



RIETI Policy Discussion Paper Series 20-P-022

JOBS Actsによる米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本

田所 創
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<https://www.rieti.go.jp/jp/>

JOBS Acts による米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本¹

田所 創（経済産業研究所）

要 旨

本稿では、米国の 2012 年の JOB Act の制定とその後の拡充（JOBS Acts）による一連の資本市場改革を概観し、米国と日本の株式資本市場の構造と関連する法制度を比較対照する。

問題意識は、日本の株式資本市場は、中堅・中小企業・スタートアップが資本を調達する手段として十分に機能しているのかという点にある。背景には、日本の企業が未上場のときに私募等により資本を集めて、エクイティ・ファイナンスに基づきリスクのある事業に大胆に投資し成長することが、かなり困難な状況にあることへの危機感がある。

株式資本市場の実態をみると、米国の多層的・分散的な構造に対して、日本では、東京証券取引所一極集中構造であり、未上場株式の店頭市場などのプライベート・マーケットは、極小規模な制度を除き、ほぼ存在しない。

米国では、13 の証券取引所を頂上に、OTC（店頭）市場、州内市場と広がり、パブリック（公募・上場）とプライベート（私募・未上場）、プライマリー（発行）とセカンダリー（流通）の 2×2 の 4 種類の市場が発展し、企業の成長段階に応じた資本調達を可能にしている。JOBS Acts で、これらをさらに改善し・拡充している。

証券法制の比較対照の結果は、日本独自の市場構造の要因が、1) 証券取引所並みの開示義務を免除される範囲の狭さと、2) その範囲での簡易な開示義務を伴う小規模公募（ミニ IPO）・私募等の制度（プライベート・ストック・オファリング）の未整備にあることを示す。さらに、3) 未上場株式への投資ができる適格機関投資家の範囲が狭い、4) 証券会社が未上場株式の投資勧誘を禁止されている等の状況もある。

キーワード：未上場株式、私募、公募、IPO、資本市場、JOBS Act、プライベート・マーケット
JEL Classification：G10, G32, E22

RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパーは、RIETI の研究に関連して作成され、政策をめぐる議論にタイムリーに貢献することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

¹本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）における研究成果の一部である。本稿の分析に当たっては、本稿の原案に対して、経済産業研究所の矢野誠理事長、森川正之所長、安藤晴彦理事、小西葉子上席研究員、井上誠一郎上席研究員（当時）、経済産業研究所ポリシー・ディスカッション・ペーパー検討会参加の方々から多くの有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。

JOBS Acts による米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本

目次

1	はじめに	1
1-1	JOBS Acts	1
1-2	本稿の構成	3
1-3	問題意識—プライベート・マーケットが未発達なため上場するまで資本調達ができない日本の中堅・中小企業—	7
1-4	株式資本市場の法制度の概要	12
2	JOBS Acts と米国資本市場改革の目指すところ	21
	第2章の要約	21
2-1	米国株式資本市場の規模とパフォーマンス—世界最大・最高の米国市場と日本市場—	26
2-2	資本市場が果たすべき機能と米国資本市場改革の狙い	31
2-3	米国株式資本市場改革のアジェンダ	37
3	米国と日本の株式資本市場の概要	43
	第3章の要約	43
3-1	データでみる米国と日本の市場構造の違い	51
3-2	米国の株式資本市場とプレーヤー	61
3-3	日本の株式資本市場とプレーヤー	70
3-4	米国と日本の証券業	76
3-5	多層的・多極分散的構造の米国市場と東京証券取引所一極集中構造の日本市場	80
4	米国と日本の株式資本市場の法制度の比較—日本に株式のプライベート・マーケットが発達していない要因—	85
	第4章の要約(米国と日本の法制度の相違点)	86
4-1	上場コストの低減による IPO の促進	92
4-2	未上場株式の発行による資本形成の促進—小規模公募、私募—	101
4-3	未上場株式の流通の促進—私募転売—	116
4-4	未上場株式の店頭市場の形成—未上場株式マーケットプレイス—	132
4-5	クラウド・ファンディング	147
4-6	ファンドからの投資による資本形成の促進	154
5	おわりに—周回遅れの意味するところ—	158
	参考文献	162

JOBS Acts による米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本

1 はじめに¹

本稿では、米国における 2012 年の JOBS Act の制定とその後の拡充(JOBS Acts)による一連の資本市場改革を概観し、この改革の対象領域に焦点を当てて、米国と日本の株式資本市場の実態と構造及び関連する法制度を比較対照する。結果、世界最高水準と言われる米国の株式資本市場と比べた日本市場の独自の構造と、その要因と考えられる法制度の現状が明らかになる。²

本稿は、米国と日本の株式資本市場について、その概要と証券法制等を JOBS Acts の改革項目に絞って比較することで、それぞれを効率的に理解することも目的としている。このため、詳しく記述しているところも多いので、各章の冒頭にその章の要約を記載している(本章では第 1 節及び第 2 節が章の要約の代わりになる)。

1 – 1 JOBS Acts

米国では、2017 年から、JOBS Act の二度目のバージョンアップ (JOBS Act 3.0) が進められていた。

JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act) は、2012 年 4 月 5 日にオバマ大統領(当時)が署名して成立した。民主党、共和党の両党のほぼ全議員の賛成を得ている³。

日本では、ベンチャー関係者を中心に、株式投資型クラウド・ファンディングを導入してスタートアップ⁴を支援する法律として知られている。JOBS という略語からアップルの

1 本論は、独立行政法人経済産業研究所(RIETI)における研究の成果の一部である。本稿の分析に当たっては、本稿の原案に対して、経済産業研究所の矢野誠理事長、森川正之所長、安藤晴彦理事、小西葉子上席研究員、井上誠一郎上席研究員(当時)、経済産業研究所ポリシー・ディスカッション・ペーパー検討会参加の方々から多くの有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。

2 本稿の問題意識や記述には、筆者の独立法人中小企業基盤整備機構理事(ファンド事業務担当・CIO (Chief Investment Officer))としての経験がある。また、法律的課題については、笠原総合法律事務所の笠原慎一弁護士のご意見も参考にさせて頂いた。いずれにしろ、記載内容についての責任は全て筆者にある。

3 The White House, “Remarks by the President at JOBS Act Bill Signing”, For Immediate Release, April 05, 2012, (The white house, 2012).

4 スタートアップ(start-up(s))とは、創業後、エンジェル投資家やベンチャー・キャピタルから資本(エクイティ)を調達して急成長し、IPO、M&A 等で投資の出口(Exit)に達するハイテク系の又は革新的なビジネスモデルの企業を呼ぶ。創業後の期間の短いアーリー・ステージの小規模企業を呼ぶときにも使われる。

創始者を連想した方もいる。

米国では、JOBS Act は、資本市場(capital market)、特に、株式の資本市場(equity market)を幅広く改革するものと理解されている。JOBS Act では、まず、SOX 法⁵やドッド・フランク法⁶による内部統制監査や役員報酬の開示(disclosure)など、投資家保護の観点から強化された規制が対象となり、新興成長企業向けの規制緩和が実施された。これらは一連の改革の手始めであって、その狙いは、投資家保護と両立させつつ、資本市場に参加する企業と投資家の裾野を広げて、その資金調達機能をさらに高めて、企業の資本形成(capital formation)を進め、投資を促進し、企業の成長と雇用を生み出すことにある⁷。

2012 年成立の JOBS Act (以下「JOBS Act 1.0」と呼ぶ)、2015 年の JOBS Act 2.0、そして 2017 年からの JOBS Act 3.0 と続く一連の法令の制定・改正の動き(以下「JOBS Acts」と呼ぶ)は、淵田(2013)⁸によると、米国の資本市場政策の歴史のなかで、中小企業の「資本形成促進を目的に重要な政策転換が行われた時期」としては、経済低迷が深刻化した 1970 年代後半から 1980 年代初頭と 1990 年代初頭に続く、3 度目の大改革と言われている。2012 年からの今回の改革の一連のアジェンダをみると、インターネットが十分に普及し、取引と規制の電子化(electronification)が進み、市場取引が極めて高速化し、さらなる技術革新が予想される次の時代の資本市場のあり方を強く意識した改革と理解することもできる⁹。

JOBS Act 3.0 (JOBS and Investor Confidence Act of 2018)は、JOBS Act 1.0、2.0 で進められた改革を超党派でさらに進めるものである。トランプ政権で進めようとしている金融規制改革の重要事項が盛り込まれている。JOBS Act 3.0 は、2018 年 7 月 17 日に連邦議会の下院をほぼ全会一致の 406 対 4 で通過したが¹⁰、上院での審議が進まずに一旦廃案となり、2019 年 2 月に上院委員会の公聴会の対象になるなど再提出の機運が高まったものの、今日現在、審議入りしていない¹¹。

5 正式名称は Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002、略称は Sarbanes-Oxley Act。2002 年 7 月 30 日にジョージ・ブッシュ大統領が法案に署名して成立した。上場企業に対して、財務データの開示義務が強化され、また、内部統制監査の実施等の規制が課せられた。

6 正式名称は Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act という。略称は Dodd-Frank Act。2010 年 7 月 21 日にバラク・オバマ大統領が法案に署名して成立した。ヘッジ・ファンド等に対する投資顧問業の登録強化、上場企業に対する監査法人の交代制等の規制強化が実施された。

7 Eva Su, and Gary Shorter, “JOBS and Investor Confidence Act (House-Amended S. 488): Capital Markets Provisions, update September 7, 2018”, CRS Report, (Congressional Research Service, 2018).

8 淵田康之「リスクマネーの供給と消費者保護」『野村資本クォーターリー2013 秋号』p.90 (野村資本市場研究所、2013)。

9 Steven T. Munchin, and Crag S. Phillips, “A Financial System, That Creates Economic Opportunities – Capital Markets Report to President Donald J. Trump”, p.51, (U.S. Department of the Treasury, 2017).

10 Jeb Hensarling, chairman of House Financial Services Committee, “To Restore US Competitiveness, Pass the JOBS Act 3.0”, Wall Street Journal, July 15, 2018, (Dow Jones & Company Inc., 2018).

