

## 米国私募市場の活性化とわが国における リスクマネー供給を巡る論議への示唆

米国の私募による資金調達額は年間3兆ドルにも達するが、今年に入り、更なる活性化策も決定している。日本におけるリスクマネー供給論議においては、勧誘や特定投資家に関する定義等を見直すことも一考である。想定される効果の定量的な試算に基づいた施策の検討が求められよう。

### 拡大する米国の私募市場とその背景

米国の私募市場の拡大が目覚ましい。2017年には私募の資金調達額は年間3兆ドルに達した。これは、米国の上場企業数が1996年のピーク時（約8,000社）から半減しているのとは対照的である<sup>1)</sup>。

米国におけるトレンドの背景は複合的だが、①上場に伴うコンプライアンス対応コストの圧力、②指数関数的成長を狙うJカーブ型スタートアップの存在、③非伝統的資金供給者の台頭等が挙げられる。特に③について、規制面では、1996年施行の証券市場改革法（NSMIA）や2012年制定のJOBS法が契機となり、レギュレーションDルール506に代表されるSECへの登録免除規定による私募証券発行の拡大につながった。そしてプレーヤー面では、独立系VC、事業会社/CVC、PE、エンジェル投資家、クロスオーバーファンド<sup>2)</sup>等が私募市場を形成していった。

図表 米国の私募・公募証券発行による年間資金調達額



(注) 公募は証券登録された株式と債券の発行、私募は各種登録免除規定を用いた証券発行を指す

(出所) 米SEC資料に基づき野村総合研究所作成

### 更なる私募市場活性化策と新たな動き

今年に入り、前述の③に連なる複数の規制緩和が決定したことが注目されている。8月に、私募証券への投資が可能となる適格投資家（自衛力認定投資家）の定義が拡大されて、従来の所得・資産要件に限らず、日本の証券外務員資格に相当するFINRAシリーズ7等の資格保有者も対象となった<sup>3)</sup>。これにより、私募市場へのリスクマネー供給は最大で年間213億ドル増加すると試算されている。11月には、免除規定のうち、レギュレーションA（ミニIPO）による調達額上限が従来の1.5倍に、レギュレーションDルール504による調達額上限が2倍に引き上げられる等の改正も決定している<sup>4)</sup>。

プレーヤーの観点では、クラウドファンディング（CF）関連動向も注目される<sup>5)</sup>。11月のSEC発表ではレギュレーションCFが改正されて、調達額上限が従来の約5倍となる500万ドルに引き上げられることが決まり、コロナ禍での調達需要を支える手段としても期待が高まっている。加えて、事業面でも先進的な試みが見られる。例えば、代替取引システム（ATS）認可を取得し、投資持分の譲渡を可能とするセカンダリー取引機能の強化を図るCF事業者が現れている（StartEngine、SeedInvest）。また、未公開株式や不動産証券化商品に加えて、ブロックチェーンを用いた証券トークン発行（STO）<sup>6)</sup>も同一のCFサイト上で取り扱い、多様な投資機会を提供するプレーヤーが出現している（Republic）<sup>7)</sup>。

