital Corp	FSK	24.4億ドル	FS/KKR Advisor
Goldman Sachs BDC Inc	GSBD	19.3億ドル	Goldman Sachs Asset Management
Hercules Capital Inc	HTGC	18.8億ドル	自己運用
Sixth Street Specialty Lending Inc	TSLX	14.8億ドル	Sixth Street Specialty Lending Advisors

(注) 2021 年 3 月 4 日時点。

(出所) Closed-End Fund Advisors より野村資本市場研究所作成

こうしたクレジット中心の運用は上位 BDC で何れも共通しており、その運用会社もクレジット運用に強みを持つオルタナティブ運用会社というケースが多い。例えば、第 2 位の BDC を運用する Owl Rock Capital Advisors もプライベート・クレジット専門の運用会社であり、ピークルについては BDC のみ 5 本運用している。FS/KKR Advisor も、PE ファームの KKR のクレジット投資部門 KKR Credit とフィクストインカム専門のオルタナティブ運用会社 FS Investments の合併運用会社として、クレジット投資を専門とする。Sixth Street Specialty Lending Advisors も、元は PE ファームの TPG のクレジット投資部門であり、2020 年に分離・独立した経緯がある。

上位 10 本には登場していないが、PE ファームでは他にも、Apollo Global Management や Bain Capital などが BDC に参画しており、PE・VC 投資と BDC との親和性が伺われる。他方、銀行・

証券グループの BDC への参画は少なく、大型 BDC ではゴールドマン・サックスのものを数えるのみとなっている。

BDC のディストリビューションについては、上場株式会社であるため、個人投資家・機関投資家いずれにとってもアクセスしやすいものとなっている。個人投資家向けには、アドバイザーを通じた販売のほか、チャールズ・シュワブやフィデリティなどのオンライン証券を通じた販売も行われている。また、大規模 BDC の平均パフォーマンスをトラックする指数としては、前掲図表 24 の Wilshire BDC Index・Wilshire BDC Total Return Index や MVIS US Business Development Companies Index があり、それらに連動する ETF や ETN も存在する。例えば、VanEck Vectors BDC Income ETF は、MVIS US Business Development Companies Index に連動することを目指すものであり、純資産 3.5 億ドルと米国最大の BDC ファンドと目される。なお、日本においても、米国 BDC に投資するファンドが個人投資家に販売されている。

2. 英国 VCT

(1) VCT の税制

英国の VCT は、個人投資家に対して成長性の高いベンチャー企業への投資機会を提供し、そうしたベンチャー企業に成長資金を供給することを目的に、1995 年財政法 (Finance Act 1995) によって導入された。制度導入初年度は 10 本の VCT が設立され、今日では 60 本以上を数えるに至っている。

VCT はロンドン証券取引所のメインマーケットに上場するクローズド・エンド・ファンドであり、英国非上場企業が発行する証券に投資する。類型としては、特に投資対象を定めないジェネラリスト VCT、特定セクターに投資するスペシャリスト VCT、AIM 銘柄⁸⁴に投資する AIM VCT がある。また、5 年以上の一定期間でクローズするもの、無期限のものに分かれる。投資対象としてはジェネラリストが最も多く、次いで AIM となっている。ファンドの期限は無期限のものが一般的となっている。

VCT の最大の特徴は個人投資家に対する税優遇制度であり、ファンドの要件も税優遇措置を受けるための要件として位置付けられている。そこで以下では、VCT に係る税制を、①個人投資家に係る税優遇措置、②そのために VCT 投資対象企業が満たすべき要件、の二つに分けて解説する。

⁸⁴ ロンドン証券取引所の新興企業向け市場である AIM は、制度上は上場市場とはされていないため、AIM 銘柄は非上場銘柄となる。なお、英国のアクイス証券取引所も AIM 同様、非上場市場と位置付けられており、AIM VCT の中には AIM と並んでアクイス証券取引所銘柄も投資対象とするものもある。但し、アクイス証券取引所の規模は AIM と比べると僅少であり、アクイス証券取引所銘柄を組み入れる VCT においても、実態はほとんどが AIM 銘柄となっている。

1) VCT の税優遇措置

投資家向けの税優遇措置としては、まず、課税年度あたり 20 万ポンドまでの新規発行 VCT 株式への投資について、投資家は投資額の 30%を所得税還付の形態で受け取ることができる。新規発行株式が対象であり、セカンダリー市場で VCT 株式に投資した場合は、所得税還付の恩恵を享受することはできない。なお、投資額の 30%が所得税を上回る場合、還付額は所得税額となる。

手続きとしては、英国においては原則として確定申告が求められるため、同手続きを年度末に行う際に申請する。この税優遇措置を受けるには、5 年以上の保有が条件となっており、5 年未満で売却した場合、還付金を返納しなければならない。また、20 万ポンドまでの投資については、保有年数に関わらず、配当・キャピタルゲイン課税は非課税となる。なお、キャピタルロスについては、他の投資案件との損益通算は認められていない。

このように、個人に係る所得税還付を最大の投資インセンティブとしていることから、VCT は個人投資家を対象とした投資ビークルと言える。また、所得税還付の条件として 5 年以上の保有が求められていることから、長期投資を促進する仕組みになっている。

2) VCT が税優遇措置を受けるための投資対象企業の要件

VCT の投資家が上記税優遇措置を受けるには、VCT が AIM 銘柄を含む「適格非上場企業」に総資産の 80%以上を投資する必要がある⁸⁵。また、VCT 設立初年度に、新規株式発行で調達した金額の 30%以上を適格非上場企業に投資する必要がある。適格非上場企業の要件は税法上、下記の通り定められている。

- ・ 英国籍の企業であること
- ・ 上場していないこと。但し、VCT が投資した企業が上場した場合、上場後 5 年間は継続保有が認められる
- ・ 投資時点の総資産が 1,500 万ポンド以下であること
- ・ 証券発行時点のフルタイム従業員 250 人未満であること
- ・ 原則、設立 7 年以内であること
- ・ 投資対象企業の VCT を通じた調達上限は、年間で 500 万ポンド、通算で 1,200 万ポンド

セクターについては、政府が税優遇による資金調達支援が不要とするビジネスが事業全体の主要部分を成す企業は除外される。何を以て主要部分とするかは規定されておらず、総合的に判断されるが、歳入・関税庁 (HMRC) によると、利用資本や売上で 20%以上占める場合は主要部分を成すものとみなされる。除外されるビジネスとして具体的に規定されているのは、銀行、保険、証券、リース、法務、会計、不動産、農業・園芸、林業、造船、製鉄、ホテル、養護施設、発電などとなっている。

他方、VCT によって、一層成長を促進するべきセクターと位置付けられているのが知識集約型企業 (Knowledge Intensive Companies、KIC) であり、2018 年には、VCT における KIC に係る優遇

⁸⁵ 2019 年 4 月に 70%から 80%へ引き上げられた。

措置が設けられた。KIC とされるには、①証券発行時に知的財産の創出に努めており、10 年以内に事業の過半が同資産に由来するようになることを想定していること、もしくは、②投資時点から 3 年以上にわたって従業員の 20%以上が修士以上の学位が求められる研究職に就いていること、が要件となる。

VCT による KIC への投資の場合、前述の適格非上場企業の一部が緩和される。具体的には、①設立後 7 年の要件が 12 年となる、②フルタイム従業員 250 人の要件が 500 人となる、③投資対象企業としての調達上限の通算 1,200 万ポンドの要件が 2,000 万ポンドとなる。即ち、KIC の VCT を通じた資金調達に係る制限を緩和することを通じて、より長期にわたってより多くの資金を調達できるようにし、研究開発型企業のイノベーション促進を図ったものと言えよう。

なお、分散投資義務として、一銘柄当たりの投資について、前述の一銘柄当たりの投資上限額に加え、VCT 総資産の 15%までとされている。

3) EIS と SEIS⁸⁶

実は、上記の VCT に係る税優遇制度は VCT 単体で定められているものではなく、企業投資スキーム (Enterprise Investment Scheme、EIS) 及びシード企業投資スキーム (Seed Enterprise Investment Scheme、SEIS) とのセットになっている。VCT が集団投資スキームを通じたベンチャー企業投資を促進するものであるのに対し、EIS 及び SEIS は個別銘柄投資の促進を図る税優遇制度である。また、SEIS は EIS に比べて、よりアールリーステージの企業を対象とする。前述の投資対象企業の調達上限は、VCT・EIS・SEIS の合計となる。

EIS は VCT と同時期に導入された制度であり、投資対象企業の要件は VCT に準じる。年間投資額の上限は、VCT の 20 万ポンドに対して EIS では 100 万ポンドとなっている⁸⁷。投資家に係る税優遇の内容も VCT に準じるが、EIS 及び SEIS では最低保有期間が 3 年に設定されており (VCT は 5 年)、また、相続税非課税措置がある点異なる。

SEIS は 2012 年に導入され、2014 年に恒久化された、比較的新しい制度である。よりアールリーステージの企業を対象とするため、フルタイム従業員要件は 25 人、総資産要件は 20 万ポンドと、VCT・EIS と比べて小さくなっている。また、投資家に係る税優遇も、より少額の投資により高いインセンティブを付与するべく、年間の上限 10 万ポンドに対して所得税還付率は 50%に設定されている (VCT・EIS では 30%)。

4) その他 VCT の規制

VCT は、税制以外では、基本的に集団投資スキームとしての規制を受ける。例えば、目論見書の発行や重要情報書面 (Key Information Document) の発行等が求められる。ファンド資産の評価

⁸⁶ 詳細については、齋藤芳充、吉川浩史「英国の株式投資型クラウドファンディングー拡大の背景にある政府・業者の取り組みー」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号。

⁸⁷ KIC については 200 万ポンド。

については、少なくとも半期毎に公正価値評価が求められる。但し、AIM 銘柄の株式の場合、上場市場と同様の市場価格を利用することになる。また、後述するように、投資家から基準価額を下回る価額での持分買戻しも任意で行われている。なお、米国 BDC と異なり、規制上のレバレッジ制限はない。

（２）VCT の実態

１）商品特性の実態

HMRC によると、2019 年度末時点で 62 本の VCT が存在している。VCT によって大きく異なるが、組入れ銘柄数は少ないもので 20 ほど、多いもので 80 ほどとなっている。

投資対象のアセットクラスはデットとエクイティの組み合わせになっているが、投資家へのリターンの中心は非課税の配当となっている。そのため、VCT が非上場企業に投資する際、ローンや債券等のデットへの投資により安定的なインカムを確保した上で、エクイティ投資を行うことも多い。また、エクイティより返済順位の高いデット形態への投資とすることにより、企業破綻時のリスクもより抑えることが可能となる。英国オンライン証券大手のハーグリーブス・ランズダウンも、VCT の説明として、キャピタルゲインは副次的なものと位置づけ、10 年以上の期間で長期投資することにより、配当非課税のメリットを最大限生かすべきだとしている。但し、AIM VCT の場合は、組入れ銘柄の大部分が AIM で取引される株式という事例も見受けられる。

また、VCT の特徴として、投資家からの VCT 株式の買戻し（バイバック）が行われていることが挙げられる。VCT は上場しているものの、流動性が低い場合がほとんどである。そのため、換金機会を確保することで投資を促進する狙いで、VCT の運用会社が任意で行うものとなっている。一般的には、基準価額に対して 5%や 10%といったディスカウント率で買い戻すことが多いようである。

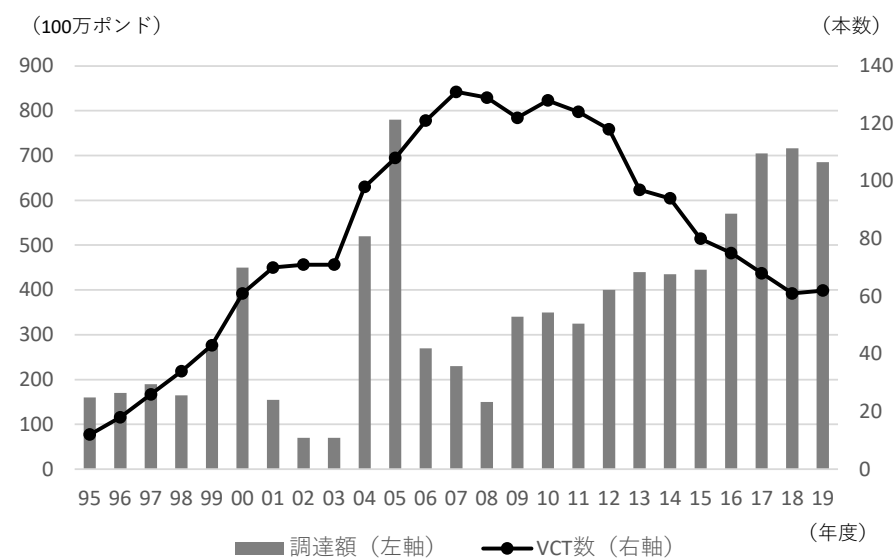
なお、米国 BDC と異なり、レバレッジはさほど利用されていない。ファンドの投資方針でレバレッジの利用が認められている事例も見受けられるが、少なくとも米国 BDC のようにファンド運用の重要部分を占めることは一般的ではないようである。

２）市場規模の推移

VCT の調達額及び本数の推移は図表 27 の通りである。特に目立つのが 2004 年度と 2005 年度の急増であるが、これは、所得税還付率が従前の 20%から 40%に引き上げられたことによるところが大きい。その後、所得税還付率が 30%へ引き下げられたことにより、調達額は減少している。また、市況の好不調も調達額の多寡に影響しているように見える。他方、VCT の本数は、上記所得税還付率の引き上げを受けて急増した後、低下に転じ、足元では下げ止まっているように見える。データはいずれも 2020 年 3 月までのものであるため、コロナ禍が本格化した後の状況はみえてきていない。

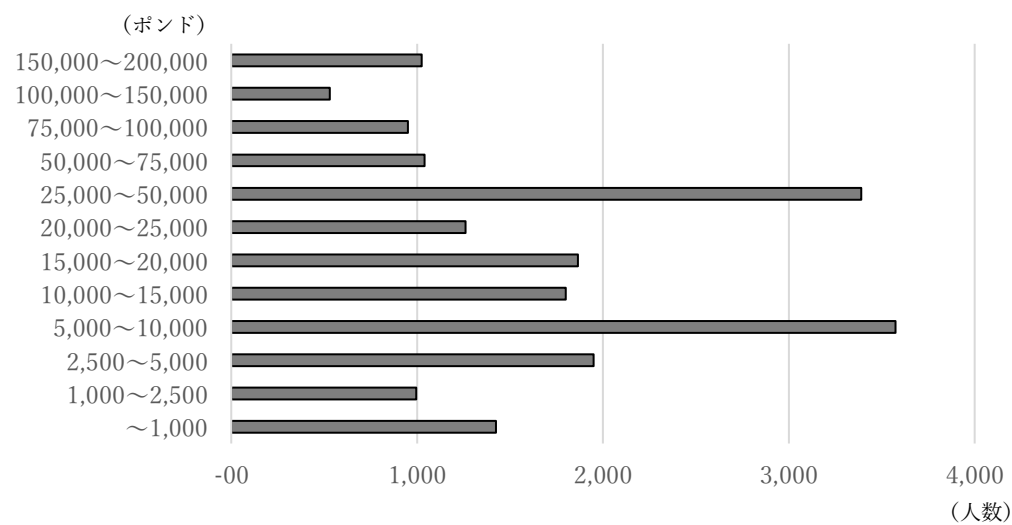
図表 28 は 2018 年度末に税還付を申請した人数を投資金額別に示したものである。これを、VCT への投資金額別の人数の代理変数としてみると、5,000～1 万ポンドのレンジ及び 2.5 万～5 万ポンドのレンジで、投資している層が多いことがわかる。大まかに言えば 75 万～150 万円、375 万～750 万円というレンジであり、イメージとしてはマス富裕層クラスの投資家向けの商品になっていると考えられる。

図表 27 VCT 調達額と本数の推移



(注) 2019 年度は暫定値。
(出所) HMRC より野村資本市場研究所作成

図表 28 投資金額別の所得税還付申請者数 (2018 年度)



(出所) HMRC より野村資本市場研究所作成

3) VCT の運用会社と販社の概況

英国 VCT の業界団体である VCT 協会（Venture Capital Trust Association）によると、同協会には英国の VCT 運用会社上位 10 社が加盟しており、VCT 運用資産残高は 33 億ポンドで業界全体の 75%に相当するという。図表 29 の通りだが、いずれも金融業者としては、どちらかと言えばニッチ・プレイヤーで占められている。

その中で、VCT 最大手と目されるのがオクトパスである。オクトパス・グループの中核会社として 2000 年に設立され、相続税対策の投資サービス、EIS 関連サービス、VCT 運用等を提供する⁸⁸。オクトパスが運用する VCT は 4 本となっている（図表 30）。このうち、Octopus Titan VCT は最大の英国最大の VCT とされている。なお、いずれのファンドにおいても、基準価額から 5%のディスカウントでの VCT 株式の買戻しをサービスとして提供している。

リターンについては、例えば、2 本の AIM VCT についてみると、メインマーケットとの相関は抑えつつ、AIM 全体と比べてボラティリティが低い様子がうかがえる（図表 31）。理由としては、オクトパスの AIM VCT が AIM 銘柄の中でも成熟した企業に投資することを方針としていることが考えられる。

VCT の販売については、上場株式として、広範な個人向け投資サービス業者によって取り扱われている。前述のハーグリーブス・ランズダウンなどのオンライン証券、セント・ジェームズ・プレイスなどのウェルスマネジメント会社は、VCT を品ぞろえの一つとして提供している。また、個人経営の独立フィナンシャル・アドバイザー（IFA）事務所でも、ウェブサイトで提示する品ぞろえの一つに VCT を並べるところもある。

図表 29 大手 VCT 運用会社

Abion Capital
Beringia
Downing
Foresight Group
Gresham House
Maven Capital Partners
Mobeus Equity Partners
NVM Private Equity
Octopus Investments
YFM Equity Partners

（出所）VCT 協会より野村資本市場研究所作成

⁸⁸ グループとしては他に、再生可能エネルギー投資会社、VC を有する。

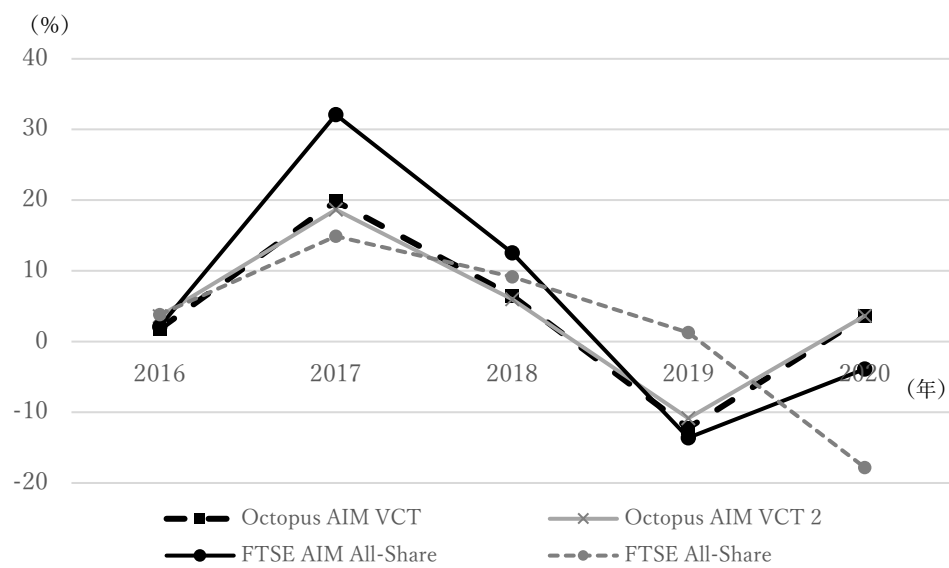
図表 30 オクトパスの VCT の概要

VCT名称	設立年	運用資産残高	保有銘柄数	投資対象
Octopus AIM VCT	1997	1.26億ポンド	81	AIMの中でも成熟した企業に投資。セクター縛りはなし。
Octopus AIM VCT 2	2005	0.87億ポンド	79	同上。
Octopus Apollo VCT	2008	1.4億ポンド	40+	既に商品・サービスを市場化している企業に投資。セクター縛りはなし。
Octopus Titan VCT	2007	9.1億ポンド	80+	テクノロジーを中心に斬新なアイデアを持つ企業に投資。

(注) 2021年3月12日時点のウェブサイト情報に基づく。

(出所) Octopus Investments より野村資本市場研究所作成

図表 31 オクトパス AIM VCT のパフォーマンス



(注) 何れも配当込みのトータルリターン・ベース。各年7月までの12か月間。

(出所) Octopus Investments より野村資本市場研究所作成

IX. 上場・非上場の垣根を飛び越えるクロスオーバー投資

1. ヘッジファンドやミューチュアル・ファンドによる非上場株式投資

2019年5月10日、米国ライドシェア大手、ウーバーがNYSEにIPOした。米国の投信評価会社モーニングスターによると、実に米国の55のミューチュアル・ファンドがIPO前にウーバーへの投資を行っていたとされる。このように上場企業を主な投資対象とするミューチュアル・ファンドやヘッジファンド等の投資家による非上場企業への投資は、上場／非上場の垣根を越えた投資という意味で「クロスオーバー投資 (Crossover investment)」と呼ばれる。

従来、非上場企業のファイナンスを担ってきた主体は、VCである。米国では、1979年にERISA法⁸⁹のプルーデントマン・ルールが見直されたことにより、年金によるVC投資が本格化し、新技術・サービスがビジネスとして成長するためのエコシステム形成につながったとされる。ところ

⁸⁹ 米国で1974年に制定された従業員退職所得保証法 (ERISA: Employee Retirement Income Security Act of 1974) の通称。企業の退職給付制度を包括的に規制する連邦法。