11 2019 年 2 月に上院の Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs が JOBS Act 3.0 を含む複数の

現状、JOBS Act 3.0 の成立を待たずに、この法案に盛り込まれていた改革が選択的に進められている。まず、米国証券取引委員会(Securities and Exchange Commission：SEC)は、JOBS Act 1.0 で新興成長企業(emerging growth companies：EGC)¹²に対して認められた、テスト・ザ・ウォーターズ(test-the-waters)と呼ばれる株式公募(public offering：PO)の登録届出日前後の需要調査活動をすべての企業に認めるため、2019 年 12 月 3 日にルール 163B を施行した¹³。

また、プライベート・マーケットで私募に応じて未上場株式への投資が許される適格投資家(qualified investors)の範囲(個人投資家では、資産 100 万ドル(1 億 1,000 万円)超又は年収 20 万ドル(2,200 万円)超など¹⁴)の拡充についても、2019 年末に、SEC が見直し案をパブリックコメントにかけたところである¹⁵。

さらに、2020 年 3 月には、SEC は、米国の上場企業では比較的小規模な時価総額が 7,500 万ドル未満、年間総収入が 1 億ドル未満の会社については、SOX 法の内部統制報告書の外部監査を免除するため 1934 年米国証券取引所法のルール 12-b の改正を行った¹⁶。

1－2 本稿の構成

1－2－1 議論の対象：株式資本市場と中堅・中小企業、スタートアップ

資本市場(capital market)とは、広義には、直接金融市場と同じ意味であり、資本及び長期貸付金、社債その他の融資を企業が投資家から直接調達する市場をいう。狭義の資本市場は、「企業が出資者に返済する必要がなく、そのためリスクのある事業活動に用いることができる資金(資本性の資金：equity)」を投資家から直接調達する場をいう¹⁷。

資本形成とコーポレートガバナンスに関連する法案のヒアリングを開いた。United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, “Legislative Proposals on Capital Formation and Corporate Governance”, Full Committee Hearing February 28, 2019, (United States Senate, 2019).

12 新興成長企業(Emerging Growth Companies: EGC)とは、JOBS Act の規制緩和の対象企業で、年間総収入 10.7 億ドル(1 ドル 110 円換算で 1,177 億円)未満の企業である。定義の詳細は第 4 章第 1 節参照。

13 SEC, “SEC Adopts New Rule to Allow All Issuers to ‘Test-the-Waters’”, FOR IMMEDIATE RELEASE. Sept. 26, 2019”, (SEC, 2019). テスト・ザ・ウォーターズについては第 4 章第 1 節第 1 項で説明する。

14 以下、本稿では、1 ドル＝110 円で換算している。

15 SEC, “SEC Proposes to Update Accredited Investor Definition to Increase Access to Investments”, Press release, Dec. 18, 2019”. 適格投資家については第 4 章第 2 節第 3 項で説明する。

16 SEC, “SEC Adopts Amendments to Reduce Unnecessary Burdens on Smaller Issuers by More Appropriately Tailoring the Accelerated and Large Accelerated Filer Definitions”, FOR IMMEDIATE RELEASE, March 12, 2020”, (SEC, 2020).

17 黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣、2016)、p.5 から抜粋。一方、長期貸付金、社債などの「出資者に返済しなければならず、そのため中核的な活動に用いることの難しい負債性の資金」を直接調達する場は、

本稿では、資本市場のうち、この狭義の資本市場である株式¹⁸の資本市場(株式市場又は**株式資本市場**¹⁹(stock market, or equity market))について、JOBS Acts で改革が進められている領域に焦点を当て、米国と日本の市場構造と法制度を比較対照し、時代の先頭を走る世界最高水準のマーケットと言われる米国市場と比べた日本の株式資本市場の現状と問題点を把握する。

本稿の問題意識は、日本の株式資本市場が、中堅・中小企業・スタートアップの資本調達的手段として十分に機能しているのかということにある。結論を一部先取りすると、日本では、株式のプライベート・マーケットが機能するどころか、未発達で、ほとんど存在しない。このため、日本の中堅・中小企業・スタートアップは、株式資本市場のうちのパブリック・マーケット(証券取引所など)に上場する前に、プライベート・マーケットで未上場株式を発行して資本を調達することが(ファンドからの投資を得られた一部のスタートアップを除き)、ほとんどできない。したがって、日本では、企業がエクイティ・ファイナンスに基づき、資本を調達し・拡大して(資本形成)、リスクのある事業に大胆に投資して成長することが、かなり困難な状況にある。本稿の問題意識の底には、この日本独自の状況への強い危機感がある。

株式資本市場は、未上場企業の株式を扱うプライベート・マーケットと、IPO 後の上場企業の株式を扱うパブリック・マーケットに分かれる。それぞれ機能的に、株式会社が発行した株式を投資家に販売して資本を調達するプライマリー・マーケット(発行市場)と、株式が投資家相互で転売され、価格が形成され流通するセカンダリー・マーケット(流通市場)の双方が機能しないと発展しない。

株式会社は、リスクの高い事業に取り組む事業家が、有限責任のもと、他の投資家に転売・換金可能な証券(株式)を発行して、多額の資金を返還不要の資本として集め、これを投資して、利潤から配当を支払う仕組みである。

資本形成は、中小企業が大企業に成長するための基本的な方法である。次章以降の両国の株式資本市場の実態の検証結果を一部概括すると、米国では、プライベートとパブリックのマーケット、プライマリーとセカンダリーのマーケットそれぞれが発展し、企業の成長段階に応じた株式資本市場からの資本調達を可能にしている。米国の企業は、未上場のままで、店頭市場等のプライベートのプライマリー・マーケットで、私募、小規模公募な

本稿の議論の直接の対象には入らない。

18 株式(stock or equity)とは、株式会社における社員の地位(株主)である持ち分をいう。米国証券取引法は、第2条(a)(1)で、証券(securities)を、約束手形(note)、株式(stock)、債券(bond)、投資契約(investment contract)等を幅広く列挙して定義している。日本の金商法2条第1項では、有価証券を列挙するなかに、第9号で「株券又は新株予約券証券」とある。

19 日本では、株式市場というと、証券取引所がイメージされやすいこともあり、株式資本市場という言葉を使う。資本市場を債権資本市場と株式資本市場に区分するときなどに用いられている用語である。

どのプライベート・ストック・オフリング(PSO)の制度で、資本を調達し続け、急成長し、又は段階的・長期的に成長する。これに投資した株主は、私募転売(本稿では PSR と呼ぶことがある)の仕組みにより、未上場株式をセカンダリー・マーケットで転売することができる。

一方、日本では、未上場株式の店頭市場などのプライベート・マーケットがほぼ存在しない状況にある。ファンドから資金を調達できた一部のスタートアップ等を除く中堅・中小企業は、創業、成長、事業拡張、新規投資等のため、基本的には、資金調達手段として銀行ローン等を活用することになる。このため、日本の中堅・中小企業は、多くが、調達した直後から返済が始まるローン中心の資金調達と、それに縛られた慎重な投資判断に慣れていて、エクイティ・ファイナンスの考え方に基づく、長期的な事業計画の策定、事業性の評価と経営判断及び資本(equity)を調達・活用した大胆な投資行動ができなくなっているおそれがある。

1-2-2 各章の内容

歴史的に、日本の旧証券取引法(金融商品取引法の前身)は、米国の 1933 年米国証券取引法及び 1934 年米国証券取引所法 の二つの連邦法を参考に制定されており、その後、独自の発展をしたことによる相違も大きいが、両者の大枠は似かよっている。よって、公募、私募、開示義務など、証券法制の基本的な概念は、概ね共通している。²⁰

本稿は、このように共通な枠組みを持つ米国と日本の株式資本市場について、その実態・構造や法制度を、両者を比較しながら、政策的議論に資する範囲で効率的に理解することも目的としている。このため、米国の法制をベースとしつつ、訳語については、できる限り通常使われる平易な表現を使う。相違があるときは、その都度、双方の用語を記載する。

本稿は、当然ながら、法律の解説自体を目的としておらず、個別具体の法律問題を解決するための参考となる性格のものではない。

また、本稿は、政策的議論に資する目的から、テクニカルなことを詳しく記述しているところも多い。

そのため、第 1 章第 1 節 JOB Acts と第 2 節本稿の構成は、第 1 章の要約を兼ね、第 1 章第 4 節に基本概念・用語の定義を記述するとともに、第 2 章から第 4 章までには、それぞれ冒頭にその章の要約を設けている。

第 2 章では、まず、圧倒的な規模とパフォーマンスを誇る米国の株式資本市場の現状と

20 Alan L. Beler, Tsunemasa Terai, Richard M. Levine, "LOOKS CAN BE DECEIVING—A COMPARISON OF INITIAL PUBLIC OFFERING PROCEDURES UNDER JAPANESE AND U.S. SECURITIES LAWS", Law and Contemporary Problems vol.55: No.4, Autumn 1992, (Duke University school of Law, 1992), p.77-78 .

その特徴を、日本と比較しながら概観し、そのなかで、なお、JOBS Acts でどのような改革を進めているのか、米国の資本市場改革の狙いと方向性を理解する。改革の中心は、投資家保護を損なうことなく、米国の成長企業やスタートアップが、成長の節目ごとに、市場から資本を調達し、資本形成(capital formation)を実現することにある。第2章では、これを軸とした JOBS Acts の一連の法制定・改正における論点項目を把握する。

第3章では、JOBS Acts の改革の対象となっている領域を中心に、米国市場の実態と構成を各種データと市場参加者の構成等で把握し、日本のそれと比較する。その結果、日本の株式資本市場の構造の特殊な現状が明らかになる。取引実態が東京証券取引所に集中し、未上場株式の店頭市場などのプライベート・マーケットが極一部しか存在しないという、独自の構造が示される。

第4章では、米国の証券法制を日本の証券法制と比較対照する。この結果、日本の株式資本市場にプライベート・マーケットが発達していない要因が、未上場株式の取引の厳しい規制にあることが明らかになる。この検証においては、証券法制は膨大な法体系であり、効率化のため比較対象を JOBS Acts での改革・改正項目の関連領域に絞る。また、概ね共通の枠組みのなかで、米国と日本とで大きく異なり、日本の市場構造に強く影響を与えていると考えられる点を単純に並べて対照することまでとし、立法事実や法律の効果・影響、規制水準の妥当性等の分析までは立ち入らない。

第5章では、本稿のタイトルの「周回遅れ」の意味するところを記載して全体の結びとする。

1-3 問題意識—プライベート・マーケットが未発達なため上場するまで 資本調達ができない日本の中堅・中小企業—

1-3-1 株式資本市場の機能と株式会社

(1) 株式資本市場の機能と分類

本稿の問題意識を詳述する前に、株式資本市場が求められる機能を整理する。本稿では、**株式資本市場**を、広く株式を取引する場や状況という意味で用いている。この意味での株式資本市場は、前節で簡単に述べたが、制度的、機能的に以下の2×2の4つに分類される。

(i) プライマリー・マーケットとセカンダリー・マーケット

株式資本市場は、機能的には、株式会社が発行した株式を投資家に販売する**プライマリー・マーケット(発行市場)**と、投資家が自分の保有する株式を他の投資家に売却するなど、投資家相互が株式を取引する**セカンダリー・マーケット(流通市場)**に分けられる。

