

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

齋藤 芳充、吉川 浩史

■ 要 約 ■

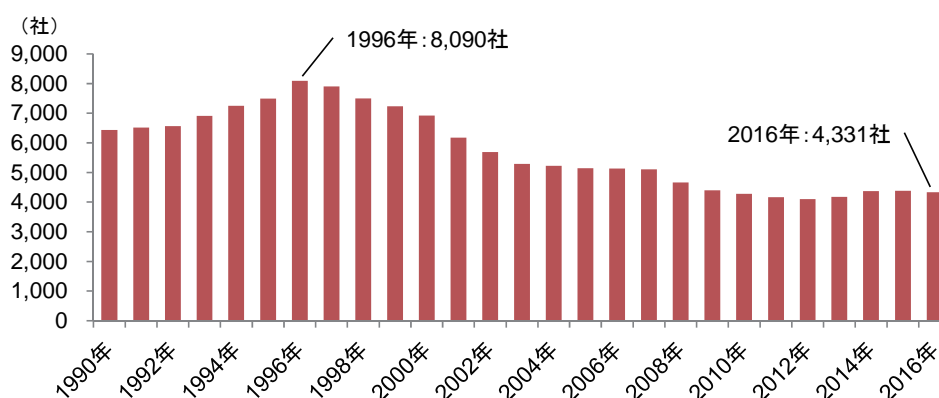
1. 米国では、規制コストの増加等を背景に株式の新規公開（IPO）を行う企業の数が増え、新興成長企業が IPO や M&A によるエグジット（出口）までに要する年数も長期化している。そうした中、2000 年代半ば以降、未公開企業の新たなエグジット手段として、未公開株式に一定の流動性を提供する取引プラットフォームの利用が進んでいる。
2. 取引プラットフォームでは、1933 年証券法における有価証券の募集・転売時の登録義務に関する免除規定が利用されている。また、2012 年成立の JOBS 法では、登録義務の要件である株主数基準が 500 名から 2,000 名に引き上げられ、取引プラットフォームの利用拡大に繋がった。
3. 取引プラットフォームの中でも、シェアーズポスト（SharesPost）とセカンドマーケット（SecondMarket、現在のナスダック・プライベート・マーケット（NPM））の 2 社は、フェイスブック（Facebook）等の有名未公開企業の株式を取扱い、2 大市場へと成長した。前者が未公開株の売買マッチングプラットフォームとして流動性向上を図る一方で、後者は 2015 年のナスダックによる買収後、発行体に対するサービスとして流動性供給支援プログラムの提供を行い、IPO を見据えた企業との関係性強化に取り組んでいる。
4. 米国では発行体が自社株の流通市場として、上場市場、OTC 市場、シェアーズポスト等の取引プラットフォームを、自社の成長段階や情報開示・流動性のレベルに応じて選択可能な環境が整っている。現在の日本の流通市場は上場市場が軸となっているが、今後の資本市場の発展に向けて幅広い観点から議論、検討することは重要であろう。

I 米国上場企業の減少と未公開株式取引への注目

米国では、過去 20 年間で証券取引所に上場している企業数が最多時の半分近くにまで減少し、株式の新規公開（IPO）を行う企業数も 1996 年の 812 社から、2017 年は 48 社にまで落ち込んでいる¹（図表 1 及び 2）。背景として、2000 年代初頭に発覚した大企業の不正会計問題を受けて成立した米国企業改革法のサーベンス・オクスレー法（SOX 法）や、2007 年以降の金融危機に由来するドッド＝フランク法等による規制コストの増加等が指摘されている²。また、ベンチャーキャピタルによる投資額が拡大傾向にあり、従来に比べ新興成長企業の資金調達が容易になったことも要因の一つとされている³。2017 年 10 月に公表された米国財務省による提言（「経済的機会を創出する金融システム：資本市場編」）では、株式上場によって株主から訴訟を提起されるリスクが増すことや、長期的成長よりも短期的な利益を優先させる株主からの圧力が強まること等も IPO 減退の理由として挙げられている⁴。

IPO 減退とともに、IPO 実施企業の設立年数も長期化する傾向にある。1997～2001 年に IPO を行った企業の設立年数は平均 5.5 年であった。しかし 2006～2011 年では平均で 9 年を要している⁵。また、未公開企業がベンチャーキャピタルから資金調達を行った後、他社に買収されるまでに要した年数も、2000 年に買収された企業では平均 1.8 年だったものが、2010 年は 5.4 年にまで伸びている。IPO や M&A までに要する期間が長期化したこと

図表 1 米国の上場企業数の推移



(注) 米国の証券取引所に上場する SEC 登録企業の数。
(出所) 世界銀行データベースより野村資本市場研究所作成

¹ U.S. Department of the Treasury, “A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets,” Oct 2017.