が近年では非上場企業への投資において、VC 以外の投資家の存在が大きくなってきている。例えば、ユニコーン企業に投資している上位の投資家をみると、著名な VC であるクライナー・パーキンス（Kleiner Perkins）等と並んで、ヘッジファンドのタイガー・グローバル・マネジメント（以下タイガーグローバル）やミューチュアル・ファンドのフィデリティ・インベストメンツなどが名を連ねている⁹⁰（図表 32）。

ミューチュアル・ファンドによるクロスオーバー投資は、少なくとも、2009 年には始まっていた。米国の大手運用会社である T.ロウ・プライスが運用するニュー・ホライズン・ファンド（T. Rowe Price New Horizons）の開示資料をみると、2013 年 1 月にナスダックに IPO を果たしたツイッターの株式を 2009 年 9 月に取得していた。

また、タイガー・グローバルは、IPO 前のフェイスブック株式に投資していたことでも有名である⁹¹。同社は米国の求人口コミサイトを運営するグラスドア（Glassdoor⁹²）の 2013 年 12 月の 5,000 万ドルの資金調達（シリーズ E）でリードインベスターとなっている。リードインベスターとは、文字通りスタートアップ企業の資金調達を主導し、最大の資金を投資する投資家であり、通常 VC がつとめることが多い。近年では非上場企業の資金調達ラウンドにおいて、ヘッジファンドあるいはフィデリティ・インベストメンツや T.ロウ・プライスのような大手資産運用会社がリードインベスターとなるケースもみられる。

当時、グラスドアのロバート・ホフマン共同創業者兼 CEO は「IPO を支持し、IPO 後も株式を保有し続けるクロスオーバー投資家が株主となることは非常に魅力的なことである」とコメントしている⁹³。この頃には既に「クロスオーバー投資（家）」がスタートアップ企業を含め関係者にとっては一般的となっていたことが伺われる。

図表 32 ユニコーン企業に投資している上位投資家

	投資家	主なファンド形態	合計評価額 (10 億ドル)	投資社数 (社)
1	ソフトバンクグループ	その他	389	38
2	タイガー・グローバル・マネジメント	ヘッジファンド	269	42
3	フィデリティ・インベストメンツ	ミューチュアル・ファンド	231	28
4	ウェリントン・マネジメント	ミューチュアル・ファンド	226	26
5	クライナー・パーキンス	VC	218	30
6	セコイア・キャピタル	VC	208	33
7	セコイア・キャピタル・チャイナ	VC	192	35
8	テンセント	その他	177	40
9	DST グローバル	その他	139	29
10	アンドリーセン・ホロウィッツ	VC	134	28

（注） 2019 年 5 月 5 日時点
（出所）CBInsights 資料より野村資本市場研究所作成

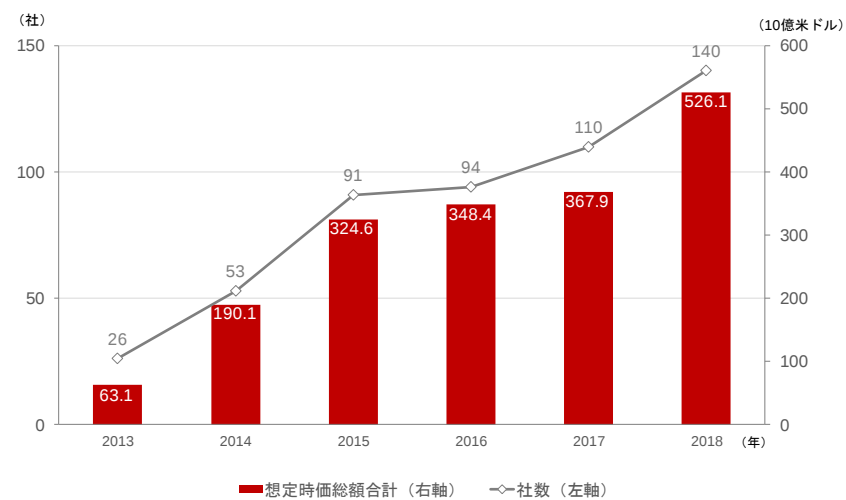
⁹⁰ CB Insights, “Unicorn Hunters: These Investors Have Backed The Most Billion-Dollar Companies”, May 7, 2019.
⁹¹ “Chase Coleman's Tiger Global Management Generated \$1 Billion From Its Facebook Trade”, *Forbes*, February 14, 2013.
⁹² グラスドアは 2018 年 5 月、リクルートホールディングスにより買収された。
⁹³ “In Another Pre-IPO Bet By Tiger Global, Glassdoor Raises \$50 Million”, *The Wall Street Journal*, December 5, 2013.

2. 拡大するクロスオーバー投資

(1) ユニコーン企業の増加と IPO までの期間の長期化

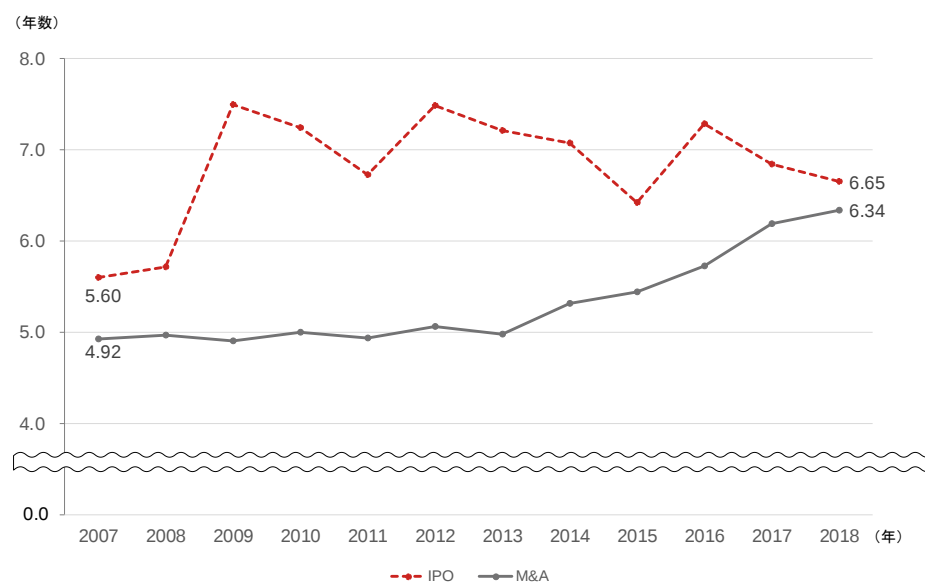
想定時価総額が10億ドルを超える非上場企業をユニコーンと称するようになった2013年以来、ユニコーン企業数は増加の一途を辿り、2018 年末には米国だけで 140 社となった（図表 33）。グローバルではユニコーン企業の数 は 300 社を超えるとされる。ユニコーン企業が増加した理由の一つとして、資金調達の拡大、つまり IPO 前であっても多額な資金調達が可能となった点があげ

図表 33 米国のユニコーン企業



(出所) CBInsights 資料より野村資本市場研究所作成

図表 34 VC による初回出資から IPO/M&A までの平均年数 (米国企業)



(出所) NVCA 2019 Yearbook (元データは PitchBook) より野村資本市場研究所作成

られる。スタートアップ企業にとって、必要な投資資金を得ることが出来るのであれば、業績や株価に対して大きなプレッシャーのかかる上場企業になることを急ぐ必要はない。全米ベンチャーキャピタル協会（NVCA）のデータによると、VC から出資を受けた非上場企業について、VC からの初回の出資からエグジット（IPO／被買収）までの期間は、長期化の傾向にある（図表 34）。企業の高成長ステージが上場前に移動した、という見方も出来よう。

IPO までの期間の長期化により、一部のミューチュアル・ファンドが非上場企業への投資を積極化していった。一方で、ミューチュアル・ファンドが投資を積極化したことが IPO マーケットに影響を与えたという見方もある。例えば「ミューチュアル・ファンドによるスタートアップ企業への投資が IPO を 1～2 年遅らせることを可能にしている」との研究結果もみられる⁹⁴。

（２）ミューチュアル・ファンドによる非上場企業への投資

１）ミューチュアル・ファンドを非上場企業への投資に向かわせる理由

ミューチュアル・ファンドが非上場企業への投資を積極化するようになった理由として、大きく 2 つの要因があげられる。一つは「IPO まで待っていると会社の成長サイクルの重要なステージを逃す可能性がある⁹⁵」という点と、もう一つは、非上場企業ではイノベーションや創造的破壊が起こることが多く「企業の競争力（competitive position）を知るためには、その分野のすべてのプレイヤー、上場企業および非上場企業の両方を見ておく必要がある⁹⁶」という点である。

２）非上場企業投資におけるミューチュアル・ファンドの存在感

米国のミューチュアル・ファンドは、SEC の規定により、非流動性資産（の公正価値）を純資産（net assets）の 15%以下にしなければならない⁹⁷。逆にいうと、15%以下であれば非上場企業の株式等を含む非流動性資産に投資することが出来る。

モーニングスターによると、2017 年 12 月時点で 1,204 の大型株⁹⁸ファンド（large-cap equity funds）のうち 70 のファンドが非上場企業に投資している⁹⁹。ファンド数で大型株ファンド全体の 5.8%、資産額では総額 77 億ドルで全体（5.1 兆ドル）の約 0.15%に過ぎない¹⁰⁰。米国の 2018 年の VC が

⁹⁴ Sungjaoung Kwon, Michelle Lowry, Yiming Qian, “Mutual Fund Investments in Private Firms”, *Journal of Financial Economics*, June 2, 2017.

⁹⁵ “Betting on Private Companies”, *Barron's*, March 21, 2015. ビル・ストロムバーグ氏（Bill Stromberg, T. Rowe Price’s equity head）のコメント。

⁹⁶ “There are going to be lots of dead unicorns”, *Financial Times*, April 3, 2016. アンドリュー・ボイド氏（Andrew Boyd, head of global equity capital markets at Fidelity Management and Research）のコメント。

⁹⁷ SEC, “Revisions of Guidelines to Form N-1A, Investment Company Act Release No. 18612”, March, 1992.

非流動性資産 15%制限については、岡田功太「米国の投信及び ETF の流動性リスクを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号（ウェブサイト版） 参照。非流動性資産とは「7 日間（7 calendar days）以内に通常通り売却または処分することができない資産」を指す。

⁹⁸ Morningstar の定義では、米国株式市場の時価総額上位 70%の株式を大型株（large-cap）、時価総額下位 10%を小型株（Small-Cap）、その間を中型株（Mid-Cap）としている。

⁹⁹ Morningstar, “Unicorn Hunting: Large-Cap Funds That Dabble in Private Companies”, June 4, 2018.

¹⁰⁰ 前掲 脚注 99 参照。

関与した資金調達 は 1,310 億ドル、そのうちレイターステージ（Late stage¹⁰¹）での資金調達は全体の約 3 割、410 億ドルであった¹⁰²。これは、VC のみの投資金額ではなく、CVC やヘッジファンド、ミューチュアル・ファンド等の投資を含む金額である。それを考慮すれば、非上場企業の資金調達、特にレイターステージでのミューチュアル・ファンドの存在感は決して小さくない。

3）ミューチュアル・ファンドによる非上場企業への投資の拡大

先述の T.ロウ・プライスのニュー・ホライズン・ファンドは、非上場企業への投資に積極的なミューチュアル・ファンドの一つである（図表 35）。同ファンドの非上場株式への投資の状況を見ると、評価額およびファンドの総資産に占める比率ともに、近年大きく拡大している（図表 36）。変化の要因をみると、単純に新規投資（取得）だけではなく、評価額の増加も寄与していることがわかる（図表 37）。ミューチュアル・ファンドでは、取引所の株価のない非上場株式のバリュエーションを資産運用会社独自で行っており、その結果随時ファンドの時価評価に反映させている。その一方で IPO 等による非流動性資産からの除外や売却による減少もある。

図表 35 非上場企業への投資の多いミューチュアル・ファンド

	ファンド	ティッカー	社数	AUM 比(%)
1	T. Rowe Price New Horizons	PRNHX	33	4.86
2	Fidelity Growth Company	FDGRX	30	2.27
3	Hartford Capital Appreciation A	ITHAX	29	2.83
4	Fidelity Blue Chip Growth	FBGRX	25	2.69
5	Fidelity OTC	FOCPX	25	2.95

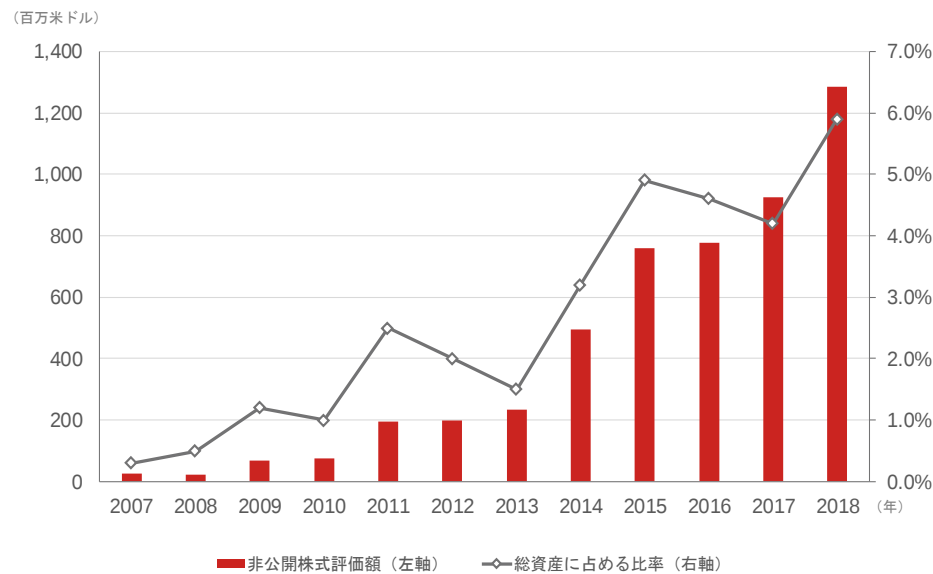
（注） AUM：運用資産残高（Assets under management）

（出所）モーニングスター資料（2016 年 2Q 時点）より野村資本市場研究所作成

¹⁰¹ レイターステージ（Late stage）とは、非上場企業（スタートアップ企業）が「キャッシュフローが損益分岐点に近い、もしくは純利益が黒字化」した状態を指す。

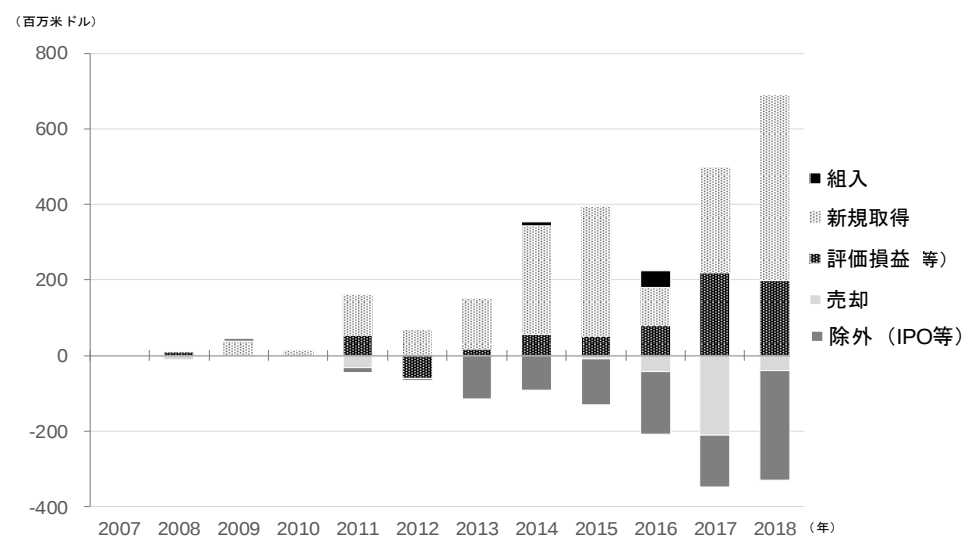
¹⁰² National Venture Capital Association, “NVCA Yearbook 2019”, March 2019.

図表 36 ニュー・ホライズン・ファンド保有非上場企業株式の推移



(出所) T. Rowe Price New Horizons Fund 開示資料より野村資本市場研究所作成

図表 37 ニュー・ホライズン・ファンドの保有非流動性資産の変化要因



(出所) T. Rowe Price New Horizons Fund 開示資料より野村資本市場研究所作成

4) ミューチュアル・ファンドによる非上場企業の評価

非上場企業への投資では、上場企業に課せられた情報開示等の義務がないため、投資家が独自で情報収集にあたらなければならない。ミューチュアル・ファンドが投資する非上場企業はレイターステージ以降であることが多いが、市場での価格（株価）がないため、経営状況の監視やバリュエーションに費やす時間が必然的に上場企業の場合よりも多くなる。したがって、このような投資スタイルはフィデリティ・インベストメンツやT.ロウ・プライスのような、分析リソースが豊富な大規模ファンドに適しているといえる。ちなみに、フィデリティ・インベストメンツで

は「四半期報告や決算説明会を投資の条件」としているとされる¹⁰³。

一方、投資を受ける非上場企業からすると、IPO 前に大手ミューチュアル・ファンドが株主に名を連ねていることは、会社運営、情報開示が一定水準をクリアしていることをアピール出来るというメリットもある。

（３）既存株主の IPO 前の売却

必要な資金が確保出来た上で非上場企業にとどまる期間が長期化することは、経営者にとってメリットが大きい。問題は、初期の段階から投資してくれた VC のエグジットや従業員の保有する株式の売却の機会が先延ばしとなることである。

優秀な人材の確保、IPO へのプレッシャー緩和などの目的で、従業員の株式売却を条件付きで認めるスタートアップ企業もある。一方、機関投資家等は成長の見込まれるスタートアップ、特にユニコーン企業の株式への投資を望んでいる。

このような需要と供給の結果、米国ではいくつかの非上場株式取引プラットフォームが登場している¹⁰⁴。2009 年に設立されたシェアーズポストをはじめ、エクイティゼン、ナスダック・プライベート・マーケットが代表的なプラットフォームである。2017 年には、上記 4 社だけで 40 億ドルを超える非上場株式の取引が実行されている¹⁰⁵。

IPO 前に既存の株主（役員・従業員、VC 等）が保有する持ち分を売買することを「セカンダリーセール」と呼ぶが、ユニコーン企業の想定時価総額の増大に伴い取引の規模が大きくなっている。これに伴い、主要な投資家がコンソーシアムを組み、既存の株主から大量の株式を取得するテンダーオファーのような取引もみられる。2017 年 12 月のウーバーのケースでは、ソフトバンク・ビジョン・ファンドが主導するコンソーシアムが最大で全株式の約 20%を対象としたオファーをおこなったとされる¹⁰⁶。

IPO 前の段階では株主構成（誰を株主にするか、保有比率をどの程度にするか）をコントロールしておきたい企業側にとっても、このような取引は利用価値が高い。ただし、通常セカンダリーセールでの取引価格は、流動性が低い（再売却が難しい）ためにその時の評価額に比べ低くなる。上記のウーバーのケースでは、直前の資金調達時の想定時価総額 680 億ドルに対して 480 億ドルの評価で取引された¹⁰⁷。

本章で述べた、ミューチュアル・ファンドによる非上場企業への投資の背景と影響をまとめると、図表 38 のようになる。

¹⁰³ “Betting on Private Companies”, *Barron's*, March 21, 2015.

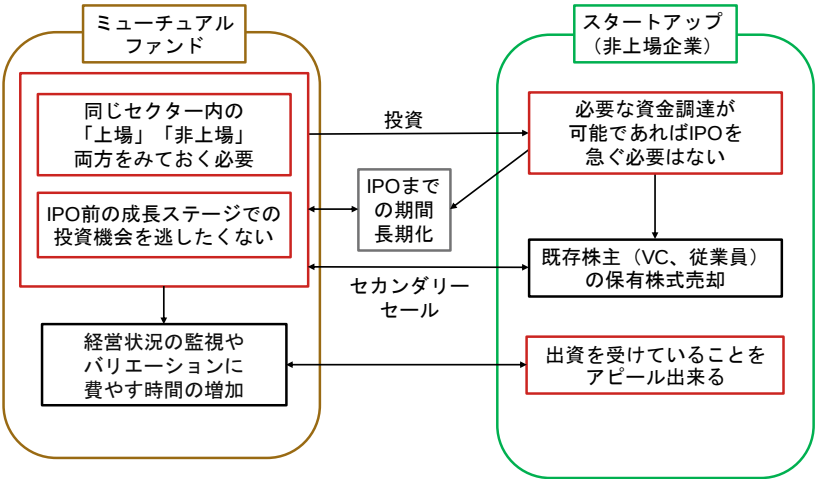
¹⁰⁴ 齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号参照。

¹⁰⁵ David F. Larcker, Brian Tayan, and Edward Watts, “Cashing It In: Private-Company Exchanges and Employee Stock Sales Prior to IPO”, Stanford Closer Look Series. Corporate Governance Research Initiative, September 12, 2018.

¹⁰⁶ “SoftBank Succeeds in Tender Offer for Large Stake in Uber”, *The Wall Street Journal*, December 28, 2017.