株式のプライマリー・マーケット(発行市場)は、企業が資本を調達する場であるとともに、投資家が新しい事業に株主として資金面から参画する場である。セカンダリー・マーケットは、投資家の資金回収の場であり、個人の資産形成の場である。²¹

セカンダリー・マーケットが株式の換金場として機能することで、投資家のリスクが低減されて、プライマリー・マーケットでの株式の発行・販売が促進される。また、セカンダリー・マーケットによる需給の調整と価格形成がプライマリー・マーケットの価格決定に影響する。このように、双方が互いの市場の効率を高めあう関係にある。

(ii) パブリック・マーケットとプライベート・マーケット

株式資本市場は、制度的、実態的には、IPO 以後の証券取引所に上場された株式(上場株式)を扱う証券取引所や証券会社の店頭市場等である**パブリック・マーケット**と、IPO 前の未上場株式を扱う証券会社の店頭市場や発行会社と投資家、投資家間の相対取引である**プライベート・マーケット**とに分けられる。この区別は、概念的には、株式を発行する会社又は当該株式を所有する株主が、株式の購入の勧誘を、一般の又は不特定多数の投資家に対して行う場という意味での**パブリック・マーケット(公募市場)**と、特定の又は少数の投資家に対して行う場である**プライベート・マーケット(私募市場)**となる。以下、本稿では、特に断りのない限り、これらを前者の意味で用いる²²。

21 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、2004)、p.12-13。

22 これらの区別は、現実の場面で具体的に諸制度を分類するときには、分類の目的、制度の詳細や運営実

概して、プライベート・マーケットは企業を育成・成長させる機能、パブリック・マーケットは企業が成長を加速してグローバル企業になるまでの資金調達機能と、国際的な資金配分機能及び資金運用機能を果たしている。近年、米国におけるユニコーン企業による大型 IPO の増加などが契機となって、プライベート・マーケットにおける企業の十分な資本形成が、IPO 後の企業の成長とパブリック・マーケットのパフォーマンスの向上に寄与し、これが前者における投資をより活発にするといった、両者の相乗効果についての関心も高まっている。

(2) 株式資本市場と株式会社

株式会社の概念を、以上の株式資本市場の分類・機能との関連で再確認すれば、**株式会社**とは、リスクの高い事業に取り組む事業家が、有限責任のもと転売・換金可能な証券を、集まった資金は払戻しが禁止され、永続活用可能なもの(資本)にする前提で、多数の投資家に販売して多額の資金を集め(プライマリー・マーケット)、これを投資して事業を興し、利潤から配当を支払う仕組みである。このためには、株式を流通させる市場(セカンダリー・マーケット)を設けて、投資家に株式を換金する機会を提供し、投資家のリスクを低減し、キャピタルゲインなど株式投資のメリットを高めることが必要不可欠となる。このように、株主有限責任の原則、株式の自由譲渡性、資本維持の原則など、株式会社制度の基本に基づき²³、プライマリーとセカンダリーの株式資本市場は構築されている。したがって、株式資本市場がバランスよく十分に発展してこそ株式会社という資本主義の基本的な仕組みを最大限活かすことができると考えられる。

1-3-2 プライベート・マーケットから資本を獲得できない日本の中堅・中小企業、ファンド資金待みのスタートアップ

本稿の問題意識は、中堅・中小企業、スタートアップが、資本(equity)を調達して、投資し、生産性を高め、成長する手段として、日本の株式資本市場が十分に機能しているのかという点にある。

検証の結果は、プライベート・マーケットという主要な部分が、機能するどころか、未発達で、ほとんど存在していないということであった。

米国では、プライベートとパブリック、プライマリーとセカンダリーのマーケットそれぞれが発展し、企業の成長段階に応じた株式資本市場からの資本調達を可能にしている。米国では、創業時には、自己資金と友人、家族・親族の資金(friends & family round)から

態とその評価に依存する。公募と私募の区分や、証券取引所と店頭市場の区分は、法制度的に設けられており、小規模公募やルール 144 など、未上場株式であるが公募されている状況も制度的には起こるなど、相対的で重なり合うところがある。

23 前田庸『会社法入門 第13版』(有斐閣、2018) p.18、p.22、p.149。

スタートし、エンジェル投資を受け、店頭市場等のプライベートのプライマリー・マーケットで、後述する株式の私募や小規模公募(ミニ IPO)²⁴等の仕組み(プライベート・ストック・オファリング(private stock offering：PSO))などを活用して資本を調達して、急成長するか、又は段階的・長期的に成長する。その後は、PSO を続けてプライベート・カンパニーのままで成長し続けるか(Private to Private)、十分に成長してから IPO を実現し、さらに資本を調達して巨大企業を目指すといった資本形成の階段が存在する。

この間、投資家は、後述する私募転売(PSR)の仕組みを活用し、未上場株式をセカンダリー・マーケットで転売し、又は再購入することも可能である。このような資金の出し手も、VC ファンド等やエンジェル投資家のみならず、機関投資家や事業会社、ミューチュアル・ファンドなどであり、これらが中堅・中小企業、スタートアップなどの私募や小規模公募に応じて投資し、また、セカンダリー・マーケットで転売しながら資金配分の最適化に貢献している。

JOBS Acts では、このような企業の成長段階に応じたエクイティ・ファイナンスをより拡充させるため、未上場株式のプライマリー・マーケット(発行市場)とセカンダリー・マーケット(流通市場)をさらに発展させようとしている。各成長段階の企業が株式を発行して資本を拡大するために資本市場を活用する機会(access to capital Market)を拡げ、小規模な企業が大企業になっていくために不可欠な資本形成(capital formation)が可能な環境を提供することが、JOBS Acts の主要なテーマとなっている。

一方、日本は、創業時は米国と同様に自己資金と友人、家族・親族から得た資金で事業を始め、その後、ファンドから資金を調達できた一部のスタートアップを除き、中堅・中小企業は、成長のため、基本的には、銀行ローン等を活用する。VC ファンドや政府系のファンド資金の出資の活用を検討し、又は少額の縁故増資を検討することもあるが、可能であれば、通常、銀行融資を選択する。経営者が彼の意図する新規事業の性格上、エクイティ・ファイナンスを選択すべきと考えて、ファンドからの出資を探す場合もあるが、テクノロジー系のスタートアップ中心の VC ファンド等からの資金を得るのは大変困難である。スタートアップの経営者も、まだ確度の高い売上げ予測に基づく事業計画が作れず、物的担保もないなかでは、銀行ローンの調達さえ困難であり、エンジェル投資家や VC ファンド資金を求めることに注力せざるを得ない。

このように、プライベート・マーケットが未発達な日本では、中堅・中小企業は、上場するまでは、株主から出資を仰いだ返済不要の貴重な成長資金である資本を、投資家・出資者を募って調達することが、基本的にはできない。よって、資本の活用が、経営判断の

24 小規模公募は、セーフ・ハーバー・ルールのレギュレーション A に基づく一定の軽減された開示義務の下での募集総額 5,000 万ドル以下の公募をいう。証券法第 5 条の株式公募のための厳格な開示義務は免除される。上場されずに、未上場株式のままで公募が行われるので、通常、プライベート・マーケットでの取引と理解されている。

なかでの資金調達を選択肢にない。

1-3-3 エクイティ・ファイナンスを経営に活用できない日本の中堅・中小企業

日本の中堅・中小企業は、エクイティ・ファイナンスを経営に活用できていない。これがどのような意味で問題か？

創業するとき、新たな事業を始めるとき、事業を拡大するときのファイナンス(資金手当ての手法)の選択肢としては、資本性の高い資金を集めるエクイティ・ファイナンスと、融資を集めるデッド・ファイナンスがある。企業経営の立場からは、早期の黒字化は困難であるが、大きな成長性を有する事業は、エクイティ・ファイナンスで資金調達するべきである。創業する場合、事業を創起する場合、大規模な事業を行う場合などではエクイティ・ファイナンスを選択する。資本を集める仕組みがあって、事業の魅力や収益見込みが高ければ、その限りで多くの資金が集まる。

デッドの場合は、融資額が、例えば、既存事業のフリー・キャッシュフロー、新事業の確度の高い利益、物的担保の範囲などに限定されて、調達後、早くて翌月から返済が始まる。

資本形成は中小企業が大企業に成長するための基本的な方法である。日本の中堅・中小企業の多くは、資金を調達した直後から返済が始まるローン中心の資金調達と、これを前提とした投資や事業運営に慣れてしまい、資本を調達して長期的な事業計画、事業性評価と経営判断に基づき大胆に投資することができなくなっている。ローンに偏った資金調達環境のなか、我が国の成長企業は、米国の企業と比べて、長期的でリスクを伴うビジネスモデルを考案し、これを実現するための資金計画・事業計画を策定し、これ実行するなどの経験値が低下し、学習機会も失っているおそれがある。

繰り返しになるが、株式による資本の調達は、有限責任、返済不要、無担保であるとともに、株式は流通して株主は変わり、株主の経営関与がある。「株式会社は、株式を幅広く発行して広く資金を集め、資金を必要とする事業者と、お金を持っている多数の資産家を結びつける仕組みである」とともに「株式を証券化して流通させる仕組み」であり、それによって「出資者は必要ならば、株式を売却してお金を回収でき」、企業経営者は「事業資金が引き上げられることなく資本として永続的に利用できる」²⁵。

株式会社という仕組みのメリットは、このような性格を持つ資本という資金を活用できること、株式会社への投資が株式として流通する市場性を持つことにある。このため、リスクが多数の投資家に分散されるので、魅力のある事業には、多くの投資家が投資して多額の資金が集まり、会社(経営者)は、経営責任のみを負って、リスクのある事業に大胆に投資することができる。

25 鈴木良隆「日本における株式会社制度の導入と「信用」の根拠—結社の原理を巡って—」(研究年報経済学、2017)、p.1 から抜粋。

しかしながら、未上場株式が十分に取引できず、未上場株式のマーケットがほとんど存在しない日本においては、企業経営者の多くが、他国の企業経営者と比べて、この株式会社という資本主義の基本的な仕組みのメリットを活かせていないのではないか、このような問題意識も抱えながら、以下の議論を進める。

なお、株式のプライベート・マーケットの存在が乏しいことによる中堅・中小企業のファイナンスへの影響については、以下のような関連の研究成果がある。

日本の上場企業と未上場企業の資金調達については、折原・磯部(2014)による、法人企業統計を用いて分析した実証研究がある。これによると、上場企業は資金調達のため非上場企業よりも株式発行を多く行っている。他方で、非上場企業は銀行の短期負債を用いて資金調達をすることが多く、また、企業間信用や、さらには、親会社・子会社間の資金の貸借などの内部資本市場も活用している。このことは、日本の非上場企業が、株式による資金調達のコストの高さを、内部資本市場など他の手段で代替していると解釈できるとの結論が示されている²⁶。これは、非上場企業には株式資本市場からの資本調達のニーズはあるが、それが容易にはできないので、他の手段を選択していることを示唆するものである。