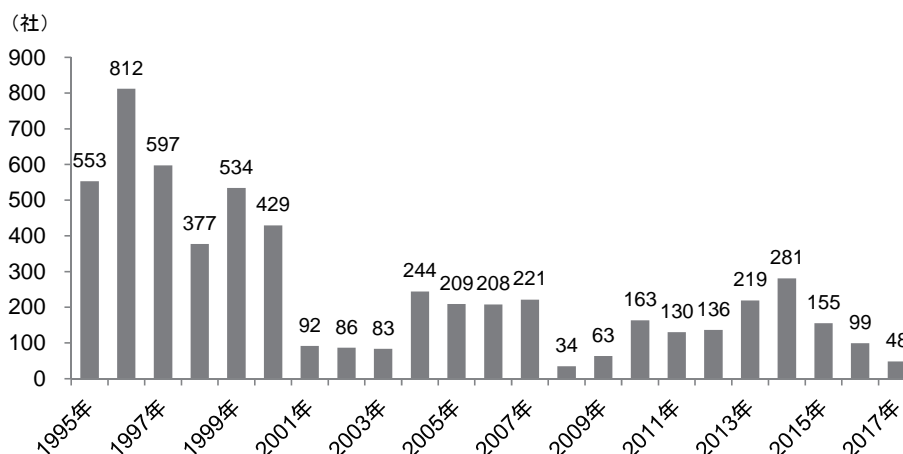
² SOX 法、ドッド＝フランク法について詳しくは、大崎貞和「米国における内部統制監査制度見直しの動き」『資本市場クォーターリー』2006 年夏号、神山哲也「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」『野村資本市場クォーターリー』2011 年春号参照。

³ 米国ベンチャーキャピタル協会（NVCA: National Venture Capital Association）によれば、米国におけるベンチャーキャピタルの年間投資額は 1996 年では 115 億ドルだったが、2016 年は 691 億ドルにまで増加した。

⁴ 詳しくは、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）参照。

⁵ U.S. Department of the Treasury (IPO Task Force), “Rebuilding the IPO On-Ramp,” Oct 20, 2011.

図表 2 米国での IPO 数の推移



(注) SECに登録されたIPOが対象。買収目的会社 (SPAC) やファンドは除く。
 (出所) SECより野村資本市場研究所作成

で、特に企業の創業早期から投資するベンチャーキャピタルでは、リターン獲得のための新たなエグジット（出口）手段を検討する必要性が高まっている⁶。また、新興成長企業の中には、優秀な従業員を獲得するために、現金の代わりに未公開の自社株やストックオプションを報酬として付与するところも多い。こうして自社株を得た従業員の中には、住宅購入等の大きな出費のために、IPOやM&A前に株式等を換金したいというニーズがあると思われる。こうした背景から未公開株式取引が注目されている。

米国では証券取引所に上場していない株式の流通の場として店頭（OTC）市場が存在しており、一般の個人投資家であっても未公開株式の取引に参加できる。しかし、1934年証券取引所法（以下、証券取引所法）第12条(g)項の定めにより、総資産が1,000万ドル以上かつ2,000名以上の株主を有する企業に対して、米国証券取引委員会（SEC: Securities Exchange Commission）への証券登録義務を課す外形基準が設けられている。この外形基準に抵触した場合、発行体にはSECへの証券登録義務が生じる⁷。証券登録後は継続開示も必要となり、それらのコストは新興成長企業にとって大きな負担となる⁸。そのため、株主数を一定以下に保ちつつも、ある程度の流動性を提供する場として、2000年代半ば以降、未公開株式の取引プラットフォームの利用が進んでいる⁹。

本稿では、米国の未公開株式取引に関する規制の概要と、それらを取扱うシェアーズポスト（SharesPost）とナスダック・プライベート・マーケット（NPM: NASDAQ Private Market）という2つの主要なプラットフォームについて紹介する。

⁶ Elizabeth Pollman, “Information Issues on Wall Street 2.0,” *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 161, No.179, Dec 9, 2012.