¹⁰⁷ 前掲脚注 106 参照。

図表 38 ミューチュアル・ファンドによるスタートアップ企業への投資の背景と影響



(出所) 野村資本市場研究所作成

3. ミューチュアル・ファンドによる IPO 前のウーバーへの投資

(1) ファンドの株式スタイル—ほとんどが大型株ファンド

IPO 直前のウーバーに投資していた 55 本のミューチュアル・ファンドをモーニングスターの投資スタイル分類でみると、図表 39 のようになる。ほとんどのファンド（51 ファンド）が主に大型株を投資対象とするファンドである。ウーバーは 2013 年 6 月の 3 億 6,300 万ドルの資金調達時に、すでにユニコーン企業となっていた。

図表 39 IPO 前にウーバーを保有していたファンドの投資スタイル

1	6	44	大型株 Large-Cap
-	2	2	中型株 Mid-Cap
-	-	-	小型株 Small-Cap

バリュー
Value

ブレンド
Blend

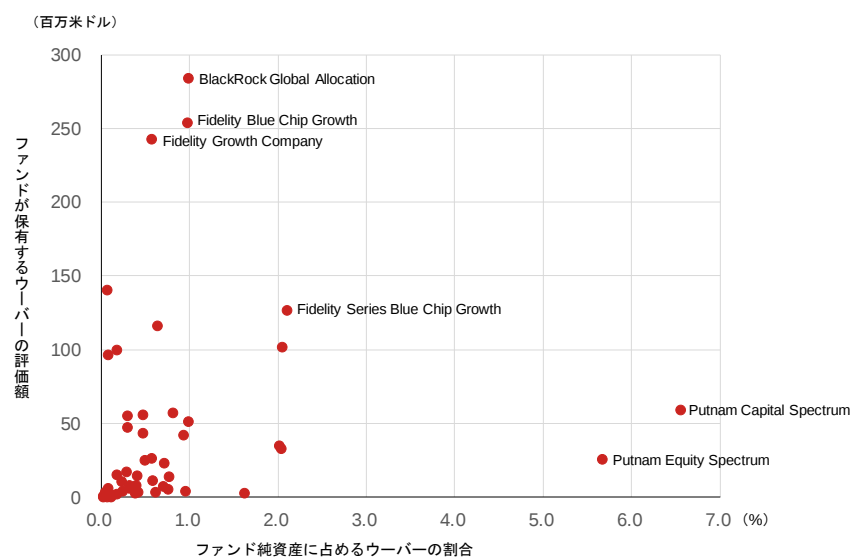
グロース
Growth

(注) 2019 年 5 月 7 日時点
(出所) Morningstar 資料より野村資本市場研究所作成

（２）ファンド純資産に占めるウーバー株の比率

ファンドの純資産に占めるウーバー株式の比率をみると、55 ファンド中 48 ファンドが 1%未満であった（図表 40）。一方、5%をこえているファンドは 2 つあり、ともにパトナム・インベストメンツのファンドであった。両ファンドともにウーバーが組入銘柄上位 4 位となっていた。また、2.1%のフィデリティ・シリーズ・ブルーチップ・グロース・ファンド（Fidelity Series Blue Chip Growth Fund）でもウーバーが組入銘柄上位 8 位となっていた（図表 41）。

図表 40 ファンドが保有するウーバーの評価額とファンド純資産に占める割合



（出所）Morningstar, “Does Your Mutual Fund Own Uber? ”, May 7, 2019 より
野村資本市場研究所作成

図表 41 フィデリティ・シリーズ・ブルーチップ・グロース・ファンド保有上位 10 株式
（2019 年 1 月 31 日）

	株 式	対純資産比 (%)
1	アルファベット (グーグル) Alphabet, Inc. Class A	8.2
2	アマゾン・ドット・コム Amazon.com, Inc.	7.4
3	アップル Apple, Inc.	5.7
4	マイクロソフト Microsoft Corp.	4.5
5	ジュール・ラブズ JUUL Labs, Inc. Series C	4.1
6	フェイスブック Facebook, Inc. Class A	3.5
7	セイルスフォース Salesforce.com, Inc.	2.6
8	ウーバー Uber Technologies, Inc. Series D	2.1
9	ブロードコム Broadcom, Inc.	2.1
10	テスラ Tesla, Inc.	2.1
	上位 10 株式合計	42.3

（出所）Fidelity Series Blue Chip Growth Fund, Semi-Annual Report, January 31, 2019 より
野村資本市場研究所作成

(3) ウーバーへの投資時期

ミューチュアル・ファンドによるウーバーへの投資が始まったのは、2014 年 6 月の資金調達ラウンド以降である（図表 42、図表 43）。アーリーステージでの投資はみられない。2014 年 6 月の資金調達ラウンド（シリーズ D）は、フィデリティ・インベストメンツがリードインベスターとなっていた。

図表 42 ウーバーによる資金調達と企業価値評価額

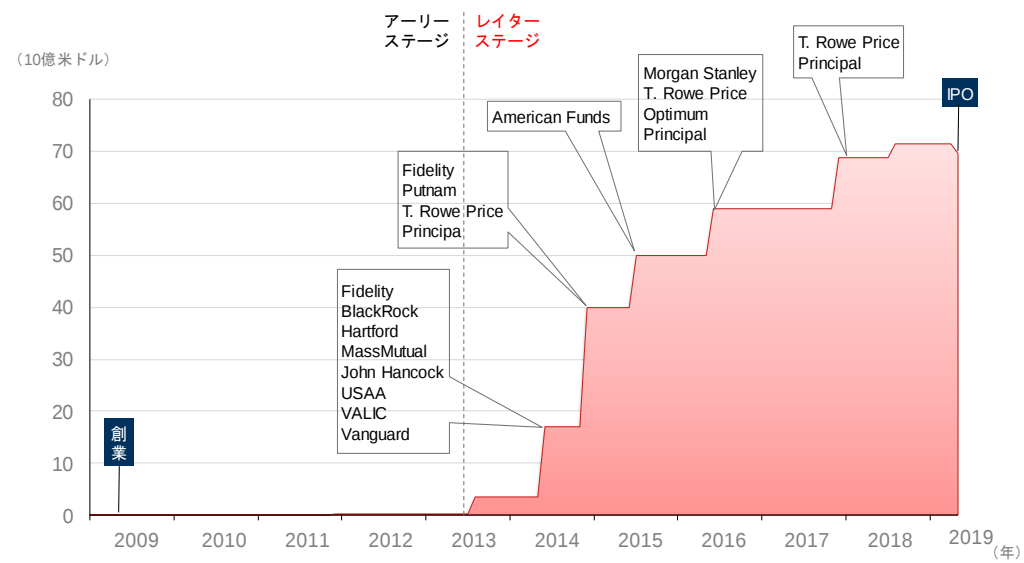
公表時期	調達ラウンド	ステージ	調達金額 (100 万ドル)	評価額 (10 億ドル)	投資した ミューチュアル・ファンド
2009 年 3 月	(創業)				
2011 年 2 月	シリーズ A	アーリー	11	0.049	
12 月	シリーズ B	〃	37	0.3	
2013 年 8 月	シリーズ C	レイター	363	3.5	
2014 年 6 月	シリーズ D	〃	1,400	17.0	Fidelity (16) BlackRock (6) Hartford (6) MassMutual (1) John Hancock (1) USAA (1) VALIC (1) Vanguard (1)
12 月	シリーズ E	〃	1,200	40.0	Fidelity (5) Putnam (5) T. Rowe Price (2) Principal (1)
12 月	〃	〃	600		
2015 年 2 月	〃	〃	1,000		
7 月	シリーズ F	〃	1,000	50.0	American Funds (1)
2016 年 6 月	シリーズ G	〃	3,500	59.0	Morgan Stanley (3) T. Rowe Price (3) Optimum (1) Principal (1)
2017 年 12 月	-		1,250	68.8	
(2018 年 1 月)	※セカンダリーセール				T. Rowe Price (4) Principal (4)
2018 年 8 月	-		500	71.5	
2019 年 5 月	(IPO)			69.7	

(注) 1. ファンドの右のカッコ内の数字は出資したファンドの数。

2. IPO 時の時価総額は、2019 年 5 月 10 日の初値（42 ドル）より算定したもの。

(出所) Crunchbase のデータおよび各ファンドの開示資料より野村資本市場研究所作成

図表 43 ウーバー企業価値評価額とミューチュアル・ファンドによる投資



(出所) Crunchbase のデータおよび各ファンドの開示資料より野村資本市場研究所作成

(4) セカンダリーセールを利用した売買

セカンダリーセールを利用して、IPO 前に保有するウーバー株式を売却したミューチュアル・ファンドもあった。図表 44 は、T.ロウ・プライスのファンドが保有するウーバー株のリスト (2019 年 3 月 31 日時点) である。シリーズ G 以外の保有分については、セカンダリーセールで購入したものとみられる。初期の資金調達以降各調達ラウンドの転換優先株式 (Convertible Preferred Stocks) があることから、多様な投資家の保有分がセカンダリーセールで取引されたことが分かる。

図表 44 T. Rowe Price Growth Stock Fund の保有するウーバー株式 (2019 年 3 月 31 日)

普通株式 (Common Stocks)	取得日	取得額 (千ドル) (a)	1 株当たり 価格 (ドル) (a)／(b)	株数 (b)	評価額 (千ドル) (c)	1 株当たり 価格 (ドル) (c)／(b)
Uber Technologies, Class A,	2018/1/16	\$ 31,221	33.0	94,698	4,619	48.8

転換優先株式 (Convertible Preferred Stocks)	取得日	取得額 (千ドル) (a)	1 株当たり 価格 (ドル) (a)／(b)	株数 (b)	評価額 (千ドル) (c)	1 株当たり 価格 (ドル) (c)／(b)
Uber Technologies, Series A	2018/1/16	445	33.0	13,498	658	48.7
Uber Technologies, Series B	2018/1/16	1,193	33.0	36,200	1,766	48.8
Uber Technologies, Series C-1	2018/1/16	316	33.0	9,572	467	48.8
Uber Technologies, Series C-2	2018/1/16	256	33.0	7,754	378	48.7
Uber Technologies, Series C-3	2018/1/16	3	33.0	91	5	54.9
Uber Technologies, Series D	2018/1/16	284	33.0	8,606	420	48.8
Uber Technologies, Series E	2018/1/16	136	32.9	4,139	202	48.8
Uber Technologies, Series G	2015/12/3	93,311	48.8	1,913,210	93,312	48.8
Uber Technologies, Series G-1	2018/1/16	1,013	48.8	20,775	1,013	48.8
Uber Technologies, Series Seed	2018/1/16	1,139	33.0	34,554	1,685	48.8

(出所) T. Rowe Price Growth Stock Fund N-PORT, March 31, 2019 より野村資本市場研究所作成

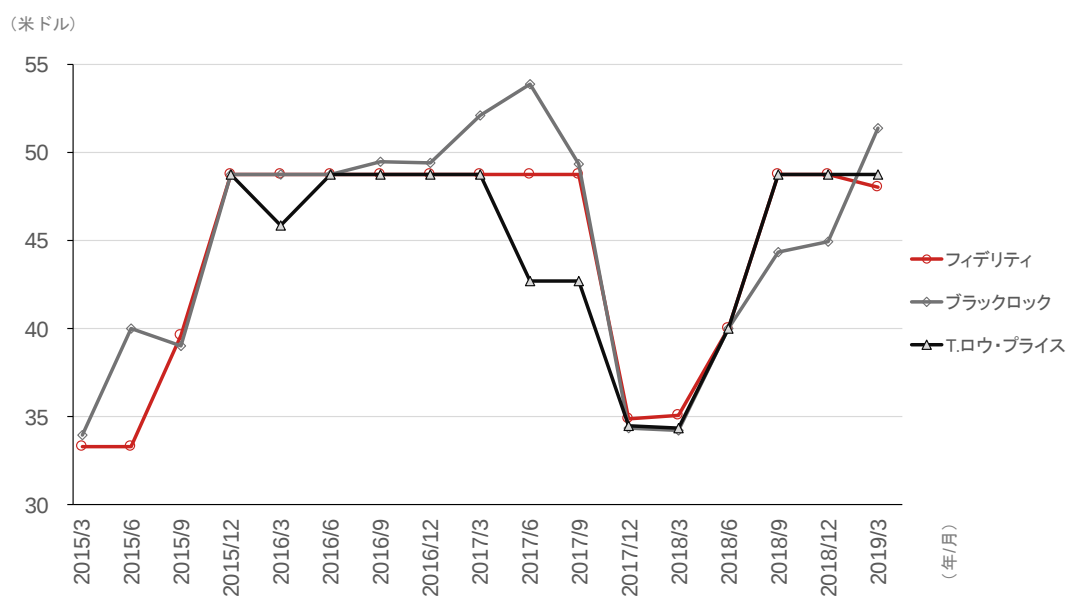
（５）資産運用会社によって異なるバリュエーション

先述のように、上場株式と異なり非上場株式は取引所での株価が存在しないため、運用会社毎に投資対象の時価評価と開示を行っている。ウーバーについても、各社での評価が異なる（図表 45）。非上場企業の株式の時価評価については、4 半期毎の開示資料で確認することが出来る¹⁰⁸。

通常、資産運用会社では会計、コンプライアンス、トレーディング、株式、債券等各分野のバックグラウンドを持つメンバーからなる委員会を組織し、公正価値を決定している¹⁰⁹。なお、ファンドの担当ポートフォリオ・マネージャーやアナリストは委員会メンバーには入らないのが通常である¹¹⁰。

バリュエーションの出発点は最新の資金調達ラウンドでの企業評価である。その際には、各資産運用会社のバリュエーション（株価）が揃う。ただし、資金調達ラウンドは頻繁にあるわけではない。したがって、各資産運用会社は、出資者として非上場会社の経営陣、取締役会、および企業評価に必要な財務情報へのさまざまなレベルのアクセスを活用し、それぞれの手法により適正価値の算出を行うこととなる。公正価値については、各運用会社が修正の必要があると考える要因の発生に応じて適時変更を行っていると考えられる。

図表 45 運用会社別にみたウーバー株式の 1 株当たり評価額の推移



（出所）各社開示資料より野村資本市場研究所作成

¹⁰⁸ 非上場企業の株式（普通株、転換優先株式等）については、株数、評価額に加え、取得日および取得金額が記載されている。

¹⁰⁹ 例えば、フィデリティでは「Fair Value Committee」、T.ロウ・プライスでは「T. Rowe Price Valuation Committee」等、各運用会社によって名称が異なる。

¹¹⁰ Morningstar, “Unicorn Hunting: Mutual Fund Ownership of Private Companies is a Relevant, but Minor, Concern for Most Investors”, December 5, 2016.

（６）ミューチュアル・ファンドによる非上場企業投資の意味

これまでみてきたように、クロスオーバー投資家としてミューチュアル・ファンドはスタートアップエコシステムの中で重要なプレイヤーとなっている。特に「IPO 前のレイターステージ（ultralate-stage）」での大型の資金調達において主要な投資家の一つであるとともに、初期投資家（含む従業員）に流動性を供給する役割を担っている。資金調達ラウンドでミューチュアル・ファンドがリードインベスターをつとめるケースもあるが、同じクロスオーバー投資家でもヘッジファンドのように、投資先の非上場企業に取締役を派遣するような直接的な経営への関与はしない。しかしながら、成長に必要なエクイティ資金を必要な時に提供することで、結果として、非上場企業の IPO 前の成長を促進し、自らのファンドのリターンを向上させることが出来る。また、ミューチュアル・ファンドに投資している個人等に対して、間接的に非上場企業への投資機会を提供することにもなっている。

（７）米国ミューチュアル・ファンドによる日本企業への投資

米国ミューチュアル・ファンドによるクロスオーバー投資において、日本の非上場企業も既に投資対象となっている。例えば、2016 年 8 月、フィデリティ投信はインターネットによる印刷・広告事業を行うラクスル（2018 年 5 月東証マザーズ上場）に出資している。また、2018 年 12 月、T.ロウ・プライス・ジャパン・ファンド（T. Rowe Price Japan Fund）はクラウド名刺管理サービスを展開する Sansan（2019 年 6 月東証マザーズ上場）に出資している。同ファンドの開示資料（2019 年 6 月）には、約 600 万ドルの出資が記載されており、当時の調達額（約 30 億円）の 2 割程度を同ファンドが引き受けたものと推察される（図表 46）。

図表 46 T.ロウ・プライスジャパンファンドのポートフォリオ

Portfolio of Investments	Shares	\$ Value
(Cost and value in \$000s)		
JAPAN 99.3%		
COMMON STOCKS 98.8%		
Sansan	29,300	1,594
Sansan, Acquisition Date: 12/4/18, Cost: \$3,519	117,647	6,082
Net Assets 100.0%		734,304

（出所）T. Rowe Price Japan Fund 開示資料（NPORT-EX, July 31, 2019）より抜粋

X. 米国非上場株式市場の中核を成す OTC マーケット

1. 上場及び非上場株式市場の活性化

米国の上場株式市場には、約 4,300 社の国内企業が上場しており、高い流動性を誇っているが、非上場株式市場には、それ以上に多くの企業が登録され、大きな市場を形成している。OTC マーケッツ・グループ（OTC Markets Group Inc.）が運営する OTC マーケットには、85 社以上のマーケット・メイカー（主にブローカー・ディーラー）が参加し、1 万社以上の非上場企業の値付けを行っている。

米国には、ナスダック・プライベート・マーケットやフォージ・グローバル（2020 年 5 月にシェアーズポストの買収合意を公表）等の非上場株式市場が複数存在するが、その中でも OTC マーケットは最大級の登録銘柄数を誇っている¹¹¹。OTC マーケットから証券取引所に移行（上場）した企業数は、過去 5 年間で平均 63 社であり、OTC マーケットは上場のためのステップアップ市場としての役割を果たしている。また、OTC マーケットは、将来の上場企業の供給源であるだけでなく、上場を廃止した企業がその後取引される場でもあり、投資家に対して、非上場企業の流動性を創出することで、上場市場の受け皿としての役割も果たしている。

更に、OTC マーケットは、上場に関連する米国法令への対応が負担であるとする米国外の上場企業や米国地銀の登録を促すとともに、シタデル・セキュリティーズやバーチュ・ファイナンシャル等の高頻度取引（HFT）業者をマーケット・メイカーとして誘致することで流動性を維持している¹¹²。加えて、OTC マーケッツ・グループは、相次ぐ買収や提携によって、OTC マーケット登録銘柄に対して、オンラインによる IR 活動や資金調達のサポート等のデジタル・ソリューションの提供を強化しており、収益と取引金額の増大に成功している。

つまり、OTC マーケッツ・グループは、企業誘致及び流動性獲得の観点で、NYSE や NASDAQ 等と競合している側面もあり、自身が運営する非上場株式市場と上場市場の両者を活性化させていることから、米国の株式市場において極めて重要な存在になっていると言える。

2. OTC マーケット及び OTC マーケッツ・グループの概要

（1）ピンクシートを出自とする OTC マーケット

OTC マーケットは、OTC マーケッツ・グループが運営する市場の総称であり、その歴史は 117 年前に遡る。当時、非上場株式はピンクシートを基に売買されていた。ピンクシートとは、1904 年に創刊された NQB（National Quotation Bureau）が出版する日刊の気配表であり、その名称は気

¹¹¹ 詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号を参照。

¹¹² シタデル・セキュリティーズの詳細は、岡田功太、杉山裕一「米国金融市場の構造変化の中で存在感を増すシタデル」『野村資本市場クォーターリー』2017 年夏号を参照。

配表が印刷されていた紙がピンク色であったことに由来する¹¹³。ピンクシートには、銘柄毎に気配を提示するマーケット・メイカー（主にブローカー・ディーラー）の名称及び電話番号が掲載されており、売買を希望する者はマーケット・メイカーに連絡して相対で売買を成立させていた。

その後、クロムウェル・カールソン氏（OTC マーケッツ・グループの現 CEO）が 1997 年に NQB を買収し、1999 年にピンクシートを紙の気配表から電子情報システムへと移行させた。更に、同氏は 2000 年に、インターネットの普及を背景に、ピンクシート・ドットコムというウェブサイトを立ち上げて、ピンクシートの気配表示を従来の一日一回更新から、リアルタイム更新へと進化させた。これにより、NQB は、非上場企業向けの電子化された相対取引市場となった。

NQB は、2000 年にピンクシート LLC に社名変更し、2008 年にデラウェア州法に基づく LLC（Limited Liability Company）から株式会社（Corporation）に移行し、2009 年には自社の運営する市場で株式を流通させるようになった。2010 年に OTC マーケッツ・グループに名称変更している¹¹⁴。現在、OTC マーケッツ・グループの普通株式は、自身が運営する OTC マーケットに、OTCM というティッカーコードで登録されており、市場参加者によって売買されている。

（２）OTC マーケッツ・グループの事業概要

OTC マーケットに登録する非上場企業数は、2015 年の 9,850 社から、2019 年の 10,755 社に増加している。OTC マーケットの取引金額は、2015 年の 1,998 億ドルから、2019 年には 3,292 億ドルと、過去 5 年間で約 1.6 倍になっており、非上場株式の流動性の創出に成功している。

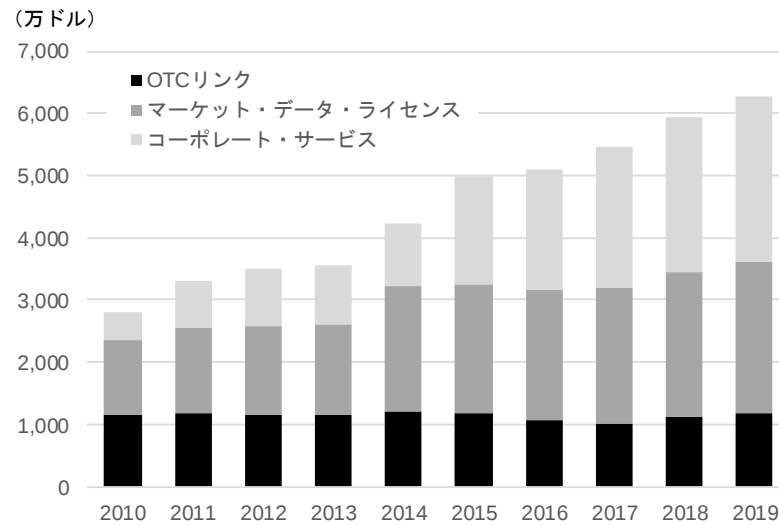
OTC マーケッツ・グループの事業は、①OTC リンク、②マーケット・データ・ライセンス、③コーポレート・サービスの 3 つに大別される。OTC リンクとは、OTC マーケットの気配表示システムの呼称であり、主な収益源は、市場参加者であるマーケット・メイカーから取得する場口銭（市場参加者から売買取引高に応じて徴収する手数料）である。マーケット・データ・ライセンスは、リアルタイムまたは引け時の気配情報や取引データ、登録企業に関する財務情報データ、その分析ツール等の提供であり、コーポレート・サービスは、米国の非上場企業や米国外の上場企業の誘致、その IR 活動のサポート等である。