細野・滝沢(2015)では、1995年度から2010年度までの日本企業のデータを用いて、非上場企業のIPO(新規株式公開)による資金調達の決定要因、及び資金調達後の企業行動・パフォーマンスを分析した。その結果、IPOをした企業は、非IPO企業に比べて、IPO後の設備投資比率、研究開発費比率、ROA、TFP、労働生産性、及び雇用を有意に増加させているが、財務面では、むしろ、負債比率を高めており、IPOが「外部資金制約を緩和し、その後の設備投資、研究開発、収益性及び生産性の向上に役立っていることを」ことを示している²⁷。これは、上場前の資本調達が不十分であったことを示すものとも考えられ、本稿が検証するプライベート・マーケットからの資本調達によるファイナンスが困難な日本の状況と整合的である。

26 折原正訓、磯部昌吾「上場企業と非上場企業の資本構成－法人企業統計を活用した分析－」(財務総合政策研究所、2014) p.3。

27 細野薫、滝沢美帆「未上場企業によるIPOの動機と上場後の企業パフォーマンス」『RIETI Discussion Paper Series』(経済産業研究所、2015)、p.17-18から抜粋。

1－4 株式資本市場の法制度の概要

JOB Act 1.0、2.0、3.0 を概観する前に、株式の取引を規制する意義、株式資本市場を構成する各主体や組織—発行会社、投資家、証券会社、証券取引所、店頭市場、自主規制機関や、株式資本市場を巡る米国と日本の法制度における共通する概念—募集、勧誘、公募、私募、開示義務、小規模公募、などを簡単に整理する²⁸。

米国では、1933 年米国証券取引法(以下「証券取引法」という)及び 1934 年米国証券取引所法(以下「取引所法」という)の二つの連邦法を中心に、証券法制が築かれている。SEC は、これらの連邦法に基づき、州際取引を規制する各種の規則、特に、セーフ・ハーバー・ルール(safe harbor rule)と呼ばれる、これを遵守していれば、SEC に連邦法の違反を問われたり、法を執行されたりすることはない事項を規定した規則を制定する。JOB Acts は、証券取引法、取引所法等の法律を改正するための法律である。議会が法律で SEC や証券取引所や証券業協会などの自主規制機関(Self-Regulatory Restriction Organization : SRO)に、新たな規則の制定・改正を命じたり、特定の規制の制定を禁止したり、特定分野の調査を命じたりすることもある。

日本では、2006 年に旧証券取引法と他の金融商品関係の法律を統合した金融商品取引法(以下「金商法」という)が証券法制の中心となる。

1－4－1 株式の取引規制の意義

株式の取引規制の主要な意義、目的、必要性は、識者の意見は多様であるが、概ね、以下の三つがあげられる²⁹。

一つ目は、販売圧力に対する投資家保護を規制の必要性とするものである。株式の取引では、販売圧力といわれる強い勧誘により、投資家が十分な情報がないままに投資判断をしてしまう状況が生じ易い。特に、多数の者を勧誘する場合、個々の投資家は、販売圧力に対して交渉力が弱まり、発行会社から投資判断に必要な十分な情報を得ることができない状況が生じる。このため、投資家が「情報に基づいた判断」(informed decision)をすることが可能にするような規制が求められる。

二つ目は、発行会社と投資家等の情報の非対称性を規制の必要性とする。会社の事業内容及び株式について詳しい情報を持つ発行会社と、その株式の購入の勧誘を受ける投資家

28 本稿では、米国の証券取引法、取引所法についての参考として、SEC の公開情報に加えて、Alan R. Palmiter, “Securities Regulation, seventh Edition”, (Wolters Kluwer, 2017)、黒沼(2004)、前掲書、山本雅道『アメリカ証券取引法入門第2版』(第一法規、2019)を用いている。

29 山本(2019)、前掲書、p.11-12、p.26、黒沼(2016)、前掲書、p.59-62、神田 秀樹、山下友信『金商法概説 第2版』(有斐閣、2017) p.7-9。

との間に情報の非対称性が生じる状況に対して、投資家を保護するため、発行会社に投資判断に必要な**会社情報の開示**(disclosure)を義務付ける。

三つ目は、逆選択と呼ばれる考え方である。株式の取引に情報の非対称性が存在することを前提に、資本市場は、強制的な会社情報の開示の仕組みがなければ、事業の質が低く、虚偽の情報を提供して、不当な価格の株式を発行する発行会社のための市場となる。資本市場が企業の資金調達機能と投資家の資産形成機能を果たすためには、発行企業への強制的な開示が必要であるとする。公正な競争条件を整備して、市場の健全な発達を促すことを主眼とした考え方である。

いずれにしろ、株式の市場・取引の規制には、投資者保護と市場の公正性が担保されて、企業が積極的に株式を発行し、投資家が株式に投資し、株式が投資家間で流通することで、企業が資本を調達する場として、投資家が資産を形成する場として、十分に機能するように市場を整備することが求められる³⁰。

1－4－2 株式資本市場の法制度の基本用語

(1) 株式資本市場の参加者－発行会社、投資家、証券会社－

株式資本市場に参加して取引する者としては、株式を発行する株式会社(以下「**発行会社**」という)³¹、投資家、証券会社がある。

投資家は、法人投資家と個人投資家に分かれる。制度的には、私募に応じて投資することが認められる適格投資家(金商法では適格機関投資家)とその他の投資家に分けて考えることが多い。本稿では、投資家のうち適格投資家以外の投資家を「一般の投資家」と呼ぶ。

証券会社(ブローカー・ディーラー(broker-dealer))は、株式の取引の媒介³²、取次ぎ及び代理(以下「仲介等」(brokerage)という)、証券取引所での顧客からの委託売買、発行株式の引受け(underwriting)、株式の自己売買・投資運用(dealing)等を行う。仲介業者(ブローカー(broker))、引受け業者(アンダーライター(underwriter))、投資運用業者(ディーラー(dealer))など業務ごとに区別して呼ばれることもある。

他に株式資本市場を構成する者としては、組織化された市場を運営する市場運営者(market operator)がいる。

30 金商法第1条(目的)では、同法の目的を「・・・等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資すること」と規定している。日本の金商法の目的は、黒岩(2016)、前掲書、p.12-21が詳しい。

31 発行会社は、米国証券取引法では第2条(a)(4)の“issuer”、日本の金商法では第2増第5項の「発行者」に当たる。

32 「媒介」は、商法543条の仲立営業と解されて、他人の売買が成立するように尽力することをいう。「取次」とは、自己の名をもって、委託者(投資家)の計算で売買を引き受けることをいう。

(2) 株式の募集、勧誘、公募と開示義務、私募と転売制限、制限付き株式、

株式の募集³³ (offering³⁴) とは、発行会社が発行した株式を売却して資本を集めるために、又は株主が保有する株式を販売するために、その株式を購入することを投資家に**勧誘** (solicitation) することをいう。

募集は、概念的には一般かつ多数の者を勧誘する**株式の公募**(public offering：PO)と特定又は少数の者を勧誘する**株式の私募**(private offering, or private placement) に分かれる。

発行会社が株式の公募をするときは、発行会社には、投資家保護のため、投資判断にとって重要な会社の情報について公表する義務(以下「**開示義務**」という)が課せられる³⁵。日本の金商法では、「有価証券の募集」は、新たに発行される株式の、よって、発行会社又はその依頼を受けた証券会社等が行う公募に限られて定義されている(金商法第2条第3項)。

発行会社が株式の私募をするときは、公募のような厳格な開示義務は免除される一方で、私募に応じて購入した株式は、**制限付き株式**(restricted stocks, or restricted securities)と呼ばれて、その後の転売先が原則として私募のときと同様の範囲に制限される等の**転売制限**が課せられる。また、米国では、セーフ・ハーバー・ルールのレギュレーションDで、私募を行う発行会社にフォームDによる会社概要と募集内容のSECへの提出・公衆縦覧など、会社情報の簡易な開示が求められる。さらに、発行会社に投資家への一定の会社情報の提供を義務付けることもある。

先述のとおり、この公募と私募の分類から、株式資本市場も、概念的にパブリック・マーケット(公募市場)とプライベート・マーケット(私募市場)に分かれる。

33 日本の会社法は、第199条で新株の発行と自己株式の処分を併せて「募集株式の発行等」として規定している。この方法・手続きには、株主割当と第三者割当の二つがあり、第三者割当てには、特定の第三者に株式の割り当てを受ける権利を与える方法と、第三者を募集する方法がある。募集には、従業員、取引先等に限定して募集する縁故募集と、限定なく募集する公募(一般募集ともいう)に分けられる(前田庸『会社法入門第13版』(有斐閣、2018)、p.288-291)。

34 “Offering”は、通常は「申し込み」と訳されるが、米国証券取引法での意味は広く、「募集」と訳されている(山本(2019)、前掲書、p.60参照)。“public offering (PO)”は「募集」と訳すこともあるが、「公募」と訳されることが多い。初めてのPOをIPO(initial public offering)、その後のPOをFPO(Follow on public offering)とよび、FPOには、発行会社が株式を発行して行う場合と、発行会社又は発行会社の主要関係者(役員、親会社、大株主等)が持ち株(発行会社は自己株式)の売却(転売)のため行う場合がある。いずれも証券法第5条の厳格な開示義務を伴う。証券取引所での通常の株式の売却はみな開示義務を伴う公募である。発行会社の主要な関係者以外の株主による開示義務を伴わない株式の転売の公募は“Secondary Offering”と呼ばれている。証券取引所での通常の株式売却はみな公募である。

35 金商法では、発行会社の主要な関係者(役員、親会社、大株主等)による当該発行会社の株式の多数の者への勧誘は、「売出し」に該当して開示義務の対象となる(第2条第4項、金商法施行令第1条の7の3)。発行会社の自己株式の売却は、「取得勧誘類似行為」として、発行株式の公募と同様の規制を受ける(金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令第9条第1号)(黒沼(2016)p.53参照)。

(3) 適格(機関)投資家、洗練された投資家

適格投資家(日本では**適格機関投資家**)とは、概念的には、機関投資家、投資会社や富裕層などの一定レベルの投資の経験と能力のある投資家とされる。適格(機関)投資家を対象とする私募は、その数に制限なく、開示義務が課せられない。適格投資家以外の投資家(一般の投資家)については、米国では、そのうちの投資の利益とリスクを理解することができると認められる**洗練された投資家**35名以内を対象とする私募には開示義務が課せられない。日本では、50名未満の一般の投資家を対象とする私募には開示義務が課せられない。