⁷ 例えばグーグル（Google）やフェイスブック（Facebook）は、この基準に抵触したために、公開企業となる選択肢を取らざるを得なかったとされている。“Questioning the 500 Equity Holders Trigger,” *Harvard Business Law Review Online*, Mar 18, 2011.

⁸ 証券登録をして公開企業となるためには平均250万ドル、その後の継続開示には年間150万ドルのコストがかかると思われる。前掲脚注5参照。

⁹ “Better rules, long IPO wait mean secondary market boom for ‘unicorns!’,” *Reuters*, Dec 20, 2016.

II 未公開株式取引に関する規制

1933年証券法（以下、証券法）では、有価証券の勧誘・募集・販売を行う際には、当該有価証券をSECに登録することが義務付けられており、発行体には一定の負担となる。ただし、これには条件付きで免除規定が設けられており、証券登録によるコスト負担を避けたい新興成長企業の利用が進んでいる。この免除規定を用いてSECに未登録の状態で発行された有価証券は、基本的に制限付有価証券（restricted securities）となり、これを売却する際も発行時と同様に、証券登録の免除規定を用いる必要がある¹⁰。

1. 発行時の登録免除規定

発行時の登録免除として証券法では、主にレギュレーションA、レギュレーションD、そして従業員向け報酬に関する免除規定（ルール701）等を設けている（図表3）¹¹。また、2012年成立のJOBS法（Jumpstart Our Business Startups Act）によって、レギュレー

図表3 発行時における主な登録免除規定の比較

	レギュレーション A		レギュレーション D			ルール 701
	Tier 1	Tier 2	ルール 506(b)	ルール 506(c)	ルール 504	
発行上限額 (12か月間)	2,000 万ドル	5,000 万ドル	なし	なし	500 万ドル	最低 100 万ドル ^(注7)
投資家	誰でも	誰でも ^(注2)	自衛力認定 投資家等 ^(注4)	自衛力認定 投資家	誰でも	発行体の 従業員
転売制限	なし	なし	あり	あり	あり	あり
SEC への 届出書類	募集届出書 (Form 1-A) ^(注1)	募集届出書 (Form 1-A) ^(注3)	募集通知書 (Form D) ^(注5)	募集通知書 (Form D)	募集通知書 (Form D)	なし
一般勧誘	可	可	不可	可 ^(注6)	可	—

- (注) 1. 募集届出書には、発行体の事業内容や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。Tier 1 の場合、財務諸表は監査済みでなくてもよい。
 2. 自衛力認定投資家でない個人投資家は、投資上限額が年収または純資産の 10% のうち大きい方までに制限される。
 3. Tier 2 の場合、財務諸表は監査済みでなければならない。また調達後は継続開示（年次報告書、半期報告書、適時開示書類の提出）義務が生じる。
 4. 洗練された投資家（sophisticated investor）も 35 人まで参加可能。
 5. 募集通知書には、発行体の事業内容や調達金額、投資家数、資金使途等を記載する。
 6. 投資家全員が自衛力認定投資家であることを検証するための合理的措置が求められる。
 7. 100 万ドル、総資産の 15%、発行済株式の 15% のうちいずれか大きい額。ただし 12 か月間の調達額が 500 万ドルを超える場合、投資家に対して財務諸表を開示しなければならない。

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

¹⁰ SEC, ““Restricted” Securities: Removing the Restrictive Legend,” Jan 16, 2013.

¹¹ この他、クラウドファンディングに関する免除規定が存在する。詳しくは、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年秋号参照。

ション A の調達上限額の引き上げ及びレギュレーション D における一般勧誘の解禁等の規制緩和がなされている。

レギュレーション A では、調達額の上限に加え、SEC への募集届出書により一定レベルの情報開示が発行体に義務付けられている。それらの要件を遵守することで、レギュレーション A の下で発行された未登録の有価証券は、投資家の属性や人数、一般勧誘、転売に制限がなく、取得後は OTC 市場において自由に売買することが認められる。そのため、レギュレーション A はミニ IPO とも呼ばれる。