図表 47 にある通り、OTC マーケッツ・グループの総収益（Gross Revenue）は、2010 年の 2,804 万ドルから、2019 年の 6,284 万ドルと増加傾向にあり、中でも、コーポレート・サービスの総収益は、2010 年の 457 万ドルから、2019 年の 2,672 万ドルと、過去 10 年間で約 5.8 倍になっている。

¹¹³ 詳細は、大崎貞和「市場区分を導入した米国ピンクシートー英国 AIM をモデルとした制度改革ー」『資本市場クォーターリー』2007 年春号を参照。

¹¹⁴ 米国における LLC と株式会社はそれぞれ各州の法令に基づいて設立されるが、一つは課税体系に違いがある。株式会社では法人税と所得税の二重課税が行われるのに対して、LLC ではその社員（出資者）を納税主体とすることが認められている（いわゆるパススルー課税）。また、株式会社は株式が自由に譲渡されることを想定することが多いが、LLC では社員（出資者）としての地位が自由に譲渡されない仕組みとなっていることが一般的である。つまり、「所有の経営の分離」の観点でも違いが認められる。

図表 47 OTC マーケッツ・グループの事業別収益



(出所) OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

(3) OTC マーケットと上場市場の関係性

OTC マーケッツ・グループは、NYSE や NASDAQ 等の証券取引所と密接な関係にある。OTC マーケットから上場銘柄として証券取引所に移行（上場）した企業数は、2019 年に 57 社、2018 年に 70 社、2017 年に 61 社であり、OTC マーケットは上場のステップアップ市場としての役割を果たしている。OTC マーケットから証券取引所への移行は、通常の新規上場のプロセスと変わりなく、対象銘柄が市場を移行しても投資家は売買を継続できる。

また、OTC マーケットは、上場廃止企業の受け皿でもある。上場企業が、上場廃止となった場合、FINRA が、ブローカー・ディーラー（会員）に対して新しいティッカーコードを通知し、その翌日から当該銘柄は OTC マーケットの一つであるピンク・オープン・マーケットにおいて取引される。つまり、証券取引所の上場廃止日の翌日は、ピンク・オープン・マーケットにおける新規登録及び売買開始日となる。投資家は、これまでと同様に、自身が口座を有するブローカー・ディーラーのシステムを通じて、価格や気配等を確認することが可能であり、売買を継続できる。

つまり、OTC マーケットが非上場企業の流動性を創出することによって、投資対象企業の上場及び登録先市場が変更されたとしても、投資家による売買機会が確保され、企業は戦略的かつ機動的に上場したり、非上場化したりすることが可能である。結果的に、OTC マーケットは、米国株式市場全体の活性化に寄与していると言える。

3. OTC マーケッツ・グループが運営する各市場区分の概要

(1) 米国内外の優良企業や IR 活動に積極的な米国地銀が登録される OTCQX

1) OTCQX の登録基準の概要

OTC マーケッツ・グループが運営する OTC マーケットは、OTCQX ベスト・マーケット（以下、OTCQX）、OTCQB ベンチャー・マーケット（以下、OTCQB）、ピンク・オープン・マーケットの3市場から構成されている。その中でも、OTCQX は、最も厳格な開示基準及びコーポレート・ガバナンス基準を設けており、米国内外の優良企業向けの市場である。また、OTCQX に登録される銘柄の中でも、より高い財務基準を満たした企業は OTCQX プレミアとして分類される。

OTCQX への登録には、企業がスポンサー（OTC マーケッツ・グループが認めた法律事務所やブローカー・ディーラー等）を選任する必要がある、登録後も一定の継続開示が求められる。例えば、公開企業会計監視委員会（PCAOB）の監督下にある監査法人による監査済みの年次財務諸表や、米国会計基準に基づいて作成された半期財務諸表、重要な情報の適時開示等の公表が必要であり、SEC への報告基準等を満たしているものであることが義務付けられている（図表 48）。

OTCQX 登録企業は、コーポレート・ガバナンス基準や財務基準も満たす必要がある。100 株以上を保有する株主が 50 名以上であること、登録時の時価総額が 1,000 万ドル以上であること、2 名以上の独立取締役の選定し、独立取締役が過半を占める監査委員会を設置すること、株主総会 15 日前までの株主に対する財務報告を行うこと等である。更に、OTCQX 登録企業は、登録時に 0.25 ドル以上の買い気配があることや、登録後も 0.1 ドル以上の買い気配を維持することが求められている。

2) 米国地銀で構成される OTCQX US バンクの概要

OTCQX は 2014 年 5 月、新たに、OTCQX に登録済みの米国地銀で構成される OTCQX US バンクという区分を設置した。当初、米国地銀 10 行が、OTCQX US バンクに分類されていたが、2018 年末時点で 89 行に増加している。

これは、近年の米国証券法の規制緩和と関係している。2012 年成立の新規産業活性化法（JOBS 法: Jumpstart Our Business Startups Act）では、非上場企業に対する報告義務を緩和することを目的に、SEC への登録義務の要件である株主数基準が、銀行及び銀行持株会社の場合に 500 名から 2,000 名に引き上げられた¹¹⁵。それ以前の米国地銀は、SEC 登録を避けるためには、株主名簿上の株主数を 500 名未満に管理する必要があったが、JOBS 法の成立によって株主数を 2,000 名まで増加させることができるようになった。

これら 2 つの規制緩和により、OTC マーケットは、米国地銀にとって資金調達と株式の流通をする上で有力な市場となった。そこで OTC マーケッツ・グループは、OTCQX 内に新たに米国地

¹¹⁵ 詳細は、淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号、岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号。

銀向けの区分を設け、銀行の報告基準を用いて同市場に登録することを認めて、株式の流動性向上を望む米国地銀の期待に応えた。2018 年には、地方銀行 15 行が、ピンク・オープン・マーケットから OTCQX にステップアップしており、OTCQX US バンクへの集約が進んでいる¹¹⁶。

図表 48 OTCQX 及び OTCQB の登録基準の概要

OTCQX	OTCQX インターナショナル	OTCQB
開示基準		
以下のいずれかに従った開示 1. SEC 報告基準 2. レギュレーション A 報告基準 3. その他の報告基準 OTCQX US バンクの場合 1. 銀行報告基準 2. SEC 報告基準	以下のいずれかに従った開示 1. 国際報告基準 2. SEC 報告基準 3. レギュレーション A 報告基準	以下のいずれかに従った開示 1. SEC 報告基準 2. レギュレーション A（ティア 2）報告基準 3. 銀行報告基準 4. 国際報告基準 5. その他の報告基準
PCAOB の監督下にある監査法人による監査済みの年次財務諸表と、GAAP に従って作成された半期財務諸表の提出	監査済みの年次財務諸表の提出	内国企業の場合 PCAOB の監督下にある監査法人による監査済みの年次財務諸表の提出
重要な情報の適時開示	重要な情報等を 1934 年証券取引所法 12g3-2(b)に従って英語で開示	重要な情報の適時開示
コーポレート・ガバナンス基準		
1. 2 名以上の独立取締役 2. 独立取締役が過半を占める監査委員会の設置 3. 株主総会 15 日前までの株主に対する財務報告	—	その他の報告基準で開示している企業の場合 1. 2 名以上の独立取締役 2. 独立取締役が過半を占める監査委員会の設置
財務基準		
100 株以上を保有する株主が 50 人以上		
登録時の時価総額 1,000 万ドル以上（登録後も 500 万ドルを維持）		—
登録時 0.25 ドル以上の買い気配（登録後も 0.1 ドル以上の買い気配の維持） OTCQX US バンクの場合 1 ドル以上の買い気配の維持	登録時 0.25 ドル以上の買い気配（登録後も 0.1 ドル以上の買い気配の維持）	0.01 ドル以上の買い気配の維持
OTCQX US バンクの場合 1. 総資産 1 億ドル以上 2. 株主資本 400 万ドル以上	—	原則として発行済み株式の 10%以上が浮動株であること

（出所）OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

3）米国外の上場企業が登録される OTCQX インターナショナルの概要

OTCQX には、OTCQX インターナショナルという市場区分も設置されている。同市場には、OTC マーケッツ・グループが「適格外国取引所（QFE: Qualified Foreign Exchange）」と認定した約 90 の証券取引所（約 60 カ国にて運営）に上場する米国外企業が登録されている。例えば、アルゼンチン、オーストラリア、ベルギー、カンボジア、日本、カナダ、英国、南アフリカ等の証券取引所が QFE とされており、これらの QFE に上場するロシュ（スイス）、アディダス（ドイツ）、BASF（ドイツ）、BNP パリバ（フランス）等の普通株及び ADR が登録されている。

OTCQX インターナショナル登録銘柄は、諸外国にて既に上場を果たしていることから、OTCQX

¹¹⁶ OTC マーケッツ・グループのウェブサイト（<https://blog.otcmarkets.com/2019/03/04/community-bank-regulations-should-foster-main-street-growth/#more-1437>）を参照。

インターナショナルとしては、QFE で求められる情報開示を英語でも行うこと、重要な情報などを 1934 年証券取引所法 12g3-2(b)に従って英語で開示すること、登録時に 0.25 ドル以上の買い気配があること等を登録基準として定めている。

OTCQX インターナショナルは、米国の投資家にアクセスしたい一方で、コストの観点で、NYSE や NASDAQ に上場する程ではないと考える外国企業向けの市場である。NYSE や NASDAQ 等の上場維持の開示・会計・リーガルコストは、年間 100～200 万ドルである一方で、OTCQX インターナショナルは年間で最大 30 万ドル程度と安価である。また、OTCQX インターナショナルへの登録は、SEC に登録する必要がないため、サーベンス・オクスリー法が求める内部統制要件などの対応負担を回避できる¹¹⁷。

（２）多種多様な企業が幅広く登録されている OTCQB

OTCQB は、米国内外の成長局面にある中小企業向けの市場である。同市場は、株価が 0.01 ドル未満の企業や破綻会社については登録不可としているが、その基準は OTCQX よりも緩やかである。例えば、OTCQX は、非上場企業の登録時の時価総額が 1,000 万ドル以上であることを要件として規定しているが、OTCQB は時価総額に関する基準を設けていない。ただし、OTCQB は、SEC への報告基準等を満たすこと、100 株以上を保有する株主が 50 名以上であること、0.01 ドル以上の買い気配を維持すること、原則として発行済み株式の 10%以上が浮動株であること等を登録基準として定めている（前掲図表 48）。

OTCQB は、米国内外の成長局面にある中小企業向けの市場と位置付けられているが、その実態は、成長局面に限らず、多種多様な企業が幅広く登録されている。例えば、OTCQB には、政府支援企業である連邦抵当金庫（ファニーメイ）及び連邦住宅貸付抵当公社（フレディーマック）が発行した優先株が登録されている。また、OTCQB は、外国市場に上場する企業も取り扱っており、OTCQX インターナショナルでは QFE として認められていないマザーズ（東証）、マルタ証券取引所、ナイジェリア証券取引所、カタリスト（シンガポール証券取引所）等を QFE とし、それら証券取引所に上場する米国外企業が登録されている。

（３）9,000 社以上の企業が登録されているピンク・オープン・マーケット

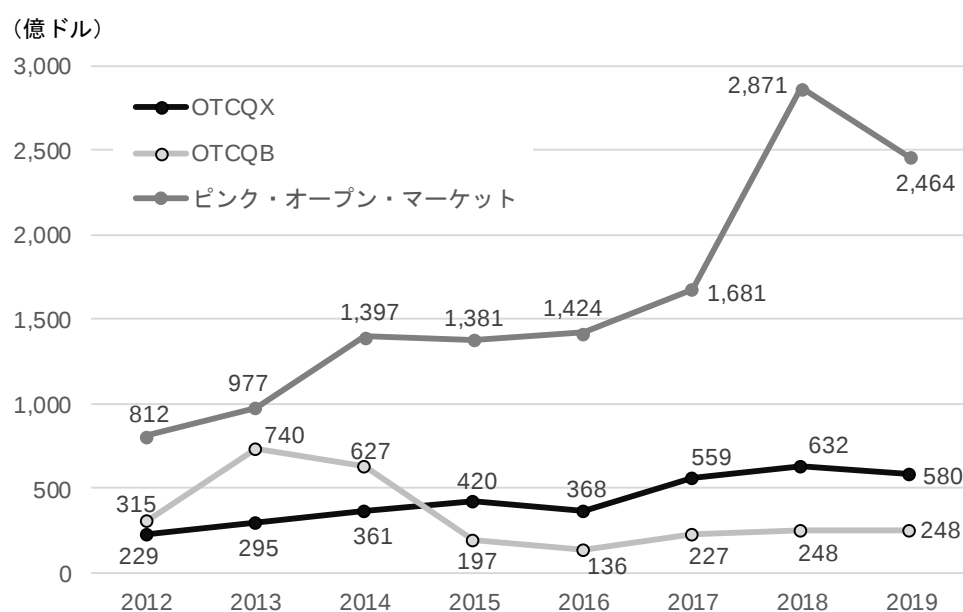
ピンク・オープン・マーケットは、マーケット・メイカーによる気配が提示されている非上場企業及び米国外の上場企業向けの市場であり、OTCQX や OTCQB のように、開示やコーポレート・ガバナンスに係る登録基準を設けていない。つまり、ピンク・オープン・マーケットは、OTCQX や OTCQB の登録基準に適合しない銘柄が自動的に分類される市場であり、ペニーストック（1 株当たり 1 ドル未満で取引される株式）やシェルカンパニー（実態のないペーパー・カンパニー）等も登録されている。

¹¹⁷ 詳細は、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号（ウェブサイト版）を参照。

ピンク・オープン・マーケット登録銘柄は、継続開示の有無や直近の開示時期に応じて、適時開示（OTC マーケッツ・グループの情報開示ガイドラインに基づいて情報開示を行っている）、限定開示（過去 6 か月以内に開示した財務情報等が存在する）、非開示（情報を全く開示していない、または 6 か月以前の古い情報のみが存在する）の 3 つのカテゴリーに分類されている。そのため、ピンク・オープン・マーケットに投資する際には、投資判断に必要な情報を入手できないリスクがある。特に、情報開示が行われていない時価総額の小さな銘柄については、誤った情報を流布して株価を操作する行為が行われることがあり、SEC も注意喚起をしている¹¹⁸。

ピンク・オープン・マーケットの登録銘柄数は 9,307 社と、OTCQX の 489 社、OTCQB の 959 社よりも多く、図表 49 が示す通り取引金額も多い。特に、ピンク・オープン・マーケットは、上場廃止となった企業が登録されることになる市場区分として知られている。例えば、アメリカン・エアラインは、2012 年 1 月に NYSE において上場廃止となり、2013 年 12 月に NASDAQ に再上場を果たしているが、上場が廃止されていた間、同社株式はピンク・オープン・マーケットにおいて売買されていた。

図表 49 OTC マーケットの取引金額の推移



（出所）OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

更に、ピンク・オープン・マーケットには、米国外の上場企業も登録されており、日本企業については、258 銘柄の ADR と 278 銘柄の F シェアーズが取引されている（2020 年 3 月末時点）。F シェアーズは、米国外の上場企業の普通株であり、1 株単位で取引が可能である¹¹⁹。日本企業の代表的な F シェアーズは、トヨタ自動車、NTT、日本たばこ産業（JT）、コマツ、日立製作所、

¹¹⁸ SEC, “Microcap Stock: A Guide for Investors,” September 18, 2013.

¹¹⁹ 日本に上場する企業の F シェアーズは、1 株単位で取引可能であることから、100 株を売買単位とする東証よりも、少額で取引できる。その詳細は、岡田功太、片寄直紀「上場株式の売買単位と個人向け証券取引のイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号を参照。

東京ガス、資生堂、アステラス製薬、三井物産、旭化成、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、任天堂、ファナック、キヤノン等である。

4. OTC マーケットにおける取引の仕組み

(1) OTC リンク LLC が運営する気配表示システム

非上場企業が、証券取引所に IPO する場合、同企業（発行会社）は SEC に登録することが求められる。他方で、非上場企業が OTC マーケットで登録されるには、ブローカー・ディーラーによる SEC 申請が必要となる。ブローカー・ディーラーが、FINRA に対して、SEC 規則 15c2-11 に基づいてフォーム 211（対象銘柄の概要等を記載）を提出し、それを FINRA が承認することによってティッカーコードが設定され、OTC マーケットにて気配表示が可能となる。

OTC マーケットの登録銘柄は、OTC リンク LLC（OTC マーケッツ・グループの 100%子会社）が運営する「OTC リンク ATS」と「OTC リンク ECN」という 2 つの気配表示システムにおいて取引されている。OTC リンク ATS 及び OTC リンク ECN は、代替取引システム（ATS: alternative trading system）として、SEC 及び FINRA の規制・監督下にある。代替取引システムとは、既存の証券取引所と同等の機能を果たすシステムのうち、利用者への規制・監督機能を持たないものを指す¹²⁰。

OTC リンク ATS は、2 者間（バイラテラル）で相対取引をするための気配表示のシステムであり、注文を出しているブローカー・ディーラー同士で直接コミュニケーションを取る仕組みである。OTC リンク ECN は、複数のブローカー・ディーラー間（マルチラテラル）で自動かつ匿名で注文のマッチングを行う気配表示システムである。OTC リンク ECN に参加するマーケット・メイカーは、自身が使用しているユーザー・インターフェース等から、直接的に同システムにアクセスして発注することができるため、取引時間が短縮化されている¹²¹。

(2) OTC リンクに気配提示する高頻度取引業者

OTC マーケットの取引高は増加傾向にあるが、OTC リンク ATS に参加し、気配表示するマーケット・メイカーは、2010 年の 165 社から 2019 年の 87 社に減少している（図表 50）。これは、同市場の電子化と高速化が進展し、マーケット・メイカーがシタデル・セキュリティーズやバーチュ・ファイナンシャル等の HFT 業者に集約された結果である。

OTC リンク ECN は、2017 年 12 月に運営が開始された比較的新しい気配表示システムであり、マーケット・メイカー 53 社が参加している。OTC リンク ECN は、自動かつ匿名で注文のマッチングを高速で行うことから、HFT 業者にとって活用しやすい気配表示システムとして位置づけられている。このように、HFT 業者は、NYSE 等の上場市場においても、積極的に気配提示をして

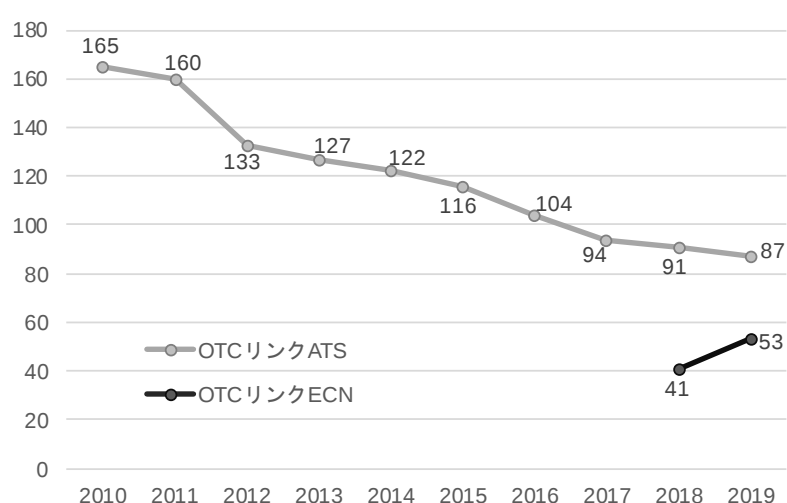
¹²⁰ 詳細は、大崎貞和「米国における ATS（代替的取引システム）規制の導入」『資本市場クォーターリー』1999 年冬号を参照。

¹²¹ OTC マーケッツ・グループのウェブサイト（<https://www.otcmarkets.com/otc-link/otc-link-ecn>）を参照。

おり、上場銘柄の最大級のマーケット・メイカーとして知られているが、OTC マーケットにおいても一定の存在感を有している。

なお、OTC リンク LLC は、ブローカー・ディーラーとして FINRA の会員になっているため、自主規制に服しており、SEC に対する報告義務も課せられている。つまり、OTC リンク ATS 及び OTC リンク ECN において気配表示されている銘柄（SEC 登録を免除されている銘柄も含む）については、FINRA のルールで規定される相場操縦等の不公正取引の禁止や最良執行義務等が課されている。

図表 50 OTC マーケットに参加するマーケット・メイカーの社数



（出所）OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

（３）NYSE と競合する OTC リンク ECN

OTC リンク ATS では、マーケット・メイカーは固定費（月会費や接続料等）及び変動費（ブローカー・ディーラー間のコミュニケーション量に応じた費用等）を OTC リンク LLC に支払うが、OTC リンク ECN は、メイカー・テイカー・モデルを採用している。メイカー・テイカー・モデルとは、流動性の増加（指値提示者の増加）を促すことを意図して設計される手数料体系である¹²²。メイカー・テイカー・モデルを採用する取引施設（証券取引所及び代替取引システム）は、自市場で約定した取引について、新たに流動性をもたらした指値提示者（メイカー）にその対価（リベート）を支払い、その相手方となって指値に応じる注文の出し手（テイカー）から手数料（フィー）を徴収する。つまり、取引執行場所の収益は、テイカーフィーとメイカーリベートの差分となる。

OTC リンク ECN のメイカーリベートは、1 株当たりの価格が 1 ドル以上の場合、月次の取引株数別に金額を設定している。テイカーフィーは 1 株当たり 0.0029 ドル、OTC リンク ECN にて取引が成立せずに、OTC リンク ATS に回送された場合は、1 株当たり 0.0035 ドル、NYSE が運営する OTC マーケットであるグローバル OTC 等に回送された場合は、1 株当たり 0.004 ドルである

¹²² 詳細は、岡田功太、齋藤芳充「米国株式市場のメイカー・テイカー・モデルを巡る議論－流動性向上策としてのリベートの功罪－」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号を参照。