(4) 発行開示義務とガン・ジャンピング規制、継続開示義務、インサイダー取引の禁止

株式公募のときの開示義務(**発行開示義務**)は、形式上、米国では発行して公募する株式の登録義務であり、**登録届出書**を提出する(filing a registration statement)義務となる(証券取引法第5条、以下「**株式の登録義務(開示義務)**」という)。日本では、発行した株式の「募集」又は「売出し」の届出義務であり、これらのときの有価証券届出書の提出義務となる(金商法第4条第1項、第5条第1項、以下「**株式の募集(売出し)の届出義務(開示義務)**」という)。有価証券届出書を提出した発行会社及び提出を受けた規制当局には、それぞれ、これを一定期間、公衆縦覧する義務がある(金商法第25条第1項)。

登録の効力は、登録届出書又は有価証券届出書(開示書類)の提出の日から一定期間後に(米国は20日、日本は15日後に)自動的に発効し、公募による勧誘・販売が許される。登録届出書又は有価証券届出書(開示書類)は、規制当局への提出の日(変更があった場合は変更の日)から5年間、インターネットで公衆縦覧される。

開示書類の提出を受け・公衆縦覧に供するために、SECでは**EDGAR**(Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval)というオンライン・データベースを整備して、多種多様なフォームで提出される会社情報等を誰でもいつでも入手できるように開放している。日本でも同様に、金融庁が電子開示システム(Electronic Disclosure for Investors' Network: **EDINET**)を設置して、提出された情報を広く一般に公開している。

さらに、発行開示義務が課せられることに伴い、発行会社及びその委託を受けて引受け等をする証券会社に対し、

- 1) 開示書類の提出の前、
- 2) 提出の日から届出の効力発生の日まで(待機期間)、及び
- 3) 効力発生・公募開始日後一定期間(効力発生後期間)

の各期間における勧誘活動の対象、提供する情報など、厳しく制限される。これを**ガン・ジャンピング (gun-jumping)規制**という。

株式を公募した発行会社は、投資家の投資判断にとって重要な会社の情報について記載した各種報告書を、年間、半年、4半期ごと定期的に開示することが義務付けられる(取引所法第12条及び第13条、金商法第24条第1項)。これを、**継続開示義務**という。発行開

示義務と継続開示義務を合わせて開示義務というが、株式の公募をして発行開示義務が課されると継続開示義務も課されるため、発行開示義務のことを単に開示義務と呼ぶことが多い。さらに、適時開示制度(タイムリー・ディスクロージャー)の負担が、米国では SEC のレギュレーション FD (Fair Disclosure)に基づき、日本では証券取引所の適時開示規則で追加される。

さらに、証券取引所等の流通段階では、上場株式の不正取引を禁止するため、相場操縦の禁止、インサイダー取引の禁止、損失補填の禁止などの規制がある。特に、**インサイダー取引の禁止**においては、上場会社の役員・職員等未公開の内部情報に接近できる会社関係者がこの情報を用いて売買することを禁止する。このため、米国では SEC がルール 10b-5 という米国証券法関連で最も有名な規則を定めている。

未上場株式の転売についても、会社の主な関係者等の転売について、引受け業者の行為とみなされるときは開示義務を課すなど一定の規制を設けている。

(5) 株式上場、IPO と公開会社、継続開示会社(報告会社)、株式公開

開示資料の作成など公募に必要な事務作業や、投資家の勧誘は、監査法人等各種の専門機関及び証券会社の力を借りないと大変困難であり、このためのコストも発行会社の負担となる。このように、公募することに伴う厳格な開示義務の履行に要する負担が大きいため³⁶、発行会社が株式の公募するときは、上場手数料等のコストを追加負担して証券取引所に上場することを選ぶ。このため、株式公募の届出の前に、証券取引所の上場審査を受けて、上場の承認を得ておくことになる。このように、公募は上場を伴うことになるので、**株式公募は、株式上場(listing)**とほぼ同義として使われている。会社として初めての公募を株式の新規公募(initial public offering: **IPO**)と呼ぶが、IPO も、初めての株式上場と理解されている。

株式公開とは、広義では、株式を市場で広く取引されるようにすることを意味する。「公開会社(企業)(public companies)」及び「非公開会社(企業)」又は「未公開会社(企業)」(private companies, privately held companies or closely held companies)は、広義では、株式が市場で取引される会社と、取引されていない会社を呼ぶ。よって、この意味での公開会社には、上場企業のみならず、店頭登録市場の登録企業、店頭取引で取り扱われる企業及び小規模公募・私募を行っている企業まで含めることができよう。

米国では、SEC の定義では、**公開会社(public companies)**とは、株式公募をして開示義務を課せられた会社、株主数及び資産額がそれぞれ一定の規模を超えたために継続開示義

36 公募の負担については、引受け証券会社に支払う手数料に加えて、弁護士費用(60 万ドルから 100 万ドル)、監査法人費用(50 万ドルから 90 万ドル)及び印刷費、ファイリング等の諸経費(20 万ドルから 50 万ドル)が合わせて 130 万ドルから 240 万ドルとなる(山本、前掲、p.51-52)。さらに、これらの作成に要する社内の労力が大きいと言われている。

務が課せられた株式会社及び自発的に開示を行っている会社とされている³⁷。**継続開示会社**又は**報告会社**(reporting companies)と呼ばれることもある。未公開会社(privately held companies)は、公開会社ではない会社である³⁸。非継続開示会社、非報告会社(non-reporting companies)と呼ばれることもある。

日本では、会社法における「公開会社」は、株式の一部に譲渡制限がない会社とし、公開会社ではない会社(株式譲渡制限会社)とは、種類株式を含むすべての株式について譲渡制限が課せられている会社とされている³⁹。株式公募・上場をするときは、株式の譲渡制限が解除されていることが前提となる。

日本における広義の**株式公開**も、株主が特定の少数者にのみ限られている企業が、譲渡制限を解除して広く一般の投資家の資本参加を求めることと理解されている。よって、一般には、上場することを株式公開と呼ぶことが多い⁴⁰。加えて、株式公募・上場するときに初めて譲渡制限を解除することが多いこともあって、日本では、IPO は、新規株式公開と訳されている。

(6) 私募、小規模公募とプライベート・ストック・オフリング(PSO)

特定又は少人数の募集である私募が公募の際の厳格な開示義務を免除されるのと同様に、募集総額の小さい株式の公募も、公募の際の厳格な開示義務が免除される。代わりに、募集総額に応じて段階的に開示書類等に記載する内容が簡素化されて、作成負担が軽減された簡易な会社情報の規制当局への提出・公衆縦覧(開示)の義務が課せられる。これを**小規模公募**と呼ぶ(金商法では、募集又は売出しの「**少額免除**」と呼ばれる)。小規模公募は、募集の形態は公募であるが、未上場株式の公募であり、プライベート・マーケットにおける行為とされている。

未上場株式の私募や小規模公募等、厳格な開示義務が免除されたままの未上場株式による資本調達には、**プライベート・ストック・オフリング**(Private Stock Offering: PSO)と呼ばれる⁴¹。プライマリー段階のプライベート・マーケットを構築する仕組みである。

37 SEC, “Public Companies”, Investor. gov..

38 未公開会社(companies)には、株式会以外に個人事業者(sole proprietorship)、有限責任会社(limited liability companies, LLCs)がある。また、未公開の株式会社は、S- corporations(株主 100 人以下でパススルー課税の株式会社)と C -corporations(株主 100 人超の未公開会社)に分けられる。

39 前田、前掲書、p.15-16。

40 日本では、株式公開といえば、かつては株式上場又は店頭売買有価証券市場に登録することと理解されていたが、2004 年にジャスダックが店頭売買有価証券市場から証券取引所に転換して以降、店頭売買有価証券に登録された銘柄はなくなり、この意味でも、株式公開は株式を上場することとほぼ同義となっている(黒沼(2016)p.53 参照)。

41 Rena S. Miller, & Gary Shorter, “U.S. Initial Public Stock Offerings and the JOBS Act”, CRS report, September 27, 2012, (Congressional Research Service, 2012), p.2-3.

(7) 株式の転売—パブリック・リセール(売出し)・プライベート・リセール(私売出し)と私募転売(PSR)、会社の主な関係者(affiliates)—

株式の**転売(resale)**とは、株主が他の株主に株式を売却することをいう。転売するために株式の公募をする(**パブリック・リセール(public resale)**、日本では「**売出し**」という)ときは、当該株式が主に以下のような投資家保護の必要性の高い一定の場合には、発行会社に開示義務が課せられることになる。

1) 発行会社から依頼を受けた証券会社(投資運用業者(dealer)又は引受け業者(underwriter))や、発行会社の役員・大株主等の**会社の主な関係者(affiliates)**が、発行会社から直接又は間接的に取得した株式である場合⁴²。

2) 私募等に応じて購入した株式であるために転売制限のある**制限付き株式**である場合。

一方、株主が行う私募は**プライベート・リセール(private resale)**と呼ばれ(日本では**私売出し**と呼ばれる)、上記 1)及び 2)の場合でも開示義務が免除されるが、その一方で、この私売出しに応じて購入された株式には、上記 1)及び 2)の場合に、原則として私募と同様の転売制限が課せられ又は継続する。

また、米国では、セーフ・ハーバー・ルールであるルール 144 のもとで、上記 1)及び 2)の場合に開示義務が免除されたまま一般・不特定多数の投資家に転売することができる(日本ではこれはいできない)。

日本の場合は、株式の転売の公募は、原則、開示義務を課し(「**売出し**」)、金商法の政令で、開示義務の対象とならない(よって、開示義務が課せられる「**売出し**」に該当しない)取引を列挙している。結果として、開示義務が課せられる転売の範囲は、上記の米国の 1)及び 2)と同じような考え方になる(詳細は第 4 章第 3 節参照)。

以上のように、株主が、私募・私売出し等により開示義務が免除されて購入した制限付き株式等を、開示義務免除のままで、転売制限に従って適格投資家など特定の投資家に転売すること又は発行会社の同意と一定の情報公表・開示等の下、転売制限を解除して一般の投資家に転売すること(**privately placed stock resale offered publicly or privately without registration**)を、本稿では、略して「**私募転売(private placement stock resale: PSR)**」と呼ぶ。このような仕組みは、未上場株式のセカンダリーのプライベート・マーケットが発展する基盤となるものであろう。