レギュレーション D も多用される免除規定で、ルール 504、同 505、同 506 (b)、同 506 (c) から構成される。例えば、ルール 506 (b) 及び (c) では、発行額に制限がない代わりに、投資家は基本的に自衛力認定投資家 (accredited investor) に限定されるうえ、同規定の下で発行された未登録の有価証券には転売制限が付される。自衛力認定投資家とは、金融機関のほか、500 万ドル超の資産を持つ法人、純資産が 100 万ドル以上または当年度の所得の推定額と直近 2 年間の所得実績が 20 万ドル以上 (または配偶者との収入合計 30 万ドル以上) の個人投資家等を指す。新興成長企業が有価証券を発行して資金を調達する際、開示の負担の軽さや、転売制限によって株主数を管理することで外形基準に抵触するリスクを低減できることから、レギュレーション D (特にルール 506 (b) 及び (c)) が選好されているようである。

2015 年 7 月～2016 年 10 月において、レギュレーション A を利用して 147 件の募集が行われ、総額でおよそ 260 億ドルの資金調達に成功している¹²。一方、レギュレーション D は、2014 年において 22,004 件の募集が行われ、金額にして 1 兆 3,320 億ドルにもなる。SEC の分析に基づけば、このうちの大半で、ルール 506 (b) が用いられている¹³。

2. 売却時の登録免除に関する規制緩和

転売制限付の有価証券を売却する際は、証券法第 4 条 (a) 項の (1) の定めにある登録免除が用いられる。この規定は、発行体や引受人、証券会社以外による保有株式の売却に登録免除を与えるものである。証券法における引受人の定義が幅広いことから、ルール 144 において、適用対象となる売り手を発行体から証券を直接取得した個人に限定している。売却時の条件として、当該証券の一定期間の保有や、企業情報の開示、発行体の同意のうえで転売制限の削除等がある¹⁴。

この他、買い手が適格機関購入者 (QIB: qualified institutional buyer) であった場合に、ルール 144 における保有制限等の制限を免除するルール 144A という規定が存在する。QIB とは、少なくとも 1 億ドル以上の投資を行う機関投資家のことを指すもので、個人投

¹² SEC, "Regulation A+: What Do We Know So Far?" Dec 7, 2016.

¹³ 2013 年 9 月から 2014 年 12 月末までに行われたレギュレーション D 募集において、ルール 506(b)を利用するケースが全体の約 9 割を占めた。SEC, "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014," Oct 29, 2015.

¹⁴ Legal & Compliance, "A Basic Overview of Rule 144." <http://www.legalandcompliance.com/rule-144/>

資家は含まれない¹⁵。

ルール 144 及び 144A が適用できない状況においては、通称「証券法第 4 条 (a) 項の (1 と 1/2)」と呼ばれる慣行を用いるケースがある。これは証券法第 4 条 (a) 項の (1) における発行体、引受人、証券会社以外による有価証券の売買の登録免除と、証券法第 4 条 (a) 項の (2) で定める発行体による私募における登録免除の要件を組み合わせた概念とされている。すなわち、発行体以外による有価証券の売買に関して、買い手を自衛力認定投資家に限定した私募の登録免除要件を組み合わせることで、保有期間要件の緩和等を実現しようとしたものである。ただし、この証券法第 4 条 (a) 項の (1 と 1/2) は判例の積み重ねによってできた市場慣行で、SEC によって明文化されたルールではなかった。

過去の経緯を紹介すると、2015 年 6 月、SEC の中小・新興企業諮問委員会 (Advisory Committee on Small and Emerging Companies) は、この証券法第 4 条 (a) 項の (1 と 1/2) に関する提言を行っている。ここでは、証券法第 4 条 (a) 項の (1 と 1/2) が用いられる場面として、ストックオプションを保有する従業員が権利を行使して株式を取得して換金するケースが示され、その際にルール 144 の保有期間基準が妨げとなってしまうとの意見が出された。また、証券法第 4 条 (a) 項の (1 と 1/2) は市場慣行でしかないため、法的に問題がないことについて弁護士から承認を得る必要があり、手続きが複雑化し取引コストが多大になっているとして、SEC に対して規則化を求めた¹⁶。その後 2015 年 12 月、当時のオバマ大統領が FAST 法 (The Fixing America's Surface Transportation Act) に署名したことにより、証券法に第 4 条 (a) 項の (7) が追加された。これは、第 4 条 (a) 項の (1 と 1/2) の内容を一部成文化したものであった¹⁷ (図表 4)。