(図表 51)。

なお、OTC リンク ECN で取引が成立せずに、注文が OTC リンク ATS 等の外部市場に回送された場合についても、注文の匿名性は保持される。

図表 51 OTC リンク ECN のメイカー・テイカー・モデルの手数料体系

月次の取引株数当たりのメイカーリベート (ドル)	
1 株から 999,999 株	0.001
1,000,000 株から 4,999,999 株	0.0012
5,000,000 株から 14,999,999 株	0.0017
15,000,000 株以上	0.0026
テイカーフィー (ドル)	
取引を執行した場合	0.0029
OTC リンク ATS へ注文を回送させた場合	0.0035
OTC リンク ATS 以外に注文を回送させた場合	0.004

(注) 1 株当たりの価格が 1 ドル以上の場合

(出所) OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

5. OTC マーケット登録銘柄に対する州の証券規制

(1) ブルースカイ法による証券規制の枠組み

米国では、証券規制は連邦法のほか、州法でも証券詐欺から投資家を保護する観点で規制が行われている。つまり、発行会社に対して投資を行う投資家が、複数の州（コロンビア自治区、グアム、プエルトリコ、ヴァージン諸島を含む）に所在している場合、連邦法に加えてそれぞれの州法（ブルースカイ法）に則って、証券の登録や投資勧誘等を行う必要がある。各州法における規制は、連邦法である 1956 年統一証券法、1985 年改正統一証券法、2002 年統一証券法等を参考に制定されていることが多いため、その基本的な規制枠組みは多くの州で共通している。しかし、州法における適用免除の条件や開示基準等の運用は、各州に一任されている部分が大きく、投資勧誘に係る実質的な基準は州毎に異なる。

1996 年証券市場改革法は、上場証券や適格購入者（Qualified Purchaser）のみに募集・売付がなされる証券の場合には、ブルースカイ法の適用免除となることを統一的に明示した¹²³。それに対して、OTC マーケットは非上場証券を取り扱っており、1996 年米国市場改革法で定められた適用除外証券に該当しないことから、OTC マーケット登録銘柄の投資勧誘は、原則として各州のブルースカイ法に準拠する必要があり、コンプライアンス負担が重くなる。

ただし、ブルースカイ法の適用除外となる証券は、連邦法に加えて各州の判断でも規定することが可能である。そこで、OTC マーケット登録銘柄が、各州の判断に基づいてブルースカイ法の適用を免除（Manual Exemption）されるか否かが重要になる。

¹²³ 適格購入者（Qualified Purchaser）とは、①（配偶者との共同保有を含めて）500 万ドル以上の投資資産を持つ個人、②家族関係にある 2 人以上によって直接・間接的に保有される、500 万ドル以上の投資資産を持つ会社、③①、②、④に該当する者が出資し、受託者が決定権限を持つ信託、④自己または他の適格購入者の勘定で 2,500 万ドル以上の投資資産に裁量を有する形で保有する個人、のいずれかに当てはまる者。

（２）各州におけるブルースカイ法の適用免除

1956 年統一証券法は、ブルースカイ法の適用免除基準として、「経営者の名前、直近 18 か月以内に作成された貸借対照表、直近もしくは最終事業年度の損益計算書が公表されている公認証券マニュアル（Recognized Securities Manual）」を利用するということを規定しており、その後も 1985 年や 2002 年に定義の厳格化が行われている。同法の規定は、OTC マーケット登録銘柄の中でも、公認証券マニュアルに情報が掲載された企業については、ブルースカイ法の適用が免除されることを容認している。

他方で、1956 年統一証券法の規定を州法として採用するのか、また採用する場合に、具体的に何を公認証券マニュアルとして認めるかという点については、各州政府が規定する権限を有する。SEC によると、2016 年までは多くの州が、S&P、フィッチ、マージェントが発行するマニュアル¹²⁴に情報が掲載されている企業か否かを基準としていた。そして、当時は大部分の OTC マーケット登録銘柄が S&P のマニュアルに情報開示していたので、ブルースカイ法の適用免除となるという仕組みであった¹²⁵。

しかし、2016 年に S&P のマニュアルが廃止され、OTC マーケット登録銘柄が多く、州でブルースカイ法の適用対象となったため、ブローカー・ディーラーは同銘柄を投資勧誘しにくくなってしまった。そこで、OTC マーケッツ・グループ及び NASAA は、OTCQX 及び OTCQB を公認証券マニュアルとして容認するよう、各州政府に対する働きかけを開始した¹²⁶。その結果、各州政府は、その提案を受け入れて、OTCQX 及び OTCQB を公認証券マニュアルとするようになっている。近年、ブルースカイ法を適用免除とする州の数は増加傾向にあり、ブローカー・ディーラーの投資勧誘によって流動性の向上が図られている（図表 52）。

なお、ピンク・オープン・マーケットには登録基準が設けられていないため、ブルースカイ法が適用されている。情報開示が限られていることが多いピンク・オープン・マーケット区分の企業については、ブルースカイ法に則った対応を行うことは極めて難しい。

図表 52 ブルースカイ法の適用免除となっている州の数

	OTCQX	OTCQB
2017 年 3 月	20	17
2018 年 3 月	29	26
2019 年 3 月	34	31
2020 年 3 月	36	33

（出所）OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

¹²⁴ Standard & Poor’s Corporation Records, Fitch Investors Service, Mergent’s Investor Service の 3 つのマニュアル。

¹²⁵ NASAA, “Notice of Request for Public Comments Regarding a Proposed Model Rule to Designate Nationally Recognized Securities Manuals for Purpose of the Manual Exemption and a Proposed Model Rule to Exempt Secondary Trading in Securities Issued by Regulation A –Tier 2 Issuers,” July 19, 2018.

¹²⁶ OTCQX 及び OTCQB が公認証券マニュアルの機能を果たしている理由として、OTCQX と OTCQB に登録する銘柄は情報開示が求められており、またその開示内容も OTC マーケッツによってモニタリングされ、適時の開示が行われていない銘柄はこれらの区分から除外されることが挙げられている。

（３）ブルースカイ法の適用免除基準の統一を巡る議論

米国の各州政府は、それぞれ異なる手段を用いて、ブルースカイ法の適用を免除している。例えば、デラウェア州政府は規則¹²⁷を策定し、コネチカット州政府はノー・アクション・レターを発行¹²⁸することで、ブローカー・ディーラーはブルースカイ法の適用を受けずに OTCQX 及び OTCQB の登録銘柄の投資勧誘が可能となっている。

それに対して、SEC の中小新興企業に係る諮問委員会は 2017 年 5 月、現在のブルースカイ法の適用基準が、株式流通市場における流動性向上を阻害し、中小新興企業の円滑な資金調達に阻害されている可能性があるとして指摘した¹²⁹。具体的には、レギュレーション A のティア 2¹³⁰に基づいて発行された証券は、株式発行時には州への登録が求められていないが、株式を流通させるためには州毎のブルースカイ法の適用を受けることや、OTCQX や OTCQB の登録銘柄も含めてブルースカイ法の適用基準が州間で統一されていない点を問題視した。

上記の指摘を踏まえて、NASAA は 2018 年 3 月に、モデル・ルールにおいて、①OTCQX 及び OTCQB 登録会社、②レギュレーション A のティア 2 に基づいて発行された証券について、ブルースカイ法の適用免除とすることについて、パブリック・コメントの募集を行った¹³¹。モデル・ルールとは、NASAA が 1989 年 4 月に制定したものであり、州がブルースカイ法適用免除基準を策定する際の参考事例として位置づけられている¹³²。NASAA は 2019 年 5 月にモデル・ルールを改正し、上記②についてはブルースカイ法の適用免除とすることを定めた¹³³。NASAA のモデル・ルールを採用するかについては、あくまでも各州政府が裁量を有するが、基準統一に向けた機運は高まっていると言える。

他方、SEC は 2019 年 6 月に、私募発行に関する規制の簡素化に係るコンセプト・リリースを公表した。その中で、ブルースカイ法の適用免除を望む発行会社は、フィッチまたはマージェントのマニュアルに情報を記載しなければならないが、そのためにはコストがかかるため、発行体の負担が大きくなることを問題視している¹³⁴。今後、SEC を中心に、州毎に異なるブルースカイ法の適用免除基準の統一に係る議論が進展していく可能性があり、その結果として、OTC 登録銘柄が勧誘しやすくなり、非上場企業の流動性が高まることが期待されている。

¹²⁷ Rules 508(a) Pursuant to the Delaware Securities Act.

¹²⁸ コネチカット州政府のウェブサイト (<https://portal.ct.gov/DOB/Securities-Bulletin/2018/Spring-2018-Securities-Bulletin>) を参照。

¹²⁹ Securities and Exchange Commission Advisory Committee on Small and Emerging Companies, “Recommendation Regarding Secondary Market Liquidity for Regulation A, Tier 2 Securities,” May 15, 2017.

¹³⁰ レギュレーション A のティア 2 とは、JOBS 法に基づいて、2015 年 6 月に導入された制度であり、12 か月間で 5,000 万ドルまでの資金調達を行うことを可能とするもので、転売制限も付されない。

¹³¹ 前掲脚注 125 を参照。

¹³² NASAA, “Uniform Limited Offering Exemption,” September 21, 1983. （最終改定は April 29, 1989）

¹³³ NASAA, “Model Rule to Provide a Transactional Exemption from Registration for Transactions in Securities of Issuers That Comply with Ongoing Reporting Requirements under Tier 2 of Regulation A,” May 19, 2019.

¹³⁴ SEC, “Concept Release on Harmonization of Securities Offering,” June 18, 2019.

6. OTC マーケッツ・グループの成長戦略

(1) オンラインによる IR 活動及び資金調達のサポート強化

OTC マーケッツ・グループは、今後の成長戦略として、第一に、コーポレート・サービスの強化を挙げている。同社は 2019 年 1 月に、PR ニュースワイアーからバーチャル・インベスター・カンファレンシーズ (Virtual Investor Conferences) を買収した。同サービスは、オンライン会議の形で、企業の経営者が個人及び機関投資家に対してプレゼンテーションを行うことができるものである。OTC マーケッツ・グループは 2019 年に、同サービスを活用し、IR イベントを 18 回開催し、213 社の OTC マーケット登録企業と約 14,000 名の投資家が参加した。2020 年 3 月には米国地銀のカンファレンスを開催し、約 10 行が 30 分ずつ投資家に対してプレゼンテーションを行う場を設けるなど、時間効率が高い IR 活動をサポートしている。

また、2019 年 10 月には、ノース・キャピタル・インベストメント・テクノロジー (North Capital Investment Technology Inc.) と提携した。ノース・キャピタル・インベストメント・テクノロジーは、企業がレギュレーション A 等に基づいて登録免除募集を行う場合に、オンライン上で、その業務フローやスケジュール、顧客確認 (KYC)、マネーロンダリング対応等をサポートする。つまり、ノース・キャピタル・インベストメント・テクノロジーとの提携は、OTC マーケット登録会社の資金調達ニーズに応じて、円滑な資金調達をサポートする狙いがあると言える。

(2) 地銀のリスク分析及び登録銘柄のデューデリジェンス・ツールの提供

第二に、マーケット・データ・ライセンスの収入増大である。OTC マーケッツ・グループは 2019 年 2 月に、キャラバン (Qaravan Inc.) を買収した。キャラバンは、5,000 を超える銀行のリスク・パフォーマンス分析を行っているウェブ・ベースのソフトウェアを提供する。OTC US バンクに区分されている米国地銀だけではなく、OTC マーケットに登録されている約 550 行の米国地銀と、その投資家が、キャラバンのデータベースにアクセスすることにより、銀行業界全体のリスク分析や他行との業績比較等を行いやすくなる。キャラバンは 2020 年 2 月に、米国の銀行持株会社に係るデータを OTC マーケッツ・グループのウェブサイトにて公表し、米国地銀セクターの透明性及び流動性の向上に寄与することを目指している。

更に、OTC マーケッツ・グループは 2019 年 4 月に、カナリ (Canari) というコンプライアンス分析ツールの提供を開始している。カナリは、ペニースtockへの該当性、ホット・セクター (麻薬や暗号資産等) 関連銘柄か否か、名称や体制変更が頻繁に行われているか否か、流動性の変化等、19 種類のリスクファクターを用いて、銘柄ごとの総合的なスコアを算出し、投資家に対して警告を発出するツールである。すなわち、カナリは、OTC マーケットの投資家向けのデューデリジェンス・ツールと言えるものであり、2020 年 3 月末時点で 42 社が活用し、OTC マーケッツ・グループのマーケット・データ・ライセンス収入に寄与している。

（３）米国外企業の誘致や海外への事業展開の積極化

第三に、米国外上場企業の誘致と海外展開である。OTCQX インターナショナル及び OTCQB には、多くの米国外企業が登録されており、ピンク・オープン・マーケットには 2,000 銘柄以上の F シェアーズ等が登録されている。米国における投資家層の拡大や株式の流動性の向上を目指す米国外企業にとって、SEC 登録は負荷が大きいと、母国市場で上場していれば SEC 登録が不要な OTC マーケットへの登録は魅力的な選択肢となり得る。実際に、OTCQX に登録した米国外企業は、登録以前と比べて母国市場での流動性が 26%向上し、米国での流動性についても 67%向上すると共に、株価を押し上げる効果や米国投資家による保有の拡大効果もあったという調査も公表されている¹³⁵。

そこで、OTC マーケッツ・グループは、米国外企業の誘致や、海外への事業展開を積極化している。同社は 2017 年 10 月に、カナダ証券取引所と提携し、米国及びカナダの両市場において、企業による OTC マーケットへのアクセスを向上させることを目指している¹³⁶。また、同社は 2018 年 10 月に、OTC マーケッツ・グループ・インターナショナルという子会社を設立し、英国に初の海外拠点を設けて、欧州の上場企業の登録誘致を開始している。

7. その他の米国非上場株式取引プラットフォーム

米国では、非上場株式取引プラットフォームの運営者が乱立気味とも言える状況にあり、上記の OTC マーケッツ・グループに加え、ザンバト（Zanbato）、ウィーフアンダー（Wefunder）、スタートエンジン（StartEngine）、リパブリック（Republic）、シードインベスト（SeedInvest）、ナスダック・プライベート・マーケット（Nasdaq Private Market）等が、非上場株式の流動性を投資家に提供している¹³⁷。フォージ・グローバル（Forge Global）が 2020 年 11 月に、シェアーズポスト（SharesPost）の買収を完了させるなど、非上場株式取引プラットフォーム運営者については、近年、再編の兆しが見られる。

他方で、新規参入者もいる。GTS は 2020 年 4 月、クリアリスト（ClearList）という非上場株式取引プラットフォームの運営開始を公表した。GTS は、著名な HFT 業者であり、シタデル・セキュリティーズやバーチュ・ファイナンシャルと肩を並べる米国最大級のマーケット・メイカーである¹³⁸。同社は、NYSE に上場する 1,000 銘柄以上の上場企業の値付けを行っており、最近では、パークレイズの株式オプション取引部門を買収したり、BNP パリバと提携したりして米国株の電子トレーディング事業を拡大している。同時に、GTS は、ATS として SEC 登録されたクリアリストを運営している。クリアリストは著名なヘッジファンドのチューダー・インベストメント・コ

¹³⁵ OTC Markets, “OTCQX: The US market of choice for international companies,” December 2019.

¹³⁶ Canadian Securities Exchange, “OTC Markets Group and the Canadian Securities Exchange to Announce Strategic Alliance,” October 2, 2017.

¹³⁷ 詳細は、岡田功太「コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号を参照。

¹³⁸ 詳細は、岡田功太、齋藤芳充「米国株式市場のメイカー・テイカー・モデルを巡る議論—流動性向上策としてのリベートの功罪—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号、岡田功太「ニューヨーク証券取引所による米国 ETF の流動性向上策」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号を参照。

ーポレーション（Tudor Investment Corporation）の出資を受けており、TD アメリトレードのステイブ・カーク氏（エグゼクティブ・バイス・プレジデント）が顧問を務めている¹³⁹。つまり、GTS は、米国最大級の上場株式のマーケット・メイカーでありながら、非上場株式取引プラットフォームの運営者でもある。

クリアリストは 2020 年 6 月、シェアネット（ShareNett）との提携を公表した。シェアネットは、ファミリーオフィス約 400 社に対して、ヘッジファンドや VC 等の発掘（ソーシング）や投資哲学等の精査（デューデリジェンス）、PE ファンド等への共同投資の機会等を提供するプラットフォーム（distribution platform）である。

以下では、米国非上場株式取引において、OTC マーケッツ・グループ以外で主要プラットフォームと目されるシェアーズポスト（現フォージ・グローバル）とナスダック・プライベート・マーケットについて概観する。

（１）シェアーズポスト（現フォージ・グローバル）

シェアーズポストは 2009 年に設立された非上場株式取引プラットフォームである。当初は、単純に株式の売却希望者や購入希望者が取引の相手方を探すための書き込みを行う掲示板のようなサービスを提供するのみで、シェアーズポストが取引に関与することはなかった。その後 2010 年には証券会社と契約し、シェアーズポスト上で成立した取引の仲介行為を専属で行わせるようになった。しかし 2012 年 3 月、シェアーズポスト自身がブローカー・ディーラー登録なしで取引仲介に関与していたことが明らかとなり、SEC から証券法違反を指摘されて罰則金を支払っている。その後、同社は証券会社を買収することによってブローカー・ディーラー及び ATS の登録を行った¹⁴⁰。

シェアーズポストでは、保有する株式を売りたい場合、まずその銘柄名や取得日、取得時の株数・価格、相手方や仲介したブローカーといった情報を登録する必要がある。登録後は、シェアーズポストのセキュリティーズ・スペシャリスト（securities specialist）とともに売却の条件を定め、プラットフォーム上に掲載して、買い手が現れるのを待つこととなる。

買い手となるユーザーは、まず自衛力認定投資家の確認を受ける必要がある。純資産額や年収をオンラインで入力するとともに、身分証明書のアップロードや投資経験に関するアンケートへの回答が求められる。自衛力認定投資家として確認されると、プラットフォームに掲載されている取引情報の閲覧が可能となる。買い手側から購入希望条件を定めてプラットフォーム上に掲載し、売り手を待つことも可能である。

プラットフォーム上で希望する条件が見つかった場合は、買い手（または売り手）がシェアーズポストのシステムを通じて取引同意書を作成し、相手方に電子署名付きで送付する。両者が

¹³⁹ チャールズ・シュワブは 2019 年 11 月、TD アメリトレードを買収することを公表した。詳細は、岡田功太「チャールズ・シュワブによる TD アメリトレードの買収－米国個人向け金融サービス業界への示唆－」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号を参照。

¹⁴⁰ SEC, “SEC Announces Charges from Investigation of Secondary Market Trading of Private Company Shares,” Mar 14, 2012.

同意書に署名を行うまで、相手方の情報は開示されない仕組みとなっている。

シェアーズポストは、こうした取引仲介プラットフォームの運営を通じて得た情報を蓄積し、成長が見込まれる非上場企業に投資するファンド（SharesPost 100 Fund）の運用や、非上場企業に関するリサーチレポートの発行も行っている。2017 年 7 月からは米国の成長段階にある未公開企業をトラックする市場指数（SharesPost Private Growth Index）の算出を開始した。

2018 年 1 月からは、未公開株式を担保としたノンリコースローンを提供するサービスを導入している。シェアーズポストでは、こうした様々な取組みを通じて、非上場株式取引プラットフォームとして市場全体のさらなる流動性向上を目指している。

なお、シェアーズポストは 2020 年 11 月、競合他社にあたるフォージ・グローバルとの統合を完了させている。

（２）ナスダック・プライベート・マーケット（NPM）

NPM は、2013 年 3 月にナスダックとシェアーズポストにより、成長が見込まれる非上場企業のための市場を目指して設立されたジョイントベンチャーであった¹⁴¹。2015 年 10 月に、ナスダックが非上場株式取引プラットフォームの大手だったセカンドマーケット（SecondMarket）を買収して NPM と統合させるとともに、シェアーズポストの保有する NPM の株式を全て買い取って完全子会社化した¹⁴²。なお、NPM はブローカー・ディーラー及び ATS として登録されている。

NPM の特徴は、非上場株式の発行体に対して、様々なソリューションとして流動性の供給支援や株式管理ツールの提供を行っている点である。流動性供給支援プログラムでは、発行体に参加する売り手や買い手を指定できるといった条件を設定できる。従業員や元従業員に対する報酬支払いの一環として、彼らが保有する株式の換金機会を限定的に設けるといったケースでの利用が想定されている。

2017 年は NPM において 51 のプログラム（売買金額にして約 32 億ドル相当）が実施されたが、このうち、売り手として従業員の参加が許可されたものは 9 割近くあったのに対して、外部の投資家が参加できたものは 4 割に留まっている¹⁴³。従業員に対して保有する持ち分の 10～25%を売却上限として設定する発行体が多かった。他方で元従業員や投資家が売り手として参加する場合には、ほとんどのケースにおいて、株主が分散することを防止するために、持ち分の 100%を売りに出すことが参加条件として設定された¹⁴⁴。

NPM が流動性供給支援プログラムの実施や株式管理ツールの提供を行っている背景には、非上場企業との関係性を強化し、IPO へと促す意図がある。NPM 発足時のニュースリリースにおいて、「非上場企業に対し、NPM を通じて、長期的視点の機関投資家との関係構築を促すことで、公開市場への移行を進めていく」ことや、「上場企業として必要な株式管理ソリューションを提供す

¹⁴¹ NASDAQ, “NASDAQ OMX and SharesPost to Form Private Market,” Mar 6, 2013.

¹⁴² NASDAQ, “NASDAQ Private Market Acquires SecondMarket,” Oct 22, 2015.

¹⁴³ NASDAQ Private Market, “Secondary Market 2017 Retrospective,” Jan 30, 2018.

¹⁴⁴ NASDAQ Private Market, “Best Practice for Running a Private Tender Offer,” May 13, 2016.