42 第 4 章で検討するが、米国では会社の主な関係者の取引が引受け業者の行為とみ増される場合に開示義務が課されることになる。

(8) 証券会社と店頭取引、店頭市場

証券取引所での売り買い等の需給調整による取引は、証券会社(ブローカー・ディーラー)を介して行われる(委託売買)。証券会社と顧客(発行会社、投資家、他の証券会社等)の相対での取引を**店頭取引**という。発行会社又は株主が、株式を販売するため株式の公募又は私募をするときに、依頼された証券会社が自己売買(ディーリング)、引受け(アンダーライティング)又は仲介等をすることも店頭取引に含まれる。**店頭市場**とは、広義では、この店頭取引を一定の範囲で総称したものである。店頭取引も、証券会社の連携のもと、証券会社と投資家が、又は証券会社の仲介等で投資家相互が株式の売買をするなかで、一定の需給の調整と価格形成が行われて、市場的な取引となる。

また、証券会社は、株主公募・上場のときに、株式の引受けに加え、登録届出書(開示書類)や、目論見書の作成、プレ・マーケティング(ロードショー)、ブックビルディング(需要把握、発行価格決定)などの実施の支援や助言などを担う。さらには、私募や小規模公募においても適格投資家の選別、顧客の発掘、勧誘などの業務が生じるため、米国でさえ、証券会社の業務支援を受けないとこれらの実施は大変困難であると言われている。

(9) 証券会社(ブローカー・ディーラー)の登録義務及び自主規制機関(SRO)

証券会社(ブローカー・ディーラー)は、財務的基盤等の一定の要件を満たして、SECに登録する義務がある。(日本では、内閣総理大臣に第一種金融商品取引業の登録をする。この登録を受けた証券会社は、勧誘行為などについて一定の行為基準に従い、定期的な業務報告、顧客の財産の分別管理などが求められる。

登録証券会社は、米国では、各証券取引所等や金融商品取引業規制機構(Financial Industry Regulatory Authority: **FINRA**)、日本では金商法第 67 条の認可金融商品取引業協会である**日本証券業協会(日証協)**などの**自主規制機関**(self-regulatory organization: **SRO**)へ加入する。自主規制機関は、SEC のルールに基づき会員が遵守すべき規則を定め、SEC と連携して会員の履行を監視して証券取引所又は店頭市場を運営する。

(10) 証券取引所、店頭登録市場と代替的/私設取引システム(ATS/PTS)

株式資本市場のうち、**証券取引所**は、売りと買いの注文を広く集めて需給を調整する場であり、代表的なパブリック・マーケット(公募市場)である。証券取引所の開設は、米国では登録制であり、日本では免許制である。証券取引所は自主規制機関として、会員証券会社等を規制している。

さらに、店頭市場の組織化が進むと、市場運営者を設け、証券会社は市場運営者に銘柄を登録し、市場運営者が取引のルールや、オンラインのコンピューター・システムを証券会社に提供し、市場で気配値や成約価格その他の一定の取引情報が証券会社やその顧客の投資家に共有される。本稿では、このように組織化が進んだ店頭市場を**店頭登録市場**と呼

ぶ。売り注文と買い注文を取りまとめてマッチングする証券取引所と同じ機能を果たす。

店頭市場では、機関投資家や個人投資家等の株式の売買が私設取引システム(Proprietary Trading System: **PTS**)という証券会社が設置するコンピューター・システムを通じて行われる場合もある。米国では、PTSは市場代替的取引システム(Alternative Trading System: **ATS**)と呼ばれる。ATS/PTSは、需給を自動的にマッチングする仕組みを有しており、証券会社が一定の規制の下で運営するか、証券取引所の登録又は免許を得て自主規制・監督機能を果たす証券取引所となる。ATSは、程度の差はあるが実質的には一つ一つが上記の意味での店頭登録市場であると考えられる。

(11) プライベート・ファンド、VC ファンド、PE ファンド

プライベート・ファンド(私募ファンド)とは、ベンチャー・キャピタル (VC)や投資会社が、投資家から私募によって資金を集めて投資事業有限責任組合等の集団投資スキームを組成し、この運営責任者(無限責任組合等)となって、成長企業の増資等に応じて株式を購入して投資する仕組みをいう。狭義では、このように集められた特定の資金自体をプライベート・ファンドと呼ぶ。投資家から資金を集めて株式に投資する金融仲介機能として重要な存在である。資金の運用機能に加えて、投資先のバリューアップを図る等の経営支援の機能を果たして、リターンを高めている。ベンチャー・キャピタル・ファンド(以下「**VC ファンド**」という)、プライベート・エクイティ・ファンド(以下「**PE ファンド**」という)⁴³、ヘッジ・ファンド等のタイプがある⁴⁴。

このように、プライベート・ファンドは、金融仲介という資本市場の一大分野であり、本稿における検証の範囲を超えるので、以下では、本稿の狙いに沿った必要最小限の検討に留める。

43 PE ファンドには、再生ファンド、バイアウト・ファンド、グロース・ファンドなどのタイプがある。

VC ファンドをPE ファンドに含めることもある。

44 米国のミューチュアル・ファンドや日本の投資信託も、公募ではなく私募で資金を集める集団投資スキームは、広い意味での私募ファンドの範疇に含むことができる。

2 JOBS Acts と米国資本市場改革の目指すところ

第2章の要約

2-1 米国資本市場の規模とパフォーマンスー世界最大・最高の米国市場と日本市場ー
米国の資本市場は、現状、世界で最大規模の、最も流動性が高く、最も競争の厳しい市場であり、世界最高のパフォーマンスを達成していると評価されている。

2019年1-9月にIPOを果たした世界のユニコーン企業21社のうちで、IPO評価額が90億ドルを超えているものは、Uber、LyftなどのライドシェアサービスやSlack(社内コミュニケーションツール)、Pinterest(画像検索)、Zoom(ビデオ会議)の5社あり、すべて米国企業である。

また、ユニコーンの数も、世界全体に2020年1月時点で310社あるが、このうちの151社、48.7%を米国企業が占めている。中国は82社、26.5%を占め、以下多い順で、インド13社、イギリス6社、韓国6社、インドネシア4社となる。日本からはプリファード・ネットワークス1社である。

2-1-1 上場企業数の減少と時価総額の拡大

米国の証券取引所では、上場企業数が1996年の8,090件をピークに長期的に減少し、2018年には4,397社とほぼ半減している。一方、時価総額は拡大を続け、上場企業1社当たりの時価総額は10.5億ドルから69.2億ドルと6.6倍に増大している。一方、日本をみると、上場企業数は1996年の1,776社から2018年には3,625社と倍増しているが、この間、1社当たりの時価総額は、17.1億ドル(1,881億円)から、14.5億ドル(1,595億円)と縮小傾向にある。(表1)

2-1-2 株式による金融資産の蓄積と企業の収益力の高さ

米国では、日本と比べて、個人金融資産に占める株式の割合が高い。米国には、金融資産全体のうち株式が総額で42兆ドル(4,726兆円)あり、日本の1,069兆円の4.4倍となる。これを個人金融資産に限ってみると、米国は、個人金融資産を84兆ドル(9,282兆円)と日本の1,854兆円の5.0倍も蓄積しているが、このうち株式は15.5兆ドル(1,715兆円)と日本の196兆円の8.7倍にもなる。

上場株式のPERは、米国19.9と、日本の11.0の1.7倍となっている。ROEは、米国18.4と、日本の9.4の2.0倍である。(表2)

米国企業の高い収益力が株式資本市場に投資家を呼び込み、投資家が積極的に株式に投

資し、企業が市場で資本を調達して大胆な投資を行い、企業の収益力がさらに高まるという好循環の存在が示唆される。企業からみると、資金調達の手段としての株式資本市場のメリットが大きいことになる。

2-1-3 資本(エクイティ)重視の資金調達

米国では、民間企業の資金調達手段の構成(残高ベース)は、ローンが10%強と、日本や欧州の20%半ばの半分程度であり、企業が資本(equity)を中心に、社債等(bonds)など他の金融手段も活用して長期資金を調達している(図2)。米国企業は、これを生かして、長期的な観点から戦略的に事業活動を展開することができる。

表2の金融資産に占める株式資産の割合の高さ、PER、ROEの高さと併せて考えると、米国企業が資本市場から資本(equity)や社債(bonds)など長期資金を調達して、収益性の高い事業を展開し、資本形成と高収益を実現すると、これが金融資産の価値を高め、株式資本市場に投資家を呼び込み、株式投資が進むという好循環があることが示唆される。

資本市場によって、米国の企業は、より革新的な事業に取り組み、国際競争力を高め、成長し、雇用を生み、国民の生活水準を向上させており、議会、政府、証券業界なども、他国と比べた米国の優位性がこの点にあると認識している。

2-2 資本市場が果たすべき機能と米国資本市場改革の狙い

2-2-1 米国資本市場改革の端緒—IPO件数の長期的減少—

米国の資本市場改革を求める関係者がよく使うデータが、図3-1のIPOの件数(社数)の長期的減少を示すグラフである。米国では、IPOの件数が1996年の860件をピークに長期的に減少し、近年は100件台までになっている。JOBS Act 1.0の後、2013年から2014年には、一時、IPOの件数も増加したが、その後一進一退が続いている。(図3-1)

一方で、ユニコーンと呼ばれる未上場のときから時価総額が10億ドルを超えたスタートアップが、IPOで巨額の資本調達を実現することが増えるなど、IPOにおける一件当たりの発行額は増加傾向にある。米国の成長企業は、上場前から資本の蓄積と時価評価額の拡大を進めており、この結果、巨額の資本を調達する大型のIPOが増えている。

一方、日本では、図3-2にあるようにIPOの件数は2000年の203件をピークに、2006年の188件からリーマンショック後大きく減少したが、その後、やや持ち直し、近年では100件弱が続けている。この間、調達額はそれほど回復せず、IPO1件当たりの調達額は、10億円から16億円程度と低調である。(図3-2)

米国と日本のIPOの件数(社数)、調達額を比べると、2017年、2018年と、件数においては米国は日本の2倍程度であるが、一軒件当たりの発行額(調達額)は、米国は、2.32億ドル(262.5億円)、2.53億ドル(282.3億円)と、日本の10.6億円、16.3億円よりも、20倍近く大きい。(表3)

2-2-2 米国の IPO 件数の長期的減少の要因

米国株式資本市場における IPO の減少と規模の大型化については、その要因は、まず、上場企業の内部統制に係る監査付きの報告書の作成など、過度な規制が比較的小規模な企業の IPO の減少を招いていることにありと考えられた。

このため、JOBS Act 1.0 では、SOX 法やドッド・フランク法で強化された上場企業の開示義務等が緩和された。だが、これだけが IPO 件数の減少と IPO の大型化の要因ではない。

小規模な企業の IPO の減少が IPO 件数の減少と一件当たりの大規模化の要因であるとの分析結果も示されている。IT バブル崩壊後の 2001 年以降、募集金額が 5,000 万ドルを下回る小規模な IPO が大幅に減少している。