私募市場の拡大に呼応するように、公募・公開市場でも、ダイレクトリスティング（直接上場）やSPAC（特

## NOTE

- 1) ただし、米国の株式市場全体の時価総額は減少してはいない。
- 2) 上場株式と未公開株式の両方に投資するミューチュアルファンド（投資信託）を指す。
- 3) <https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10824.pdf>
- 4) <https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10844.pdf>
- 5) 米国以上にCFが拡大している英国では、CFを通したユニコーン案件も多数生まれている。新興銀行の資金調達にCFが使われた事例もある。
- 6) STOについては、非金融業の購入型CFサイトに案件の概要だけ掲載する試みも存在する（Indiegogo）。
- 7) 米国のレギュレーションCFは現状では取扱可能証券の種類に制限はなく、SAFE（Simple Agreement for Future Equity）や収益分配型トークン等もCFで取り扱える。
- 8) 一般勧誘・一般広告（general solicitation and general advertisement）とは、各種メディアや公開ウェブサイト等での勧誘や広告を指す。購入者が全員適格投資家に限られる免除規定であるレギュレーションDルール506(c)等で認められている概念である。
- 9) 2020年5月に大手のForge Globalと草分け的存在のSharesPostが合併したことも注目される。
- 10) 米国の私募関連制度改正の検討では、潜在的投資家プールやリスクマネー供給量の変化、開示書類作成コストの軽減、インフレ調整等、適宜試算が行われている。そして、パブコメ募集を経て、投資家保護と投資機会提供のバランスを見て決定されている。

別買収目的会社）といった代替的手法が論争を巻き起こしている。さらに、長期投資促進を標榜する新しいコンセプトの証券取引所（LTSE）も9月に営業開始する等、資本市場全体にイノベーションが起きている。

## 日米の資本市場の状況比較

次に、日本の現況を対比的に確認しておきたい。第一に、上場企業数は米国とは異なり増加している。ただし、ユニコーン創出で先行する米国や中国を追いかけるためにも、ベンチャー投資等、一層のリスクマネー供給が求められている。

第二に、スタートアップのみならず、伝統的老舗企業や地域に根差した小規模企業も日本の非上場企業では重要な位置づけを占める。そのような企業の事業承継等にも使える仕組みは潜在的ニーズがある。

第三に、日本では、公募・公開市場と、私募・未公開市場は、明確に切り分けられている。特に、証券会社による未公開株式への投資勧誘は原則禁止されている。例外的に認められているのは、特定投資家（プロ投資家）の他、一般投資家向けでは株式投資型CF並びに株主コミュニティ制度を活用した場合等である。政府の成長戦略では投資家保護に留意しつつもこれらの制度活用による流動性向上を検討していくことが掲げられている。

## 日本のリスクマネー供給策を巡る議論への示唆

海外動向も参考に、日本への示唆となる点は以下が挙げられる。第一に、勧誘行為の定義の見直しである。デジタル時代に即した定義や解釈を織り込んでいくことが

期待されるが、その際、米国の私募で一部認められている、一般勧誘・一般広告<sup>8)</sup>の概念は参考になるだろう。例えば、少人数私募の取得勧誘の人数上限を実際の取得者ベースとしていくことも考えられる。

第二に、特定投資家の定義拡大である。一例として、個人の場合、資産額に限らない所得要件を設けることや、資産額に対する一定割合内であれば投資可能とすることも考えられる。その際、マイナンバー活用により、資産額や所得を確認する事務負担を軽減できる可能性はあるだろう。さらに、投資リテラシーや専門的業界知識を考慮する要件の追加も検討余地があるのではないだろうか。

第三に、リスクマネー供給に関わるプレーヤーの多様化である。特に、IPO前の段階で流動性を向上させる仕組みは発展の余地がある。米国では、店頭取引市場OTCマーケットに加えて、未公開株式取引プラットフォームの存在も注目されている<sup>9)</sup>。日本では、株主コミュニティ制度やPTS制度の拡充が鍵となるだろう。流通の場が整備されるに従い、VC出資持分を買い取るセカンダリー・ファンド等も活性化し、資本政策表（キャップテーブル）管理ソリューションや企業価値算定ツールといった周辺サービスの需要も増えて、リスクマネー供給の好循環が生まれることが期待される。

公開市場と私募・未公開市場が両輪となり発展する資本市場の全体像を描いていくためにも、想定効果等の定量的な試算に基づいた施策の検討が求められる<sup>10)</sup>。

## Writer's Profile



佐藤 広大 Kodai Sato

金融DXビジネスデザイン部  
上級研究員  
専門は内外資本市場動向、デジタルアセット、金融DX事業企画  
focus@nri.co.jp