また JOBS 法では、登録義務が発生する株主数基準を 500 名から 2,000 名 (ただし適格投資家でない株主数は 500 名未満とする) にまで引き上げている。さらに、従業員報酬として株式を取得した者については、株主数の計算から除外された。これによって、未公開企業が従業員報酬として自社株の活用をしやすくなるとともに、後述する未公開株式の取引プラットフォームの利便性向上に繋がった¹⁸。

¹⁵ 詳しくは、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 年秋号参照。

¹⁶ SEC Advisory Committee on Small and Emerging Companies, "Recommendation Regarding the "4 (a) (1 1/2) Exemption," Jun 11, 2015.

¹⁷ Durham Jones & Pinegar, ""Section 4(a)1(1/2)" Exemption for Resales of Restricted Securities Now Codified," Jan 21, 2016.

¹⁸ 前掲脚注 6 参照。

図表 4 売却時における登録免除規定の比較

	ルール 144	ルール 144A	証券法第 4 条 (a)項の(1と1/2)	証券法第 4 条 (a)項の(7)
売り手	発行体から証券を 直接取得した個人	発行体以外	発行体以外	発行体以外
買い手	誰でも	QIB	自衛力認定投資家	自衛力認定投資家
転売制限	削除	継続	継続	継続
情報開示	基本情報 ^(注1) が 公表されている	買い手が売り手に 特定情報 ^(注3) の 提示を要求できる	基本情報を 売り手が買い手と 共有する	基本情報を 売り手が買い手と 共有する
一般勧誘	可	可	不可	不可
保有期間	1 年間 ^(注2)	なし	6 か月間(推奨)	なし

(注) 1. 本表における「基本情報」とは、事業の概要説明と発行済み株式の種類・総数、役員等の経歴、直近3年度分の財務諸表を含む。

2. 発行体が SEC に登録を行っている場合は6か月間。

3. 本表における「特定情報」とは、事業の概要説明と直近3年度分の財務諸表を含む。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

III 未公開株式の主要な取引プラットフォーム

1. 取引プラットフォームの拡大

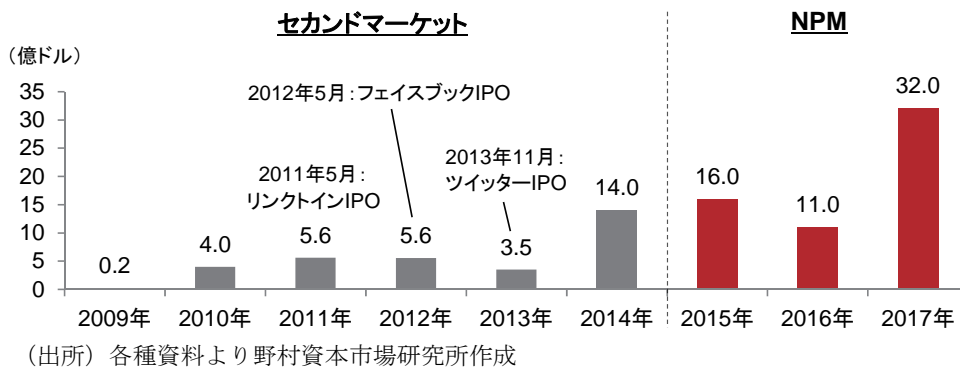
2000年代半ば以降、インターネットを利用して未公開株式の売買ニーズを集約し、取引の仲介を行うプラットフォームが登場した。彼らは、買い手を QIB または自衛力認定投資家のみ制限することで、未公開株式売却時の登録免除要件を利用できるようにしていた。こうしたプラットフォームには、売り手として発行体の創業者や従業員（元従業員を含む）、創業早期から投資を行うベンチャーキャピタルやエンジェル投資家らが、保有株式を換金する目的から参加した。主な買い手は、個人投資家や持ち分を増やしたい既存株主、成熟段階（レイターステージ）にある新興成長企業に投資を行うベンチャーキャピタル、ヘッジファンド、機関投資家などであった¹⁹。