米国の成長企業は、上場前から資本の蓄積と時価評価額の拡大を進めている。後藤(2010)の分析によると、2018 年に IPO を果たした米国企業の IPO での 1 社当たりの調達額の中央値は、1996 年頃は 5,000 万ドル前後であったが、その後急激に IPO の大型化が進み、2000 年以降、近年までは概ね 1 億ドルを超え、最大 1 億 8,000 万ドル程度となっている。設立後、IPO を実現するまでの経過年数も、2001 年を境に、5 年程度から 10 年超へと長期化している。⁴⁵

このように、大規模な IPO が増え、小規模な IPO が減少している要因を規制コストのみで説明することは困難とする。むしろ、この要因は、これまでの資本市場改革のなかで、未上場企業がプライベート・マーケットから資本を獲得することが可能となり、十分に成長して、大型の資本規模となってから上場するようになったことであるとの意見もある。

2-2-3 IPO 件数の長期的減少の何が問題か？

では、IPO 件数が減少したことで生じている問題は何か？

プライベート・マーケットは、専ら、機関投資家、富裕層等の投資の場であり、そこでのリターンは、機関投資家、富裕層等以外の投資家が参加できるパブリック・マーケット(証券取引所等)よりも高くなる。これが富裕層とそれ以外の個人投資家との経済的格差の拡大を招いているのではないかとの意見がある。

別の意見もある。「革新的な経営者は、企業の成長段階に応じて、何度も投資してくれる未公開株式への投資家を探している。資本市場改革で、これが可能となった結果の IPO の減少であり、むしろ、称賛されるべきだ」という意見である。

いずれにしろ、米国の上場企業数と IPO 件数の減少は、複数の要因と多様な価値観が絡んでおり、今回の資本市場改革を始める契機となっはいるが、関係者がこの問題の解決のみを図ろうとしている訳ではない。

45 後藤、前掲書、p.23-26、図 11。

2-2-4 資本市場の機能—企業の成長段階に応じた資本調達の場合—

米国では、歴史的に、資本市場の見直しを、絶えず、弛まず続けている。公正で、効率的な資本市場が、企業の長期資金の調達の場合として効果的に機能することで、イノベーションが進み、国際競争力が高まり、雇用が生まれ、国民の生活水準が向上するとの認識が前提にある。このため、国際競争力上の課題が生じるたびに資本市場を改革することになる。よって、資本市場の改革は絶え間なく続く。世界最高のパフォーマンスを誇る今日でも、なお改革を続ける理由が、ここにあるように思える。

2-3 米国資本市場改革のアジェンダ

今回の JOBS Acts による改革は、資本市場の資本の調達機能を高めて、企業の資本形成 (capital formation) と成長の手段として十分に活用するとの考えが強い。企業が、IPO 前のプライベート・マーケットにおいても、各成長段階に応じた資本調達の場合を拡充することを狙っている。

企業は、次の成長段階に移るときに、例えば、生産性を向上させるため、新製品を開発するため、他の企業を買収するため、負債を返済するために、追加の資本を必要とする。これに応じて、投資家が資金を投じれば、資本形成が進み、事業が成功すれば大企業へと成長する。

第4章で解説するが、JOBS Acts では、小規模公募(ミニ IPO)、私募、クラウド・ファンディング等の仕組み(プライベート・ストック・オファリング(PSO))を拡充して企業の成長段階・規模に応じた多様な資本調達の場合を充実させる。併せて、私募転売(PSR)を IT 化のなかで充実させて未上場株式のセカンダリー・マーケットを広げている。

また、IPO 後のグローバルな成長を加速する場であるパブリック・マーケットのパフォーマンスを高めるため、JOBS Acts では、IPO 前後もオン・ランプと呼ばれる助走期間を置いて(IPO On-Ramp)、各種の規制緩和で上場に要するコストを一定期間抑制する。

2-3-1 米国の過去2回の中小企業向け資本市場改革

先述したように、米国の歴史上、中小企業向けの資本市場改革は、JOBS Acts の前に2回あったと言われる。第1回目の1970年代後半からの資本市場改革においては、小規模公募の限度額を引上げ、私募に関するレギュレーションDを制定し、適格投資家の制度を導入し、私募で購入した証券を一般の投資家に転売するときのルール144を制定した。

第2回目の1990年代前半の資本市場改革では、比較的小規模な企業が上場するときの登録届出書(開示書類)を簡素化し、また、私募に関する連邦法を州法に優先させ、さらには、VCファンド等の投資会社法の登録義務を緩和した。

2-3-2 JOBS Acts による株式資本市場改革の項目

2012年制定の JOBS Act 1.0 では、スタートアップに限らず、

- 1) 総収入 10 億ドル(1,100 億円)未満の新興会社の株式上場の促進をはじめ、
 - 2) 私募や転売における一般的勧誘・一般的広告の禁止の緩和とオンライン・トレーディング・プラットフォームの規制緩和、
 - 3) クラウド・ファンディングの創設、
 - 4) 小規模公募の範囲の拡大(ミニ IPO)、
 - 5) 開示義務免除のまま、未公開企業(未上場企業)のままで成長を続けられる範囲(株主数・資産額)の拡大
- 等と、幅広く株式資本市場全般の改革を行っている。

2015 年 4 月には、JOBS Act 1.0 の規制改革をさらに進める内容を含む the FAST Act が成立した。この法律は JOBS Act 2.0 とも呼ばれ、コンフィデンシャル・レビューの終了後ロードショー開始までの期間の短縮、私募で購入した株式の転売を認める判例法（証券法第 4 条(a)(1 と 1/2)と呼ばれる）の条文化などの内容を含む。

2018 年-19 年会期に提案されて廃案となった JOBS Act 3.0 では、資本市場の規制を、伝統的な“one size fits all “approach” から方向転換して、異なる大きさの企業の異なる資金ニーズに適合させる方向で調整し(scale)、仕立てあげる(tailor)べきであるという考え方をより明確にしている。提案内容は以下の 4 つに分類できる。

- 1) 投資家の投資機会の拡大を図るものとして、私募等で投資することが認められる適格投資家の範囲を、資金力基準から、資格・能力基準に拡大する。
- 2) 上場促進のため、上場後のコンプライアンス・コストの削減をさらに進め、JOBS Act 1.0 で新興成長企業(EGC)に認められた各種の規制緩和を拡充し、さらには、これをすべての企業に認める。
- 3) 中小規模の未上場企業を対象に M&A の仲介等行う業務を、証券業の登義務の対象業務から除外し、これらの資本形成を促進する。
- 4) 投資家保護の増進として、議決権配分の異なる株式を発行する会社の開示内容を拡充する。

2-1 米国株式資本市場の規模とパフォーマンスー世界最大・最高の米国市場と日本市場ー

米国の資本市場は、現状、世界最大規模で、最も流動性が高く、最も競争の厳しい市場であり、世界最高のパフォーマンスを達成していると評価されている⁴⁶。

2019年1-9月にIPOを果たした世界のユニコーン企業(IPO前に時価総額10億ドル以上のスタートアップ)22社のうち、IPO評価額90億ドル超のものは、Uber(IPO評価額:824億ドル、業態:ライドシェア)、Lyft(240億ドル、ライドシェア)、Slack(157億ドル、社内コミュニケーションツール)、Pinterest(100億ドル、画像検索)、Zoom(92億ドル、ビデオ会議)の5社、すべて米国企業である。

また、ユニコーンの数も、世界全体に2020年1月時点で310社あるが、このうちの151社、48.7%を米国企業が占めている。中国は82社、26.5%を占め、以下多い順で、インド13社、イギリス6社、韓国6社、インドネシア4社となる。日本からはプリファード・ネットワークス1社である。⁴⁷

2-1-1 上場企業数の減少と時価総額の拡大

米国の証券取引所では、1996年をピークに上場企業数が長期的に減少している。その一方で、時価総額は拡大を続け、上場企業1社当たりの時価総額も大型化が進んでいる。表1のように、米国の上場企業数は1996年の8,090社をピークに、2018年には4,397社とほぼ半減しているが、同じ期間に、時価総額の合計は8兆4,805億ドルから30兆4,360億ドルと3.6倍になり、上場企業1社当たりの時価総額も、10.5億ドルから69.2億ドルと6.6倍に増大している。

一方、日本をみると、上場企業数は増加を続けているが、全体の時価総額の拡大は会社数ほどではなく、1社当たりの時価総額は、むしろ、縮小傾向にある。表1で、日本の上場企業数は1996年の1,766社から、2018年には3,652社と倍増している。しかし、同じ期間に、時価総額の合計は3兆197億ドルから5兆2,968億ドルと1.8倍に留まり、上場企業1社当たりの時価総額も、17.1億ドル(1,881億円)から14.5億ドル(1,595億円)と0.8倍に縮小傾向にある。

クロスボーダーのIPOにおいても、米国は、成長企業を米国外から集めている。2012年から2016年の世界のクロスボーダーのIPO計432件中、ニューヨーク証券取引所(NYSE)

46 Eva Su, "Capital Markets, Securities Offerings, and Related Policy Issues, updated July 26, 2018", Congress Research Report (Congressional Research Service, 2018), p.1-2.