ることで、IPO に向けた準備を強化する」といったことが謳われていた¹⁴⁵。シェアーズポストが非上場株式市場の強化を目指しているのに対して、ナスダックの完全子会社である NPM は、非上場企業との関係構築を通じて、将来的にはナスダック市場での IPO 実施に繋げようとしていると思われる。

XI. 米国における SPAC 及びダイレクト・リスティングの拡大

1. 近年の米国 IPO 市場の変化

近年、米国の IPO 市場において、SPAC（Special Purpose Acquisition Company、特別目的買収会社）が注目を集めている。同市場に占める SPAC の比率は、過去 10 年間にわたって、案件数・調達金額で一貫して上昇傾向にあり、また、一部のユニコーン企業によるダイレクト・リスティングの上場事例も散見される。スポティファイが 2018 年 4 月、スラックが 2019 年 6 月、パランティア及び Asana が 2020 年 9 月、ロブボックスが 2021 年 3 月に、相次いで、ダイレクト・リスティングを実施した。

これらは、伝統的な IPO とは異なる性質の上場である。SPAC は、IPO 時に事業としての実態がなく、IPO 後に未公開の企業・事業を買収する。ダイレクト・リスティングは、新株の発行による新たな資金調達を目的としているのではなく、創業者や VC 等の既存株主による旧株の売却のみを目的としている。つまり、SPAC 及びダイレクト・リスティングは、米国の非上場市場の発展によってユニコーン企業が誕生し、伝統的な IPO 及び上場企業数が減少するという市場構造の変化の中で台頭していると言える¹⁴⁶。

2. SPAC

（１）SPAC の仕組み

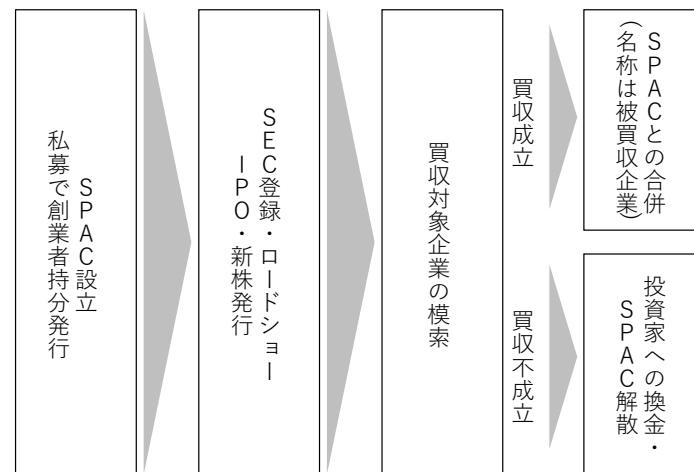
SPAC とは、IPO を通じて資金を調達し、IPO 後に特定される未公開の企業・事業の買収に当該資金を用いることを目的とした株式会社形態のビークルを指す。IPO 時には事業としての実態がなく、何を買収するのかは SPAC の初期出資者・運営者であるスポンサーに白紙委任されることから、規制上は「ブランク・チェック・カンパニー」と呼ばれる。

SPAC の基本的なプロセスは図表 53 の通りである。SPAC の IPO は通常の企業による IPO と同様、SEC への登録手続きを行った上で、投資家向けロードショーを行い、証券会社の引受プロセスを経る。IPO での調達資金は、買収に利用されるまで、もしくは投資家に返金されるまで、信

¹⁴⁵ NASDAQ, “NASDAQ Private Market Launches New Marketplace for Private Companies,” Mar 5, 2014.

¹⁴⁶ 詳細は、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号（ウェブサイト版）。

図表 53 SPAC の基本プロセス



(出所) 野村資本市場研究所作成

託勘定に保管される。IPO で投資家に提供される証券は、1 株式と端数ワラント¹⁴⁷からなる「ユニット」であり、1 ユニットあたり 10 ドルに設定されることが多い。IPO 後、普通株式とワラントは分離して売買することができるようになる。

スポンサーは、IPO 時に新規発行される株式の 20% 以上に相当する創業者保有分 (founder shares) を IPO に先立って私募の形態で購入する。通常は 2.5 万ドルといった僅少な額での購入となる¹⁴⁸。また、多くの場合、デュアル・クラスの株式が発行される。例えば、IPO に参加する投資家に提供されるクラス A と、創業者持分として多議決権が付与されるクラス F といった具合である。この創業者持分が、スポンサーにとって、IPO 後に買収を実現するインセンティブとなる。なお、スポンサーは、SPAC の運営に係る継続的な報酬は受け取らない。

IPO 後、SPAC は買収対象の企業・事業を模索し、適切な買収対象が見つかった場合、条件の交渉をする。買収価格は SPAC スポンサーと被買収企業・事業との間で決定されるため、伝統的な IPO における市場の需給をベースとした証券会社のブック・ビルディングとは企業価値算定の考え方が異なる。そのため、不確実性・ボラティリティの高い市場環境においては、SPAC の方がデールの予見可能性が高まり、足元の環境に左右されない安定的なプライシングがしやすいとされる。

SPAC は、買収に際して、IPO 時に調達した資金に加えて、PIPEs (公開企業による私募調達) や借入など追加の資金調達を実施することもある。前者について、事前に機関投資家とフォワード・パーチェス契約を締結する場合もある。また、SPAC は原則として、買収について株主の承認を得る必要がある。買収の完了を以て、被買収企業は上場企業となる (De-SPAC プロセスと呼ばれる)。他方、IPO 後、一定期間 (通常は 18~24 か月) の間に買収を完了させられなければ、株式は償還され、信託勘定に保管された資金が投資家に返金されることになる。

¹⁴⁷ 例えば、1 株と 1/4 ワラントを組み合わせたユニットでは、行使可能な 1 ワラントを取得するには 4 ユニット購入する必要がある。

¹⁴⁸ 引受証券会社のグリーンシュエ・オプションの行使等により、IPO 後の創業者持分の比率は調整される。

De-SPAC プロセスに際して、買収することとなった企業に納得できないなどの理由から、買収後の株式保有を望まない投資家がいることも想定される。NYSE や NASDAQ の規則では、買収が実現した場合、買収に反対した株主のみに買取請求権を付与することが求められるが、実態として多くの SPAC は、すべての株主に対して、De-SPAC プロセスにおける買取請求権を与えている。IPO に参加した投資家にとっては、買取請求権を行使してイグジットした投資家への支払い、PIPEs 等による追加資金調達、被買収企業株主への株式交付など、希釈化要因も多い。

買収後、ほとんどの場合、SPAC は被買収企業の名称となる。被買収企業にとっては、通常の上場プロセスを経ずに上場企業のステータスを獲得することになる。但し、その後は、上場企業として、継続開示義務等の義務を負う。

（２）SPAC の規制と SEC のスタンス

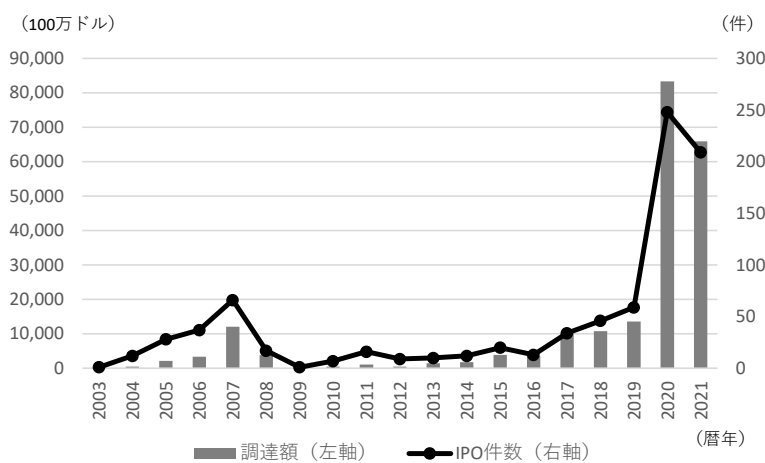
SPAC は規制上、ブランク・チェック・カンパニーとして扱われる。1933 年証券法に基づく SEC 規則 419 においてブランク・チェック・カンパニーは、①開発段階にある企業で特定の事業の計画・目的を持たず、また事業の目的が未特定の企業等の買収・合併であることを示したものであり、②ペニーストックを発行するもの、と定義される。SPAC は「事業の目的が未特定の企業等の買収・合併であることを示したもの」に該当する。IPO で調達した資金は 9 割以上を信託勘定等で保管することが求められ、運用は預金、MMF、政府債・政府保証債に限られる。その上で SPAC は、IPO から 18 か月以内に公正価値が同口座の 80%以上に対応する買収を完了することが求められる。それまでに買収を完了できなかった場合、期限の延長を SEC に申し出るか（最大 36 カ月まで延長可）、資金を投資家に返還することとされる。こうした SEC 規則に加え、買収が完了して被買収企業が上場企業となる際、上場先市場の上場規則の要件を満たす必要もある（後述）。

2020 年に入って SPAC が急拡大する中、ニコラ・コーポレーションの事案を契機に、SEC は SPAC への監視強化の姿勢を示している。ニコラは電動トラックのメーカーであり、2020 年 6 月、NASDAQ 上場の SPAC であるヴェクトル Q アクイジション・コープとの合併を発表した。その後、独立系リサーチ会社がニコラの虚偽開示についてレポートを発表し、同社の株価は急落した。この事案を受けてクレイトン前 SEC 委員長は、SPAC が伝統的な IPO に対して健全な競争を提供し得るものと評価する一方、適切な情報開示と透明性が前提になるとし、特に SPAC のスポンサーが IPO の前と後でどれだけエクイティ持分を保有していたかなど、スポンサーのインセンティブに注目しているという。前述の通り、スポンサーにとって、買収が実現すれば自身の創業者持分の価値上昇が見込めるため、仮に最良でなくともディールを遂行する強力なインセンティブがある。今後、SPAC への監視が一層強まることも想定される。

（３）SPAC 市場拡大の経緯

SPAC が登場したのは 1980 年代であるが¹⁴⁹、足元、急激に存在感を増している（図表 54）。米国 IPO 市場に占める SPAC の比率は、グローバル金融危機を経て一旦減少した後、ほぼ一貫して上昇傾向にあるが、特に 2020 年は案件数で 55%、調達金額で 46%を占めるに至っている¹⁵⁰。

図表 54 米国における SPAC の IPO 件数と調達額推移



（注） 2021 年の数字は 3 月 3 日時点。

（出所） SPAC Analytics より野村資本市場研究所作成

中長期的な SPAC 拡大の背景としては、①サーベンス・オクスリー法等の規制強化で伝統的 IPO のコストが高まったこと、②PE ファンドよりも短期で投資回収できること、③著名な経営者や金融プロフェッショナルがスポンサーとなる事例が増加して投資家の関心が高まっていること、などが挙げられよう。また、間接的には、クレイトン前 SEC 委員長体制におけるプライベート市場活性化の取り組みが奏功しつつあるということも考えられよう。

もっとも、足元の SPAC の急拡大は、それ自体が注目に値する。コロナ禍と SPAC 急拡大の関係は必ずしも明確ではないが、個人投資家の増加が関係している可能性が指摘されている。コロナ禍で自宅にいる時間が増える中、オンライン証券を中心に口座開設が急増しているのは、日・米・欧で共通してみられる現象となっている¹⁵¹。他方、スポンサーとしては、買取請求をしない、高いバリュエーションでも購入する、といった傾向があるとされる個人投資家に購入して欲しいというインセンティブがあるとの指摘もある¹⁵²。このような需給の一致から、コロナ禍において SPAC の IPO が急増した可能性が考えられる。

また、コロナ禍に伴うマーケットの混乱が続く中で、SPAC が上場市場にアクセスするルート

¹⁴⁹ SPAC の歴史については、岩谷賢伸「米国における SPAC の活用を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008 年冬号参照。

¹⁵⁰ SPAC Analytics。

¹⁵¹ 米国については、岡田功太「コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号参照。

¹⁵² “Spac IPOs hit record level,” *IR magazine*, August 10, 2020.

として非上場企業に選好されたとの指摘もある¹⁵³。通常の IPO では時間もコストもかかる一方、SPAC ではプロセスとしては上場ではなく M&A であるため、スポンサーと協議の上、より柔軟にタイミングや価格を調整することができると考えられた可能性がある。

なお、SPAC の上場はロンドン証券取引所等でも見られるが、ほとんどが米国である。リフィニティブによると、2020 年初から同年 8 月 5 日までで SPAC のグローバルな調達額は 239 億ドルであり、うち 236 億ドルが米国市場での調達であった¹⁵⁴。

（４）SPAC を巡るプレイヤー動向

１）証券会社と取引所

米法律事務所プロスカウア・ローズの報告書によると¹⁵⁵、近年の SPAC は大型化しており、調査対象の 2016 年初から 2020 年 6 月末までの 95 件の SPAC のうち 3 億ドル以上の案件が 17 件に達したという。市場全体の規模と 1 案件当たりの規模の拡大は、事後的に生じる可能性のある M&A アドバイザリー等と合わせて、引受証券会社にとっての魅力的なビジネス領域になっている。実際、SPAC 引受に参加する証券会社は増えており、通常の IPO の引受ランキングとは異なる顔ぶれとなっている（図表 55）。例えば、クレディ・スイスが米国内の引受で上位に来るのはファースト・ボストン時代以来とされている。ジェフリーズやカンター・フィッツジェラルドも伝統的な IPO では最上位には登場しない顔ぶれである。また、SPAC が拡大し始めた 2017 年と比べた場合、金額・件数が 2020 年は桁が異なっていることもさることながら、現在の SPAC の原型を開発したとされるデイビッド・ナスバウム氏が会長を務めるアーリーバードキャピタルやスタイフェル・ニコラウス、コーウェンといった中堅証券が上位から姿を消した点も注目される。伝統的な IPO の引受ランキング上位の大手証券会社が SPAC 事業を積極化させていることが見て取れる。

図表 55 米国における SPAC 引受リーグテーブル

2017年				2020年			
順位	機関名	金額	件数	順位	機関名	金額	件数
1	クレディ・スイス	1,939.3	8	1	クレディ・スイス	12,380.7	38
2	シティグループ	1,360.2	8	2	シティグループ	9,348.3	36
3	ドイツ銀行	1,346.2	7	3	ゴールドマン・サックス	7,675.9	30
4	アーリーバードキャピタル	1,014.2	7	4	ジェフリーズ	5,240.0	21
5	カンターフィッツジェラルド	930.0	4	5	UBS	4,539.6	18
6	ゴールドマン・サックス	870.3	5	6	カンターフィッツジェラルド	4,430.4	17
7	JPモルガン・チェース	549.2	4	7	モルガン・スタンレー	4,181.1	20
8	BofAセキュリティーズ	230.0	1	8	ドイツ銀行	4,108.2	21
9	スタイフェル・ニコラウス	228.3	2	9	JPモルガン・チェース	3,272.2	15
10	コーウェン	215.6	2	10	BofAセキュリティーズ	3,079.6	16

（注） 金額の単位は 100 万ドル。2020 年 12 月 4 日時点。

（出所） SPAC Research より野村資本市場研究所作成

¹⁵³ Proskauer Rose, “SPAC IPO Study 2020,” August 4, 2020. 2016 年 1 月から 2020 年 6 月の SPAC 案件 95 件を対象とした調査。

¹⁵⁴ “The Spac race: Wall St banks jostle to get in on hot new trends,” *Financial Times*, August 11, 2020.

¹⁵⁵ 前掲脚注 153 報告書参照。

証券取引所も、SPAC をビジネス機会の一つとして重視するようになっている。NYSE や NASDAQ は元々、買収実現前の SPAC 上場には消極的であり、上場市場で SPAC を取り扱っていたのは旧アメリカン証券取引所など一部に留まっていた。しかし、NASDAQ は 2010 年、SPAC に係る上場規則を改正し、従来は買収完了に先立って株主承認が義務付けられていたところ、SPAC 株主の持分に対する公開買付を行うことも規則上可能とした（テンダー・オファー・ストラクチャーと呼ばれる）¹⁵⁶。NASDAQ がその後、SPAC の扱いを増やす中、NYSE も SPAC にビジネス機会を見出し、2017 年に初の SPAC 上場を認めた。規則変更としては、NASDAQ 同様のテンダー・オファー・ストラクチャーを導入したことに加え、上場に必要な単位株（100 株＝1 ラウンド・ロット）の保有者数を従来の 400 人から NASDAQ と同じ 300 人に引き下げた¹⁵⁷。ここから NYSE における SPAC 上場が拡大し、ディールロジックによると、2020 年 10 月までの IPO 調達金額は、NASDAQ が 610 億ドルに対して NYSE が 660 億ドルであり、NYSE の約 3 分の 2 は SPAC 上場によるものとなっている¹⁵⁸。

2) 著名経営者・ファンドマネージャーによる大型案件

i) パーシング・スクエアの SPAC

過去最大の SPAC 調達案件で、2020 年の SPAC ブームの象徴とも目されるのが、アクティビストとして知られるビル・アックマン率いるパーシング・スクエアがスポンサーを務めるパーシング・スクエア・トンチン・ホールディングスである¹⁵⁹。2020 年 7 月に NYSE に上場し、その際、20 ドルのユニット（PSTH.U）を 2 億ユニット発行して、約 40 億ドルを調達した。また、パーシング・スクエアの 3 本のファンドによる 10 億ドル相当のフォワード・パーチェス契約に基づくコミットメントがあり、更に 20 億ドルの追加出資を受けるオプションもある。即ち、最大で 70 億ドルの買収を手掛けることができる SPAC である。なお、IPO の 52 日後から、株式（PSTH）とワラント（PSTH.WS）は分離して取引されるようになっている。

同 SPAC は規模以外でも特徴的な点がある。まず、スポンサーは、通常の 20%の創業者持分ではなく、IPO の 3 年後に公開価格を 20%上回る 24 ドルで 5.95%の持分を取得できるワラントを 6,500 万ドルで購入している。また、投資家が購入するユニットのワラントは 1/9 ワラントとなっているが、同時に 2/9 ワラントも発行されており、企業買収時に償還される 1 株式ごとに 2/9 ワラントが比例按分に残った投資家に割り当てられる（トンチンという名称の由来である）。創業者持分による投資家持分の希釈化・利益相反への対応、企業買収時に投資家に株主として残るインセンティブ強化を図ったものと言える。

パーシング・スクエア・トンチン・ホールディングスは「成熟したユニコーン」等を買収する

¹⁵⁶ 翌 2011 年、NYSE Amex も同様の規則改正を実施している。

¹⁵⁷ NYSE、NASDAQ とも、その後、単位株保有者の要件を更に 150 人に引き下げる規則改正を申請したが、SEC により却下されている。

¹⁵⁸ “NYSE wins back listing crown from Nasdaq after luring Spacs,” *Financial Times*, November 1, 2020.

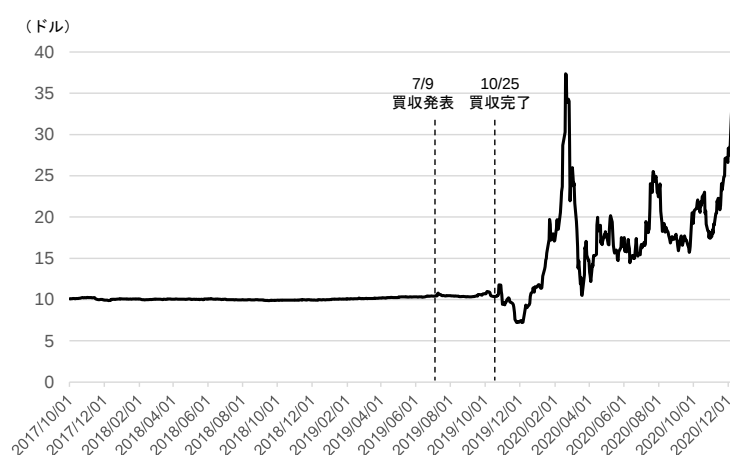
¹⁵⁹ 厳密には、パーシング・スクエア・キャピタル・マネジメント L.P.が運用する 3 本の投資ファンドが保有するパーシング・スクエア TH スポンサー LLC がスポンサーとなっている。

ことを目的としており、一時期、ブルームバーグやエアビーアンドビーの買収観測が報じられたこともあった（両社とも観測記事を否定している）。

ii) ソーシャル・キャピタル・ヘドソフィアの SPAC

元フェイスブックのチャマト・パリハピティヤ氏は、SPAC スポンサーシップに特化した投資会社ソーシャル・キャピタル・ヘドソフィア・ホールディングスを設立し¹⁶⁰、6つのSPACを上場させている。それぞれの名称は、設立順に IPOA、IPOB、IPOC、IPOD、IPOE、IPOF となっている。このうち、IPOA は 2019 年 10 月、ヴァージン・グループのリチャード・ブランソン会長が設立した宇宙旅行ビジネス会社のヴァージン・ギャラクティックとの統合を完了した。統合後の社名はヴァージン・ギャラクティック・ホールディングスであり、NYSE に普通株（SPCE）、ユニット（SPCE.U）、ワラント（SPCE.W）を上場している。IPOA/SPCE の株価をみると、買収実現までの値動きは 70 セント程度の僅少なレンジに収まっており、買収後に大きく値動きしていることがわかる（図表 56）。これは、他の SPAC でもみられる傾向である。

図表 56 IPOA・SPCE 株価推移



(注) 2020 年 12 月 16 日時点。

(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

他方、IPOB～IPOF は、現在買収対象を模索しているところである。いずれも 2020 年 3 月以降に設立・IPO したものであり、IPOA におけるヴァージン・ギャラクティックの成功例を受けたものと考えられる。IPOB と IPOC はユニット、普通株、ワラントを、IPOD～IPOF はユニットを、NYSE に上場している。また、いずれもテクノロジー産業を買収のターゲットとしているが、IPOB は主に米国内、IPOC は主に米国外の企業を買収機会を模索するものである（IPOD～IPOF は地域を定めていない）。

¹⁶⁰ 同社は投資会社のソーシャル・キャピタルとヘドソフィアのパートナーシップ。なお、パリハピティヤ氏はスラックの初期投資家でもある。

3. ダイレクト・リスティング

(1) ダイレクト・リスティングの概要

1) NYSE によるダイレクト・リスティングの容認

ダイレクト・リスティングは、証券会社等の引受人が介在せず、新株を発行しない上場手法である。つまり、ダイレクト・リスティングは、新たな資金調達を目的とした上場ではなく、発行体の創業者や VC 等の既存株主が、上場前に取得した旧株のみを流通市場で売却することを目的としている。そのため、ダイレクト・リスティングにおいては、ロックアップ期間は設定されず、既存株主は上場初日に旧株を売却できる。また、ダイレクト・リスティング実施時には、発行体による機関投資家へのロードショーも行われない¹⁶¹。すなわち、ダイレクト・リスティングを行う企業は、非上場市場において十分な資金を調達することに成功しており、既に知名度が高く、ユニコーン企業に分類されていることが多い。

NYSE は 2018 年 2 月に上場規則を改正し（2018 年規則）、ダイレクト・リスティングを認めた¹⁶²。従前、NYSE の規則は、①独立した第三者の評価と、②登録免除で募集された普通株の直近の取引価格の 2 つの基準において、発行体の「公に保有されている株式（publicly-held shares）」の市場価値が 1 億ドル以上であることが示されなければ、上場は認められなかった。ここで言う「公に保有されている株式」とは、発行体の取締役、執行役員、その近親者等以外の者が保有している発行体の株式を指す。

2018 年規則は、上記の①及び②を改正し、発行体の「公に保有されている株式」の市場価値が 2 億 5,000 万ドル以上であることが証明され、かつ、上場初日の値付けを担う指定マーケット・メイカー¹⁶³が、ファイナンシャル・アドバイザーと協議することで参照価格を決定する、という条件を満たせば上場を認めると規定した。つまり、私募発行された発行体の非上場株式が、非上場株式取引プラットフォーム等において売買された実績がなくても、ユニコーン企業のように巨大な市場価値があることを証明できれば、上場は承認されることとなった。また、発行体は、引受人を採用しなくても、ファイナンシャル・アドバイザーを指名すれば、上場できることが明らかになった。

SEC が、NYSE の 2018 年規則を承認した後に、スポティファイが 2018 年 4 月、スラックが 2019 年 6 月、パランティア及び Asana が 2020 年 9 月、ロブボックスが 2021 年 3 月に、相次いでダイレクト・リスティングを実施した。

¹⁶¹ ただし、インバスターデイと呼称される投資家向けのプレゼンテーションを行うことは認められている。ただし、インバスターデイに、ファイナンシャル・アドバイザーが参加することは原則として容認されていない。

¹⁶² Release No. 34-82627; File No. SR-NYSE-2017-30, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing of Amendment No. 3 and Order Granting Accelerated Approval of Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 3, to Amend Section 102.01B of the NYSE Listed Company Manual to Provide for the Listing of Companies that List Without a Prior Exchange Act Registration and that Are Not Listing in Connection with an Underwritten Initial Public Offering and Related Changes to Rules 15, 104, and 123D.