最初取引プラットフォームが盛り上がりを見せたきっかけは、フェイスブックの取引需要が大きく増えたことであった。特にシェアーズポストとセカンドマーケット（現 NPM）の2つのプラットフォームは、フェイスブック以外にもツイッター（Twitter）やリンクトイン（LinkedIn）等、当時はまだ未公開であった有名企業の株式を取扱い、投資家からの人気を集めて2大業者へと成長した²⁰。セカンドマーケットの場合、2009年以降、フェイスブックが IPO を行った直後の2013年と、英国の EU 離脱や米国大統領選挙で市場が動揺した2016年に取引高が一時落ち込んだものの、それ以外の年は増加し続け、

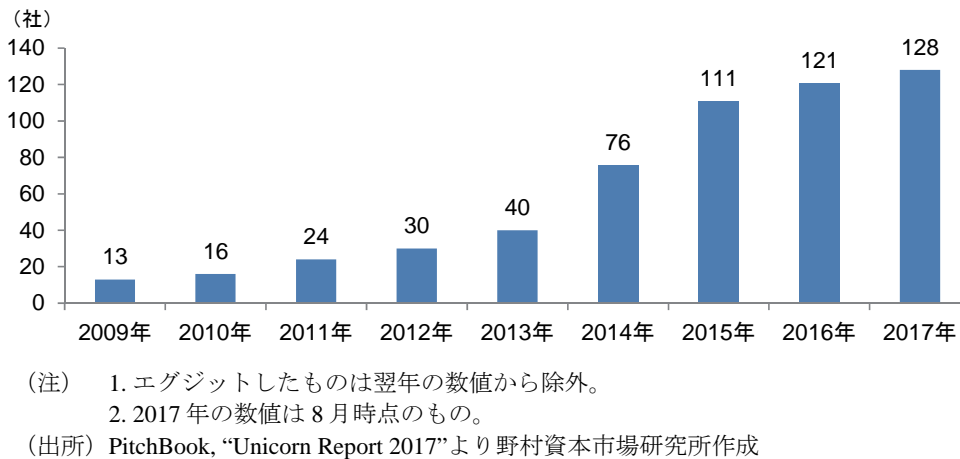
¹⁹ 前掲脚注6参照。

²⁰ “Trading places - Psst! Wanna buy some unicorn shares?” *The Economist*, Jul 28, 2016.

図表 5 セカンドマーケットとナスダック・プライベート・マーケット（NPM）の取引高の推移



図表 6 米国のユニコーン企業数の推移



2017年には取引高が過去最高を記録している（図表5）²¹。この成長の背景には、ユニコーンと呼ばれる企業価値1億ドル以上の未公開企業の数が増加し、未公開株式への関心と投資需要が高まったことがあると考えられる（図表6）²²。

2. シェアーズポスト

シェアーズポストは2009年に設立された未公開株式の売買マッチング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

²¹ シェアーズポストは2011年から2015年の間に20億ドル以上の取引量があったことを公表しているが、その他の詳細は明らかにしていない。SharesPost, “SharesPost Sells Interest In NASDAQ Private Market,” Oct 22, 2015.

²² EquityZen, “Secondary Markets Are Deeper Than Ever,” Feb 19, 2015.

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²³。

現在の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²⁴。

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、成長が見込まれる未公開企業に投資するファンド (SharesPost 100 Fund) の運用や、未公開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、未公開株式の売買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。

3. 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、成長が見込まれる未公開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²⁵。2015年10月に、ナスダックが未公開株式売買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²⁶。なお、NPMはブローカー・ディー

²³ SEC, "SEC Announces Charges from Investigation of Secondary Market Trading of Private Company Shares," Mar 14, 2012.

²⁴ 前掲脚注6参照。

²⁵ NASDAQ, "NASDAQ OMX and SharesPost to Form Private Market," Mar 6, 2013.

²⁶ NASDAQ, "NASDAQ Private Market Acquires SecondMarket," Oct 22, 2015.