¹⁶³ 詳細は、岡田功太、杉山裕一「米国金融市場の構造変化の中で存在感を増すシタデル」『野村資本市場クォーターリー』2017 年夏号を参照。

2) 公開価格と参照価格の適正性

ダイレクト・リスティング実施企業は、上場初日にどの程度の株数が売却可能であるのか、登録届出書において明記する¹⁶⁴。ただし、それは、発行体の既存株主が、上場初日に、実際に売却する株数を意味しているわけではない。また、ダイレクト・リスティング実施時には、ブック・ビルディングが行われないことから、発行体の経営陣等は、自身の旧株について、どの程度の購入需要が流通市場にあるのか、事前に把握できるような機会も限定的である。あくまでも、ダイレクト・リスティングによる上場初日の株価は、市場の需給によって決まる。

これらは NYSE において、初のダイレクト・リスティングを実施したスポティファイの要望であった。同社は、資金調達を行わず、ロックアップ期間を設けないということ以外に、①全ての売り手と買い手に株式への自由なアクセスを与え、既存株主が市場価格で上場直後に売却できること、②透明性が高く市場主導の価格発見を可能とする上場プロセスを実施することを求めている¹⁶⁵。

つまり、伝統的な IPO の公開価格は、引受人が機関投資家の需要状況を確認し、機関投資家に対して分売することを前提としている。他方で、ダイレクト・リスティングにおいては、ファイナンシャル・アドバイザー及び指定マーケット・メイカーと協議して参照価格を公に提示するものの、あくまでも、機関投資家以外の投資家を含む、全ての市場参加者の需給が、現時点の価格の適正性を担保するという前提に立っている。

3) SEC によるノー・アクション・レターの発出

スポティファイが、ダイレクト・リスティングを実現するにあたって、取引制限期間の設定手法が課題であった。伝統的な IPO においては、一般的に、引受人が分売の参加者となった時（公開価格決定の 5 営業日前）から、分売への参加終了時までの期間を取引制限期間とする。これは SEC の 1934 年証券取引所法のレギュレーション M に基づく措置であり、引受人やその関係者等による相場操縦等の抑止が目的である。しかし、ダイレクト・リスティングにおいては、引受人は採用されず、分売は行われないことから、どの様な形で取引制限期間を設定すればレギュレーション M に抵触しないのか、不明瞭であった。

そこで、SEC は 2018 年 3 月に、ノー・アクション・レターを発出し、NYSE において指定マーケット・メイカーが参照価格を決定する 5 営業日前から、NYSE の流通市場で取引が開始された日までをダイレクト・リスティングにおける取引制限期間としている限りにおいては、レギュレーション M に基づく制裁は行わないことを明示した¹⁶⁶。ここから、SEC もダイレクト・リスティングの実現を後押ししたことが見て取れる。

¹⁶⁴ 例えば、ダイレクト・リスティング実施企業が、上場前に他社から出資を受けており、ロックアップ契約を締結している場合は、上場初日に売却されないため、登録届出書に記載される売却可能な株数には含まれない。

¹⁶⁵ Latham & Watkins LLP, “Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing,” July 5, 2018.

¹⁶⁶ SEC, “Re: Spotify Technology S.A. TP File No. 18-10,” March 23, 2018.

4) ファイナンシャル・アドバイザーが得る報酬

ダイレクト・リスティング実施企業は、NYSE の上場規則に基づいて、引受人ではなく、ファイナンシャル・アドバイザーを起用する。その役割は、同企業の株式価値評価、参照価格の設定に関する助言、登録届出書の作成、上場時の開示資料や投資家向けプレゼンテーション資料の作成等である。他方で、ファイナンシャル・アドバイザーは、株式の勧誘や販売、ロードショー等の投資家とのミーティングの支援、安定操作取引等を行わない。そのため、ファイナンシャル・アドバイザーが得る報酬は、伝統的な IPO における引受人よりも低いとされている。

しかし、ダイレクト・リスティングにおける証券会社 1 社あたりの報酬は、単純比較は困難であるが、必ずしも IPO より低いというわけではないという指摘もある¹⁶⁷。これは、特に、大型 IPO の場合、多数の証券会社が報酬を分割して得るためである。例えば、スポティファイの 10 日前に IPO を実施したドロップボックスは、12 社の引受人を採用した。それに対して、スポティファイは、ダイレクト・リスティング実施時に、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、アレン・アンド・カンパニーの 3 社をファイナンシャル・アドバイザーとして起用し、約 3,500 万ドルの報酬を支払った。つまり、企業にとっては、IPO よりもダイレクト・リスティングの方が安価である場合が多いと言えるが、ファイナンシャル・アドバイザーを務める米大手証券会社にとっては、ダイレクト・リスティングの増加は、収益獲得機会の拡大を意味している。実際に、ゴールドマン・サックス及びシティ・グループは、ダイレクト・リスティングを促す NYSE の取り組みを支持している¹⁶⁸。

なお、ダイレクト・リスティングにおける報酬は、企業からファイナンシャル・アドバイザーに直接支払われるが、伝統的な IPO における引受人の報酬は、主に引受手数料やグロス・スプレッドである。グロス・スプレッドとは、引受人が新規公開する株式を発行体から購入する価格と、それを流通市場に売り出す価格の差である。

(2) プライマリー・ダイレクト・リスティングの概要

1) 資金調達を伴うダイレクト・リスティング

NYSE は 2020 年 8 月に、再び上場規則を改正し（2020 年規則）、①発行済み株式を売却するダイレクト・リスティングを、「セリング・シェアホルダー・ダイレクト・フロアー・リスティング」と規定し、②資金調達を伴う新たなダイレクト・リスティングを、「プライマリー・ダイレクト・フロアー・リスティング」と規定した¹⁶⁹。一般的に、前者をダイレクト・リスティング、後者をプライマリー・ダイレクト・リスティングと呼称する。プライマリー・ダイレクト・リス

¹⁶⁷ “Morgan Stanley, Goldman Make Their Own Direct-Listing Pitches,” *Bloomberg*, October 5th 2019.

¹⁶⁸ Goldman Sachs, “Re: File Number SR-NYSE-2019-67,” February 7, 2020. Citigroup, “Re: File Number SR-NYSE-2019-67,” February 26, 2020.

¹⁶⁹ Release No. 34-89684; File No. SR-NYSE-2019-67, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings.

ティングは、引受人を介さずに、発行体自らが新株を売り出すことを許容しているため、IPO と類似しているが、発行体にとって低コストであることもあり、企業の上場手法を大きく変化させる可能性を秘めている。

2020 年規則は、プライマリー・ダイレクト・リスティングについて、①上場初日のオープニング・オークションにおいて、1 億ドル以上の市場価値に相当する株式を売却する、または、②上場初日のオープニング・オークションで売却する株式の市場価値と、上場直前の「公に保有されている株式」の市場価値の合計値が、2 億 5,000 万ドル以上であると証明することが要件として規定された。そして、2020 年規則は、上記②における「市場価値」とは、発行体が登録届出書において規定した価格レンジの下限値を用いて算出される値であると規定した。

2) イシューアー・ダイレクト・オフERING・オーダーの導入

NYSE は、2020 年規則において、「イシューアー・ダイレクト・オフERING・オーダー (IDO オーダー)」という新たな発注タイプの導入を規定した。IDO オーダーは、プライマリー・ダイレクト・リスティング実施企業の値付けを担う指定マーケット・メイカーが、同企業株の売買のために、上場初日のオークションにおいてのみ活用する指値注文であり、①IDO オーダーの制限価格は、発行体が登録届出書において規定した価格レンジの下限値と同額とすること、②発行体によって発行される全ての株数（登録届出書に記載された値）を取り扱うこと、③原則としてキャンセルまたは修正されないこと等を要件としている。

ただし、プライマリー・ダイレクト・リスティングによる上場初日に、発行体が登録届出書において規定した価格レンジが高過ぎる等の理由で、取引需要が十分ではなく、指定マーケット・メイカーが値付けできなかった場合、IDO オーダーはキャンセルされ、プライマリー・ダイレクト・リスティングは中止される。そのため、発行体は、ファイナンシャル・アドバイザー及び指定マーケット・メイカーと十分に協議し、プライマリー・ダイレクト・リスティングを実施するにあたって適正と考えられる価格レンジを設定する必要がある。

(3) 明確化が求められるダイレクト・リスティングの法的な枠組み

1) ゲートキーパーとしての引受人の責任

NYSE が、2020 年規則を SEC に申請した際、引受人の役割に注目が集まった。伝統的な IPO の引受人は、登録届出書の虚偽記載に係る 1933 年証券法第 11 条の責任を負うため、それを回避する目的で発行体のデューデリジェンスを実施し、虚偽記載等によって投資家に損失をもたらす可能性がある企業の株式引き受けを取り扱わないインセンティブを有している。すなわち、IPO の引受人とは、ゲートキーパーとしての役割を果たしている。

他方で、プライマリー・ダイレクト・リスティングにおけるファイナンシャル・アドバイザーは、新株を売り出すわけではないことから、ゲートキーパーとして活動するインセンティブは有していない。そのため、米国証券協会 (American Securities Association) は 2019 年 12 月に、プラ

イマリー・ダイレクト・リスティングは、1933 年証券法の理念である投資家保護を十分に考慮した形で設計されたものではないと述べた。すなわち、プライマリー・ダイレクト・リスティングは、公に株式を売り出す規制システムにおける抜け穴を利用したものであるという主張である¹⁷⁰。

それに対して NYSE は、プライマリー・ダイレクト・リスティングにおいては、発行体の取締役、経営陣、独立監査人等が、IPO の引受人と同様に、虚偽記載等によって投資家に損失をもたらすような事態を回避しようとするインセンティブを有していることから、ゲートキーパーとしての責任を果たしており、投資家保護は十分に考慮されていると反論した¹⁷¹。SEC は 2020 年 8 月に、NYSE の主張を踏まえて、前述の通り、2020 年規則を承認した。

2) トレーシングの実現可能性

機関投資家評議会（Council of Institutional Investors）は 2020 年 9 月、SEC に嘆願書を提出し、ダイレクト・リスティングにおけるトレーシングの実現可能性を問題視した¹⁷²。トレーシングとは、流通市場で取得した投資家が保有する有価証券が、虚偽記載のある登録届出書によって発行された有価証券であることが立証できれば、1933 年証券法第 11 条に基づく訴訟における原告適格が認められるというものである。

伝統的な IPO の場合、トレーシングは比較的容易である。引受人から有価証券を直接取得した一次取得者は、登録届出書に登録されて発行された有価証券を保有しているため、原告適格を証明できるし、流通市場で株式を取得した二次取得者も、発行体の会社関係者が上場前に取得した旧株（登録届出書に登録されていない発行済み株式）についてはロックアップ期間中に売却されることはないため、トレーシングの立証の負担は限定的である。

他方で、ダイレクト・リスティングの場合、ロックアップ期間は設けられておらず、上場初日から、登録届出書に登録されて売却された株式と、そうでない株式が、同時に流通する可能性が高い。上場時のスポティファイを例に挙げると、同社の発行済み株式のうち、①約 9%はテンセント、②約 60%は 1 年以上保有する非従業員、③約 31%は保有期間が 1 年未満の非従業員と従業員（創業者を含む）が保有していた。このうち、同社が、ダイレクト・リスティング実施時に SEC に登録したのは上記③のみであった。上記①はスポティファイとテンセントの間でロックアップ契約が締結されており、上記②は規則 144¹⁷³に基づいて SEC 登録以前でも売却可能であったためである。

つまり、スポティファイの上場初日には、上記②及び③の株主が持分を売却する可能性があり、②は登録されていないことから、トレーシングの立証は困難であった。そのため、ダイレクト・リスティング実施企業が登録届出書において虚偽の記載をしていた場合においても、損害賠償請求をすることは困難となり、十分な投資家保護が担保されているのか疑念が生じた。SEC は、こ

¹⁷⁰ American Securities Association, “Re: Investor Protection Concerns Related to Direct Listings,” December 12, 2019.

¹⁷¹ NYSE, “Re: Securities Exchange Act Release No. 87821 (December 20, 2019). SR-NYSE-2019-67,” March 16, 2020.

¹⁷² Council of Institutional Investors, “Re: file No. SR-NYSE-2019-67, Council of Institutional Investors, Petition for Review of an Order, Issued by Delegated Authority, and Brief in Opposition to Motion to List the Automatic Stay,” September 8, 2020.

¹⁷³ 転売制限付きの有価証券の売却要件を定める規定。詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号を参照。

の嘆願書を受けて、一旦、承認した 2020 年規則を事後的に保留した。

3) 1933 年証券取引法第 11 条訴訟の成立

実は、前述の機関投資家評議会の主張は、ダイレクト・リスティング実施企業であるスラック及びその経営陣に対する集団訴訟を参照している。スラックは上場後の 2019 年 9 月に、アナリスト予想を大幅に上回る損失を公表した。そこで、スラックの株主は、同社が登録届出書において、サービスを停止した際の業績への影響を詳細に開示していなかったとして、1933 年証券取引法第 11 条に基づいて、カリフォルニア州北部地区連邦地方裁判所に提訴した。それに対して、スラックは、ダイレクト・リスティング実施時に、登録届出書を提出することで市場に売却可能とした株式は、同社の発行済み株式総数の約 42%であり、残りの株式の一部は規則 144 に基づいて上場初日に売却可能であったことから、原告はトレーシングが困難であり、原告不適格であると主張した。カリフォルニア州北部地区連邦地方裁判所は 2020 年 4 月に、スラックの主張を認め、原告の訴えを却下した¹⁷⁴。

つまり、ダイレクト・リスティングにおいて、1933 年証券取引法第 11 条に基づく訴訟は成立し得ないという司法判断が下されたことで、プライマリー・ダイレクト・リスティングにおいて、投資家保護は十分に考慮されているという NYSE の主張に疑義が生じた。しかし、SEC は現在、プライマリー・ダイレクト・リスティングのみを停止し、ダイレクト・リスティングについては継続を許容しており、整理が必要となった。実際に、SEC のアリソン・ヘレン・リー委員は 2020 年 10 月、ダイレクト・リスティング（及びプライマリー・ダイレクト・リスティング）のトレーシングに係る法的な枠組みについて精査中であると述べた¹⁷⁵。

その後、SEC は 2020 年 12 月に、トレーシングの問題は必ずしもプライマリー・ダイレクト・リスティング固有の問題とは言えないなどとして、2020 年規則が 1933 年証券取引法における投資家保護に反するところはないとする命令を発出した¹⁷⁶。これにより、NYSE におけるプライマリー・ダイレクト・リスティングが可能となった。今後、米国において、引受人が介在しない上場が普及していくのか、注目される。

XII. 日本における論点

本章では、米国における株式市場に係る制度改正やプレイヤー動向を踏まえ、日本における新興成長企業への資金供給の円滑化に向けた金融資本市場の論点を整理する。

¹⁷⁴ Dennee v. Slack Technologies Inc., No. 19-cv-05857-SI (N.D. Cal. Apr. 21, 2020).

¹⁷⁵ Commissioner Allison Herren Lee, “Investing in the Public Option: Promoting Growth in Our Public Markets Remarks at The SEC Speaks in 2020,” October 8, 2020.

¹⁷⁶ Release No. 34-90768; File No. SR-NYSE-2019-67, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings.

1. 新興成長企業にとって活用しやすい私募制度の整備

日本の新興成長企業の資金調達手段としては、制度上、①株式投資型クラウドファンディングを実施する他に、②特定投資家私募¹⁷⁷、③少人数私募、④適格機関投資家私募、が存在する。これら各私募制度は、譲渡制限、開示・発行者情報提供義務、勧誘規制、発行者情報提供義務等が異なっている。日本の新興成長企業は、上記の①から④の制度のうち、いずれの制度を活用すると効率的な資金調達が可能なのか、明確化されているとはいえない。

他方で、米国では、前掲図表 2 が示す通り、レギュレーション CF、レギュレーション A、レギュレーション D 等の登録免除募集制度が、新興成長企業の成長ステージにあわせて整備されている。また、先般のエグゼンプト・オフERING規則の採択によって、発行体が効率的に活用できるように登録免除募集制度の規制緩和が行われている。そのため、非上場株式取引プラットフォームは、新興成長企業に対して、シームレスに登録免除募集の実施を促すようなサービス提供が可能となっており、VC も、新興成長企業に出資するタイミングを図りやすい。結果的に、米国の新興成長企業にとって、自社の成長ステージに合わせた資金調達戦略を立案しやすい環境が整備されていると言える。日本においても、上記の①から④の制度を、新興成長企業の成長ステージにあわせて活用しやすくなるよう、整備することも考えられるのではないだろうか。

例えば米国には、日本では私募制度にあたる登録免除募集制度の枠組みで、自衛力認定投資家限定ながら一般勧誘が認められるレギュレーション D ルール 506 (c) があり、ブロックチェーンを通じた資金調達であるセキュリティ・トークン・オフERING (STO) 等で多く利用されている。また、少額ながら投資家を限定しないレギュレーション A もあり、ミニ IPO として機能している。そのほか、前掲図表 16 にあるように、複数の選択肢が用意されている。こうした制度設計は、必ずしも意図的・計画的に構築されたものではないものの、結果的には、新興成長企業の様々なシチュエーションに対応できる体系になっており、日本の制度整備においても参考になるものと考えられる。

加えて、米国の「ファインダー」の議論にみられるように、日本において起業家と投資家を繋ぐ仲介者の拡充を図るには、金融商品取引法における勧誘・媒介等の概念を整理することも考えられよう。

2. 非上場株式取引プラットフォームの運営者の新規参入

日本においても新興成長企業が IPO する目的の一つとして、従業員に割り当てた株式等の現金化がある。優秀な人材を引き留めておくために、IPO を急ぐ新興成長企業もあると思われる。IPO 前の資金調達が多様化したとしても、従業員や VC 等の初期投資家の保有する株式等の現金化の機会を作ることあわせて検討する必要がある。

そのためには、非上場株売買を仲介する仕組みが必要となってくる。ただし、当初は広く個人投資家等を対象とするのではなく、例えば特定投資家に限定して情報開示等の規制や各種制限を

¹⁷⁷ 但し現状では制度未整備のため利用されていない。

軽減することで、議論のスピードアップをはかることも考えられよう。

米国の非上場株式取引プラットフォームの運営者は、多種多様である。全米最大級のマーケット・メイカーである GTS（クリアリスト）、1904 年から続くピンクシートを出自とする OTC マーケッツ・グループ、数多くのスタートアップ企業の誘致に成功しているザンバト等であり、その多くは ATS としてブローカーを誘致することで非上場株式取引プラットフォームを運営している。

他方で、日本における非上場株式取引の仕組みは、足下では株主コミュニティ制度のみであるが、同制度は地域に根ざした企業がより資金調達をしやすくすることをコンセプトとしている。株主コミュニティ制度を、スタートアップ企業の資金調達やエンジェル投資家の誘致を前提とした制度として打ち出すという考えもあり得るだろう。

また、日本においては、私設取引システム（PTS: proprietary trading system）の認可を取得することで、非上場株式取引プラットフォームの運営を開始するような新規参入の動きが限定的である。PTS は、上場市場間競争の促進によるイノベーション喚起や利用者の利便性向上への期待から 1998 年の証券取引法（当時）改正により導入された制度であるが、上場株式だけではなく、店頭登録株式についても取り扱いが認められている。日本における非上場株式取引プラットフォームの運営者の新規参入の促進という観点で、日本の PTS 制度を位置づけることも、新たな施策として検討に値するのではないだろうか。

日本の PTS 制度を米国の ATS 制度と比較すると、日本の PTS は第一種金融商品取引業の一部として認可が必要であるのに対し、米国では、取引所としての規制の適用除外を受けるための要件の一つがレギュレーション ATS を準拠することとなっており、レギュレーション ATS において、ブローカー・ディーラーとしての登録が求められる。その上で、全市場に対する PTS・ATS の取引シェアが一定値に達するとより多くの開示・報告義務が課され、更に一定値で取引所への転換が規定されている点は日米ともに同じである。但し、閾値は異なり、例えば米国では、株式の場合、5%シェアで取引所もしくは自主規制機関に最良価格を回送することが義務付けられ、また、執行サービスへの公平アクセス基準の策定を求められる。また、特定の証券の種類における 40%シェア等で、SEC が取引所規則の適用除外が必要ではない、あるいは公共の利益・投資者保護に沿わないと判断した場合、取引所への転換が求められる。他方、日本では、①個別銘柄について 10%以上、かつ全体について 5%以上で売買管理・審査態勢の拡充・整備、違約損失準備金制度と同様の制度整備、システム容量等の定期的なチェックの体制整備が求められ、②個別銘柄について 20%以上、かつ全体について 10%以上で免許を取得し、金融商品取引所となることが求められる。

また、日本において多様な特定投資家が誕生すれば、私募証券に係る一定程度の取引ニーズが生ずると想定されることから、今後、同投資家の範囲拡大に係る議論の進展に加えて、非上場株式取引プラットフォームの運営者の新規参入者の増加もあり得るだろう。もっとも、米国と日本では、自衛力認定投資家と特定投資家の範囲や私募制度などの制度面の違いがあるため、日本で米国同様の非上場株式の取引プラットフォームを営むには、制度面での課題の整備が必要となるう。

3. 株式コミュニティ制度のあり方

OTC マーケットを中心とした米国の非上場株式市場を巡る動向は、日本の株式コミュニティ制度をはじめとする株式市場の在り方を考える際に、示唆に富むものと言える。

現在、東京証券取引所の市場構造の見直しに係る議論の進展を受けて、各上場市場の上場維持基準の変更が示されている。そのため、今後、上場企業による市場間の移行や、証券取引所からの退出が活発化する可能性があり、上場維持基準に抵触したために上場廃止になるような企業や、上場コストの負担を回避するために戦略的に非上場化する企業が増加すること考えられる。その際、日本においても、非上場化した企業の受け皿として非上場株式市場の形成が求められるであろう。

実際、日本では、株主コミュニティ制度等を用いて、非上場株式市場を整備するべく議論が進展している。OTC マーケットのように、上場廃止企業だけではなく、日本国内外の優良企業を誘致することができれば、証券取引所との垂直的な競争を生むことにもつながるであろう。また、日本において非上場株式市場が発展すれば、同市場で流動性を獲得した日本国外の上場企業が、次のステップとして、日本の証券取引所に上場することも考えられ、上場企業の誘致につながる可能性もある。OTC マーケットの登録銘柄は、OTC リンク ATS と OTC リンク ECN という 2 つ ATS において気配が示されているが、株式コミュニティ制度の位置づけは明確とは言い難い。

日本の上場企業にとって、自社の株式の流動性を保つには、上場を維持して証券取引所において取引される必要がある。しかし、株式保有構造がリレーション重視の政策保有からインカムゲイン・キャピタルゲイン重視の純投資主体による保有へと移り、主たる投資家層が変化することで、企業が「株主」対応を見直すことが求められており、上場の費用対効果の検証が必要になってきている。その際、OTC マーケットのように、日本に非上場株式市場が整備されていれば、戦略的に非上場化することも経営方針の選択肢の一つとなり得る。

4. 株式投資型クラウドファンディングのあり方

日本の株式投資型クラウドファンディングは 2015 年 5 月、新興成長企業へのリスクマネーの円滑な供給に資することを目的として創設された。日本の株式投資型クラウドファンディングは、米国よりも約 1 年早く解禁されているが、導入から 5 年ほどで 97 件成立し、その発行価額の総額は約 32 億円と小規模である。その理由として、第一に、硬直的な投資家の買付上限額の設定が挙げられる。米国の投資家の買付上限額は、所得または純資産に応じて段階的に設定されており、最大で 10 万 7,000 ドルまで投資できる。他方で、日本の場合、同一企業への投資上限額は、一律で年間 50 万円と規定されており、投資家の所得または純資産に応じた規定はない。そのため、日本の株式投資型クラウドファンディングは、富裕層にとって必ずしも魅力的な投資機会を創出できていない可能性がある。

第二に、リスクマネーの円滑な供給を阻害しかねない発行体の調達上限額の設定である。既述のとおり、米国の発行体の調達上限額は年間 107 万ドルから年間 500 万ドルに引き上げられてい

る。他方で、日本の場合、発行体の調達上限額は年間 1 億円未満とされているが、これは過去 1 年以内の店頭有価証券の発行価額の総額であり、通算する必要がある。つまり、あるスタートアップ企業が、過去 1 年以内に VC から 1 億円を調達していた場合、同企業は株式投資型クラウドファンディングを実施することができない。このように、日本の株式投資型クラウドファンディングの規制には、新規成長企業への円滑なリスクマネーの供給が阻害されかねない側面もあると言えよう。

米国では、株式投資型クラウドファンディングを行った小規模企業が、その後、レギュレーション A 等の資金調達によって更なる成長を遂げたり、大手 VC からの出資を受けたり、IPO を実施に至ることもある。米国の資金調達の枠組みは、小規模企業が調達額を増加させてステップアップする度に、投資機会についても拡大するような設計であり、新興成長企業にリスクマネーが円滑に供給される仕組みになっていると言える。現在、日本においても、株式投資型クラウドファンディングに係る議論が進展しており、新興成長企業へのリスクマネーの円滑な供給を促進すべく、枠組みの見直しの実現が期待される。

5. 日本の株式市場の参加者へのデジタル・ソリューションの提供

OTC マーケッツ・グループの台頭は、証券会社をはじめとする株式市場の参加者に対してデジタル・ソリューションの活用を促す側面もある。同社は、相次ぐ買収や提携によって、オンラインによる登録企業の IR 活動や資金調達のサポート、投資家が投資判断をする際のデューデリジェンス・ツールの拡充に注力している。同社の成長は、マーケット・データ・ライセンスとコーポレート・サービスが牽引してきた経緯があるが、今後も、投資家及び発行体向けのオンライン・サービスを拡充することで収益の増加が期待されている。

つまり、OTC マーケッツ・グループは、非上場株式を取り扱う証券会社としての機能も有していると言える。これは、日本において、非上場株式市場が発展した場合、同市場の運営者は、日本の証券会社と一部の事業において競合関係になり得ることを示唆している。特に、新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）の影響で、投資家と発行体が対面で会うことが叶わない中、オンラインによる IR 活動、資金調達、投資判断等をサポートするデジタル・ソリューションの提供は、新興成長企業の円滑な資金調達の観点から一層重要になっている。

米国における OTC マーケッツ・グループの成長の経緯を踏まえれば、日本における非上場株式市場の発展は、証券会社の IR 活動、資金調達、投資判断等に関連するサービスのデジタル化を必要としているとも言える。今後の日米の非上場株式市場巡る競争の活性化とサービスの革新を巡る動向は注目に値しよう。

6. 特定投資家の定義

日本における特定投資家の枠組みを考察すると、米国の自衛力認定投資家のように、投資家の適格性基準として位置づけ直す必要があるとの考えも生じ得る。

特定投資家は、金融商品取引法第2条第31項等に規定されており、適格機関投資家以外にも、①純資産及び投資性のある金融資産総額が3億円以上、かつ、②取引開始後1年以上が経過した個人等が含まれている。日本の新興成長企業へのリスクマネーの供給を促進するという観点で、上記の個人に係る2つの要件の改正について議論することは検討に値しよう。その際、米国の純資産及び所得基準をめぐる議論を参照することも有用であろう。例えば、「3億円」という数値基準の妥当性、純資産だけではなく所得を数値基準に含めるべきなのかという点、配偶者や配偶者と同等の関係性にある同居者の純資産及び所得を含めるべきなのかという点が、論点として挙げられるのではないだろうか。

また、米国の純資産及び所得基準には、現在、居住地以外の不動産が含まれており、今後、事業用資産が除外される可能性がある。すなわち、私募証券投資に対する自衛力をより精緻に計測することを目指している。更に、SECは、「知識ある従業員」や「認定教育機関の資格」を有する個人についても、自衛力認定投資家として認めることとしている。他方で、日本の特定投資家は、個人の純資産及び金融資産のみを参照しており、私募証券投資に資する者を示す基準として十分なのか検討の余地がある。さらには、特定投資家に、私募証券投資に係る知見を有する者を分類すべきか議論することも有用であろう。

ただし、特定投資家の範囲を拡大した場合、私募証券の取引に係る不正行為等の増加が懸念される。その際、前述のSECの調査のように、どの程度、私募証券投資に係る不正行為等が増加する可能性があるのか、定量的なデータを提示した上で議論を進めることが求められるであろう。

7. クロスオーバー投資家の拡大

2018年6月にとりまとめられた「未来投資戦略2018」のなかで、「企業価値又は時価総額が10億ドル以上となる、未上場ベンチャー企業（ユニコーン）又は上場ベンチャー企業を2023年までに20社創出」がベンチャー支援強化のKPIとして設定された¹⁷⁸。数値目標はともかく、新興成長企業の規模拡大のためには、IPO前であっても必要な資金を調達出来る環境、つまり必要な資金を供給出来る投資家が必要となる。既存の国内のVCからの投資では十分とはいえない可能性がある中、日本のスタートアップエコシステムの中に、リスクマネーの供給者としてクロスオーバー投資および非上場株式の流動性を組み込むための施策が求められる。

しかし、2018年4月に公表された「伊藤レポート2.0」では、日本の創薬型ベンチャーの資金調達における課題の一つとして、「クロスオーバー投資家」が日本にはほとんどおらず、IPOするとVCからの支援が受けられなくなる点が挙げられている¹⁷⁹。また、経済産業省「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会」のなかで、新興企業の経営支援を手がけるシニアの朝倉祐介氏から「上場か非上場かという形式的な制度の区分によって、狭間にある上場直後の会社に対するリスクマネーの提供者、事業知見の提供者が手薄な状況にある。このゾ

¹⁷⁸ 日本経済再生本部「未来投資戦略2018—「Society 5.0」「データ駆動型社会」への改革—」2018年6月15日。

¹⁷⁹ 経済産業省「伊藤レポート2.0～バイオメディカル産業版～「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」最終報告書」2018年4月27日。

ーンにだけプロの投資家がいけないことが、新産業創出のボトルネックになっているのではないか」という指摘がなされている¹⁸⁰。

具体的な動きもみられる。2019年6月、みずほフィナンシャルグループ（FG）とシニフィアンは、「新たな産業創出を目指す株式上場前のスタートアップ企業に対して出資を行い、株式上場後も経営面、財務面での継続的な支援を行っていく」ことを目的に総額200億円のファンドの設立を発表した¹⁸¹。

本文で述べたように、IPO前から投資し、IPO後も保有し続ける「クロスオーバー投資家」として、米国ではミューチュアル・ファンドが一定の役割を果たしている。日本においては、公募投資信託による非上場株投資は一般的ではなく、現状では原則行われていない。顧客ニーズを踏まえた上で、公募投資信託による非上場株式投資も検討に値しよう。流動性のある有価証券に投資することを前提とした公募投資信託のビークルによる非上場株投資には、実務面では、流動性を如何に確保するか、証券のバリュエーションを如何に行うか、といった課題がある。また、制度面では、投資信託協会の評価規則が未上場株式について気配値の存在を前提にしていることが論点になり得よう。

また、クロスオーバー投資家としては、年金も重要な投資主体となりうる。米国において年金基金はVC経由でベンチャー投資を行う主要な主体の一つであったが、近年パフォーマンスの改善を目的にインハウスでの投資を志向し始めている。例えば、米国最大の公的年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）は、テクノロジー、ライフサイエンスおよびヘルスケアへのレイターステージへの投資に焦点をあてた新たな投資ビークルの計画を進めていると報じられている¹⁸²。

8. 上場ファンドの活用と投資家の選択肢拡大

投資家の選択肢を拡大し、新興成長企業の資金調達の複線化を図りつつ、高水準の投資家保護を維持する観点からは、日本においても、米国のBDCや英国のVCTのような、厳格に規制されたクローズド・エンドの上場ファンドの多様化も重要な論点となろう。

現在、日本における公募投信は、オープン・エンド・ファンドが多く、上場しているクローズド・エンド・ファンドは、不動産投資信託（REIT）とインフラ・ファンドのみである。2001年12月に大阪証券取引所（当時）によって開設され、その後、東京証券取引所との統合によって移管された東証ベンチャーファンド市場に上場する公募ファンドは、現時点で存在しない。また、特定投資家向けの上場市場として位置づけられている東京プロマーケット及び東京プロボンドマーケットは、特定投資家向け私募の株式及び債券のみを対象としており、私募ファンドは対象外である。東京プロマーケット及び東京プロボンドマーケットについても売買が活況を呈しているとは言い難い。

¹⁸⁰ 経済産業省「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会（第7回）」2018年3月12日。

¹⁸¹ みずほフィナンシャルグループ「新たな産業創出を目指すスタートアップ企業をハンズオンで支援するグロースファンド「THE FUND」の設立について」2019年6月26日。

¹⁸² “CalPERS Moves Forward on Private Equity Revamp”, *Institutional Investor*, March 18, 2019.

このような制度状況を踏まえると、一般投資家が、純資産及び投資性のある金融資産総額が 3 億円以上、かつ、取引開始後 1 年以上が経過していること、という条件を満たして特定投資家になることができたとしても、私募ファンドを含む幅広い投資機会が用意されているとは言い難いことから、特定投資家に移行するインセンティブを持ちにくいことにも繋がっている可能性がある。そこで、特定投資家の定義を見直すと同時に、同投資家にとっての利便性向上を念頭に、東証ベンチャーファンド市場や、東京プロマーケット及び東京プロボンドマーケットの活性化を検討することは有用ではないだろうか。その際、英国 VCT のような税優遇措置の導入も検討に値しよう。

米国を中心に急拡大している SPAC については、米国においてもその功罪を巡る議論が続いており、また、SEC の今後のフォーカス分野の一つともみられている。論点としては、SPAC に買収される企業にとっては上場プロセスを経ずに上場することになる、SPAC スポンサーと投資家との利益相反などの問題を指摘する向きがある一方、投資家からすれば IPO 案件の発掘をプロの目利きに委ねることができる、新興成長企業からすればより迅速な上場市場へのアクセスを実現することができるというメリットがある。

日本の取引所においては、NYSE や NASDAQ のように SPAC を想定した規則は存在せず、直接的に SPAC を禁じる規則も見当たらない。他方、東証一部・二部市場では利益基準等があるため、現行の市場区分を前提に日本で SPAC 上場を考えるとするとマザーズとなろうが、マザーズでも事業継続年数の基準があることに加え、実質審査で如何に評価されるかというところも論点になり得る。英国では 2021 年 3 月、財務省が上場制度の見直し (U.K. Listing Review) で SPAC 上場の促進に向けた規則改正を提言しているが、日本でも、新興国の新興成長企業の上場誘致に利用することなども考えられる。米国 SEC の規制・監督を中心に、海外における SPAC を巡る動向は、日本における SPAC 導入を検討する際にも参考になるものと思われる。

【参考文献】

- ・ C.Steven Bradford, “Regulation A and the Integration Doctrine: The New Safe Harbor,” November 2nd 1994.
- ・ 大崎貞和「米国における ATS（代替的取引システム）規制の導入」『資本市場クォーターリー』1999 年冬号
- ・ 大崎貞和「市場区分を導入した米国ピンクシートー英国 AIM をモデルとした制度改革ー」『資本市場クォーターリー』2007 年春号
- ・ 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
- ・ 岩谷賢伸「米国における SPAC の活用を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008 年冬号
- ・ 岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号

- ・ 神山哲也「米国におけるクラウドファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号
- ・ 淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号
- ・ “Betting on Private Companies”, Barron's, March 21, 2015.
- ・ 岡田功太「米国の投信及び ETF の流動性リスクを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号（ウェブサイト版）
- ・ Jason W. Parsont, “The SEC’s Evolving Integration Doctrine: New Guidance on Combining Offering Methods,” January 13th 2016.
- ・ Morningstar, “Unicorn Hunting: Mutual Fund Ownership of Private Companies is a Relevant, but Minor, Concern for Most Investors”, December 5, 2016.
- ・ 岡田功太、吉川浩史「トランプ新政権下で注目される金融規制改革の方向性ードッド=フラנק法と金融選択法案（Financial CHOICE Act）ー」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号
- ・ 岡田功太、杉山裕一「米国金融市場の構造変化の中で存在感を増すシタデル」『野村資本市場クォーターリー』2017 年夏号
- ・ 岡田功太、齋藤芳充「米国株式市場のメイカー・テイカー・モデルを巡る議論ー流動性向上策としてのリベートの功罪ー」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号
- ・ 齋藤芳充、吉川浩史「米国で活発化する株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号
- ・ 岡田功太「ニューヨーク証券取引所による米国 ETF の流動性向上策」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号
- ・ Sungjaoung Kwon, Michelle Lowry, Yiming Qian, “Mutual Fund Investments in Private Firms”, Journal of Financial Economics, June 2, 2017.
- ・ 岡田功太、木下生悟「米国のビットコイン先物及び ETF 市場の整備を巡る課題と展望」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号（ウェブサイト版）
- ・ 岡田功太、吉川浩史「米財務省による資本市場の包括的な規制・制度改革提言」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号（ウェブサイト版）
- ・ 吉川浩史「米国で活発化する議決権種類株式の上場に関する議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号
- ・ 齋藤芳充、吉川浩史「英国の株式投資型クラウドファンディングー拡大の背景にある政府・業者の取り組みー」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号
- ・ 齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号
- ・ 岡田功太、木下生悟「仮想通貨に対する米規制当局のスタンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号（ウェブサイト版）
- ・ 齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」

- ム」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号
- ・ 岡田功太「中小銀行の規制緩和を主眼としたドッド＝フランク法改正－経済成長・規制緩和及び消費者保護法の成立－」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号（ウェブサイト版）
 - ・ 岡田功太「SEC の米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号（ウェブサイト版）
 - ・ 岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号（ウェブサイト版）
 - ・ 岡田功太「米国上場企業のコーポレート・ガバナンスに係る最近の議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号（ウェブサイト版）
 - ・ 経済産業省「伊藤レポート 2.0～バイオメディカル産業版～「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」最終報告書」2018 年 4 月 27 日。
 - ・ Morningstar, “Unicorn Hunting: Large-Cap Funds That Dabble in Private Companies”, June 4, 2018.
 - ・ Latham & Watkins LLP, “Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing,” July 5, 2018.
 - ・ SEC, “Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017,” August 1, 2018.
 - ・ David F. Larcker, Brian Tayan, and Edward Watts, “Cashing It In: Private-Company Exchanges and Employee Stock Sales Prior to IPO”, Stanford Closer Look Series. Corporate Governance Research Initiative, September 12, 2018.
 - ・ 岡田功太「米国における投資アドバイスの行為基準規制を巡る議論の進展」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号（ウェブサイト版）
 - ・ 岡田功太、下山貴史「米国の IPO 活性化及びスタートアップ企業への投資促進に係る政策－JOBS 法 3.0 を中心に－」『野村資本市場クォーターリー』2019 年 夏号
 - ・ National Venture Capital Association, “NVCA Yearbook 2019”, March 2019.
 - ・ SEC, “Report to the Commission Regulation Crowdfunding,” June 18, 2019.
 - ・ Proskauer Rose LLP “Top 10 Practice Tips: Business Development Companies,” October 2019.
 - ・ SEC, “Online Appendix to Commissioner Robert J. Jackson, Jr. Statement on Accredited Investor Definition,” December 18, 2019.
 - ・ 岡田功太「チャールズ・シュワブによる TD アメリトレードの買収－米国個人向け金融サービス業界への示唆－」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号
 - ・ 岡田功太、片寄直紀「上場株式の売買単位と個人向け証券取引のイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号
 - ・ 岡田功太、下山貴史「ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの事業改革－ウェルスマネジメント事業を中心に－」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号
 - ・ 岡田功太「コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号
 - ・ 岡田功太、片寄直紀「米国株式市場の競争を促す OTC マーケット」『野村資本市場クォーターリー』2020 年 夏号

- 岡田功太、片寄直紀「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』 2020 年 夏号
- 神山哲也、塩島晋「新たな資金調達手法として期待される STOー海外の事例と日本における可能性ー」『野村資本市場クォーターリー』 2020 年夏号（ウェブサイト版）
- MetLife & U.S. Chamber of Commerce, “Special Report on Coronavirus and Small Business,” April 3, 2020.
- Proskauer Rose, “SPAC IPO Study 2020,” August 4, 2020.
- 岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組みー自衛力認定投資家の規制緩和を中心にー」『野村資本市場クォーターリー』 2020 年 秋号
- 岡田功太「米国の私募市場の発展を支える包括的な制度改革」『野村資本市場クォーターリー』 2021 年 冬号
- 神山哲也、岡田功太「変貌を遂げる米国の IPOーSPAC 及びダイレクト・リスティングー」『野村資本市場クォーターリー』 2021 年 冬号
- 岡田功太「SEC による起業家と投資家を繋ぐ「ファインダー」区分の導入提案」『野村資本市場クォーターリー』 2021 年 冬号