ラー及びATSとして登録されている。

NPMの特徴は、未公開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、発行体が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²⁷。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²⁸。

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、未公開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、「未公開企業に対し、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²⁹。シェアーズポストが未公開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、未公開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。

IV 日本における未公開株式取引

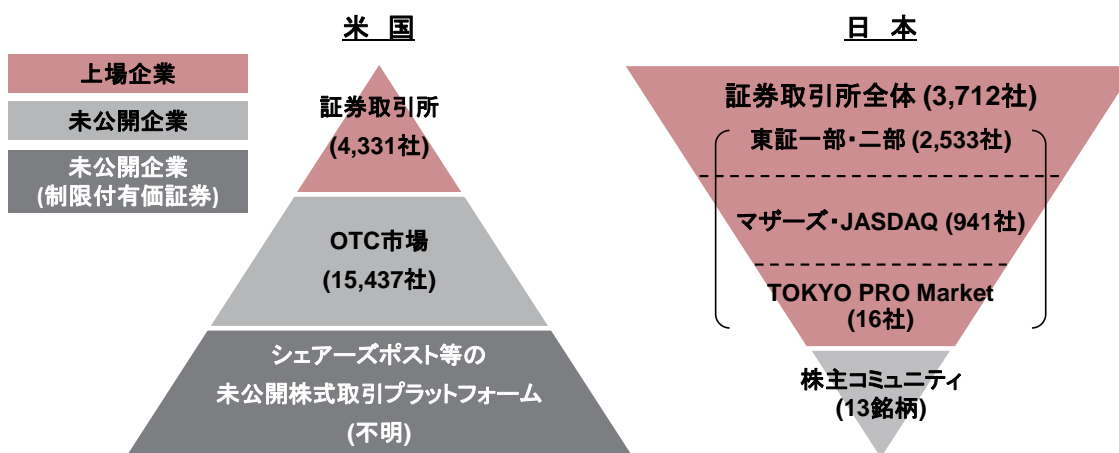
米国では、証券取引所の運営する上場市場、未公開株式の取引の場として歴史があるOTC市場、そしてそのさらに外側で、登録免除条件の利用も可能なシェアーズポスト等の取引プラットフォームが補完する構造となっている。米国では新興成長企業や中小企業が、自社の成長ステージや、資本市場との関り方に応じ、多様で多層的な株式取引の「場」を選択し、資金調達の円滑な実施や自社株への流動性の付与を行うことができる。

²⁷ NASDAQ Private Market, “Secondary Market 2017 Retrospective,” Jan 30, 2018.

²⁸ NASDAQ Private Market, “Best Practice for Running a Private Tender Offer,” May 13, 2016.

²⁹ NASDAQ, “NASDAQ Private Market Launches New Marketplace for Private Companies,” Mar 5, 2014.

図表 7 日米の株式流通制度の比較



- (注) 1. 各数値は 2016 年末時点の上場（または取扱い）企業数。
 2. 日本の証券取引所全体の数値には札幌証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所を含む。
 3. OTC 市場の一部（OTC ピンクシート）では制限付有価証券も扱っている。
 4. 株主コミュニティは、複数の証券会社が同じ企業のコミュニティを組成しているケースがあるため、社ではなく銘柄単位で表記した。また株主コミュニティでは譲渡制限付株式も扱える。
 5. 2018 年 3 月末で廃止が決定しているグリーンシート制度は図中から省略した。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

すなわち、情報開示や内部統制といった規制コストを負担して株式市場で広く公開するか、流通範囲は限定的とするが規制コストを軽減するかといった選択肢が発行体企業に用意されている。このように発達した資本市場が新興成長企業の創出と成長を促し、経済の活性化や高度化につながっているといえる。

現在の日本では、グリーンシート銘柄制度や株主コミュニティ制度という未公開株式の流通制度が存在するが、前者は 2018 年 3 月末の廃止が決定しており、後者はこれから利用拡大が期待されている段階である。また、特定投資家に制限して発行体の情報開示負担を軽減するプロ向け市場として、TOKYO PRO Market もあるが、個人が特定投資家となるには、3 億円以上の純資産・投資性金融資産の保有が必要であり、米国の自衛力認定投資家よりも厳しい条件となっている。結果として、日本の流通制度は上場市場に偏った構造になっている（図表 7）。

一方で、近年、日本のエンジェル投資家の投資額は増加傾向にあり、年間数百億円規模に達するとも言われている³⁰。今後、未公開株式がエンジェル投資家や新興成長企業の従業員等の間で保有される状況が拡大すれば、流通制度に対するニーズも増加すると考えられ、日本においてもシェアーズポストや NPM のような存在が注目される可能性がある。米国の厚みのある資本市場に着目し、日本の資本市場の発展に向けて議論、検討することは重要であろう。

³⁰ 日経産業新聞「駆けるエンジェル投資家 30～40代が主役」（2017年2月27日及び28日付）。