47 三菱UFJグループ「【全22社一挙掲載】2019年にIPOを果たした海外ユニコーン企業の顔ぶれ(前編)」 「同(後編)」 MUFG Innovation Hub (三菱UFJグループ、2019)。

及びナスダック市場(NASDAQ)の合計が 178 件と 41.2%を占めている⁴⁸。図 1 のように、リーマンショック以降、米国で上場する外国企業の数も、IPO に占める外国企業の割合も増加傾向にある。

表1 米国、日本、世界の上場企業数、株式時価総額、1 社当たり時価総額⁴⁹

①国内上場企業数

	1996年	2006年	2016年	2017年	2018年	2018年/ 1996年	2018年/ 2006年
米国	8,090社	5,133社	4,331社	4,336社	4,397社	0.5倍	0.9倍
日本	1,766社	2,391社	3,535社	3,598社	3,652社	2.1倍	1.5倍
世界	36,150社	43,084社	43,522社	43,444社	43,342社	1.2倍	1.0倍

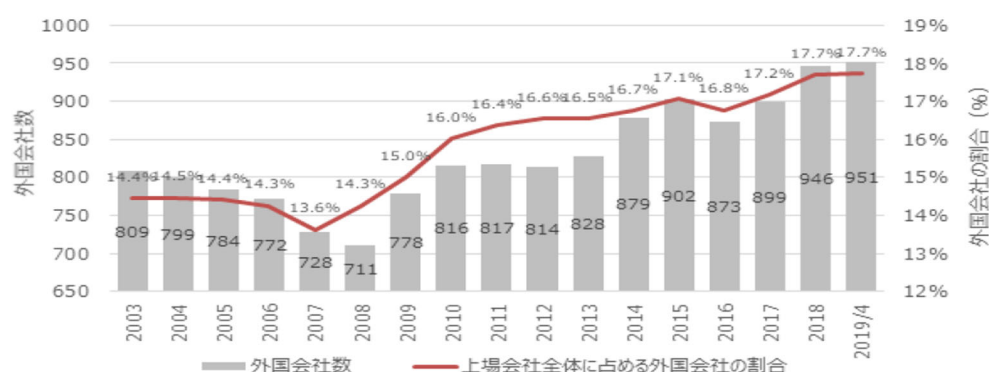
②国内上場企業の株式時価総額計

	1996年	2006年	2016年	2017年	2018年	2018年/ 1996年	2018年/ 2006年
米国	8兆4,805億ドル	19兆5,690億ドル	27兆3,522億ドル	32兆1,207億ドル	30兆4,363億ドル	3.6倍	1.6倍
日本	3兆0,197億ドル	4兆6,141億ドル	4兆9,553億ドル	6兆2,228億ドル	5兆2,968億ドル	1.8倍	1.1倍
世界	19兆5,943億ドル	49兆9,940億ドル	65兆0,056億ドル	79兆2,401億ドル	68兆6,541億ドル	3.5倍	1.4倍

③国内上場企業1社当たりの株式時価総額

	1996年	2006年	2016年	2017年	2018年	2018年/ 1996年	2018年/ 2006年
米国	10.5億ドル	38.1億ドル	63.2億ドル	74.1億ドル	69.2億ドル	6.6倍	1.8倍
日本	17.1億ドル	19.3億ドル	14.0億ドル	17.3億ドル	14.5億ドル	0.8倍	0.8倍
世界	5.4億ドル	11.6億ドル	14.9億ドル	18.2億ドル	15.8億ドル	2.9倍	1.4倍

図1 米国証券取引所における外国企業によるクロスボーダーIPO の件数⁵⁰



48 Ernst & Young LLP, “Why are more companies staying private? Meeting of SEC Advisory Committee on small and emerging companies, 15 February, 2017”, (Ernst & Young LLP, 2017) p.3.

49 The World Bank, “listed domestic companies total”, “Market capitalization of listed domestic companies”.

50 出所: 後藤潤一郎「変貌する米国上場市場におけるマーケットの自浄作用」『JPX ワーキングペーパー vol. 33』((株)日本取引所グループ、2020) p.45 図 29 (Ernst & Young LLP 及びW F E のデータから後藤氏が作成)を抜粋。

2-1-2 株式による金融資産の蓄積と企業の収益力の高さ

株式の金融資産としての保有状況を米国と日本とで比較する。表2の両国の資金循環表からのデータによると、米国には、金融資産全体は243兆8,663億ドル(2京6,825兆2,930億円)と日本の8,604兆4,236億円の3.1倍あり、このうち株式は42兆9,710億ドル(4,726兆8,100億円)と日本の1,069兆3,962億円の4.4倍ある。

個人金融資産は、米国は9,282兆円と、日本の1,854兆円の5.0倍も蓄積している。このうち株式は1,714兆円と日本の196兆円の8.7倍にもなる。金融資産全体に占める株式資産の割合は、米国は17.6%と日本の12.4%よりも一段高い。個人金融資産に占める株式資産の割合は、米国18.5%、日本10.6%と差が広がる。

表2 米国と日本の金融資産、個人金融資産と株式資産⁵¹

	米国(2018年末)			日本(2019年3月末)	米国／ 日本
			(億円) (1ドル=110円)	(億円)	
金融資産 合計	Total financial assets All Sectors	243兆8663億ドル	26825兆2930億円	8604兆4236億円	3.1倍
うち株式	Corporate equities	42兆9710億ドル	4726兆8100億円	1069兆3962億円	4.4倍
株式／ 金融資産		17.6%		12.4%	
個人金融 資産	Households & Nonprofit Organizations	84兆3832億ドル	9282兆1520億円	1854兆9718億円	5.0倍
うち株式		15兆5906億ドル	1714兆9660億円	196兆8205億円	8.7倍
株式／個人 金融資産		18.5%		10.6%	

(参考)

PER	2018年	19.9	11.0	1.8倍
ROE	2018年	18.4	9.4	2.0倍
GNP	2018年	20兆5,803億ドル	4兆9,718億ドル	4.1倍
人口	2018年	3億2,735万人	1億2,650万人	2.6倍

51 金融資産の額は、米国は、Federal Reserve, “Z1—Financial Accounts Matrix—Levels for 2018”の2019年12月公表の2018年12月末のデータ、日本は、日本銀行「資金循環表金融資産負債残高表」の2019年6月発表の2019年3月末のデータ。PERは、My index(<https://myindex.jp/>)のデータ。ROEは、経済産業省「サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会」第1回事務局資料(2019年1月) p.7。人口、GNPは、IMFの2018年のデータ。

一方で、株式時価総額の企業の収益額に対する割合(倍率)である PER(株価収益率)では、米国は 19.9 と日本の 11.0 の 1.8 倍である。また、企業の収益額の自己資本の額に対する割合(%)である ROE(自己資本利益率)でも米国は 18.4 と日本の 9.4 の 2.0 倍である。

米国企業の高い収益力が株式資本市場に投資家を呼び込み、投資家が積極的に株式に投資し、企業が市場で資本を調達して、大胆な投資を行い、企業の収益力がさらに高まるという好循環の存在が示唆される。個人金融資産の拡大に株式資本市場が貢献している様子が見える。企業からみると、同じ利益でも高い株価となるため、資金調達の手段としての株式資本市場のメリットが大きいことになる。

2-1-3 資本(エクイティ)重視の資金調達

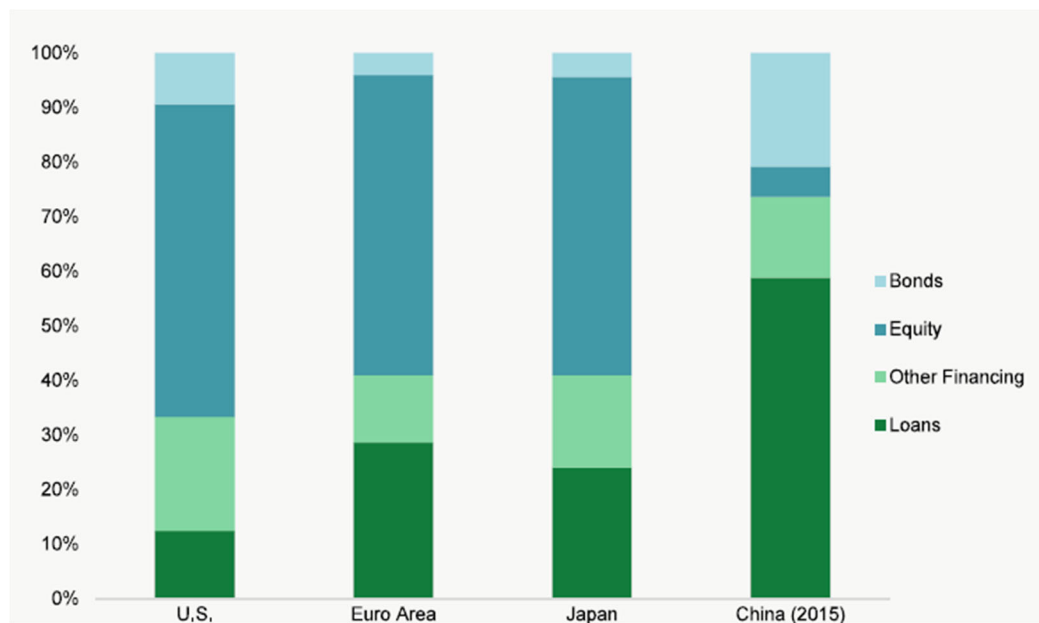
米国では、資本市場からの資本(equity)と社債等(bonds)による資金調達の規模が、銀行からのローンその他の資金よりも大きく、この資本市場重視の資金調達が米国の国際競争力を生み出していると認識されている。

図 2 は証券業・金融市場協会(SIFMA: Securities Industry and Financial Markets Association)作成のグラフの抜粋である。米国では、民間企業の資金調達手段の構成(残高ベース)に占めるローンの割合が 10%強と、日本や欧州の 20%半ばの半分程度であり、企業が、資本(equity)を中心に社債等(bonds)など他の金融手段を活用して長期資金を調達している。米国企業はこれを生かして長期的観点から戦略的に業活動を展開することができる。

表 2 の金融資産に占める株式資産の割合の高さ、PER、ROE の高さと併せて考えると、米国企業が資本市場から資本(equity)や社債(bonds)など長期資金を調達して、収益性の高い事業を展開し、資本形成と高収益を実現すると、これが金融資産の価値を高め、株式資本市場に投資家を呼び込み、株式投資が進むという好循環があることが示唆される。

SEC のレポートでも、図 2 のグラフを用いて、資本市場によって、米国の企業は、欧州や日本、中国に比べて銀行融資(loans)よりも資本(equity)や社債(bonds)を活用して、より革新的な事業に取り組み、成長し、雇用を生み、国民の生活水準を向上させているとしている⁵²。資本市場のパフォーマンスの高さが米国企業の国際競争力を高めていること、他国と比べた米国の優位性がこの点にあることは、議会、政府、企業など関係者に広く認識されている。

図2 非金融民間企業の資金調達手段の各国比較(2017)⁵³



53 SIFMA, “U.S. Capital Markets Deck, September 6, 2018”, p.8.の グラフ ”Financing of Non-Financial Corporations -2017“ を抜粋。

2-2 資本市場が果たすべき機能と米国資本市場改革の狙い

米国では、以上のように、株式市場が高いパフォーマンスを達成している状況において、どのような課題を念頭に改革に取り組んでいるのだろうか？

2-2-1 米国資本市場改革の端緒—IPO 件数の長期的減少—

米国の資本市場改革を求める関係者がよく使うデータが、図 3-1 の米国の IPO 件数のグラフである。米国の IPO の件数は、1996 年の 860 件をピークに、長期的に減少を続け、近年では 100 件台までになっている。JOBS Act 1.0 の後、2013 年から 2014 年には、一時、IPO の件数も増加したが、その後一進一退が続いている。

一方、日本では、図 3-2 にあるように IPO の件数は 2000 年の 203 件をピークに、2006 年の 188 件からリーマンショック後大きく減少したが、その後、やや持ち直し、近年では 100 件弱を続けている。この間、調達額はそれほど回復せず⁵⁴、IPO 1 件当たりの調達額は、10 億円から 16 億円程度と低調である⁵⁵。

表 3 で米国と日本の IPO 件数(社数)、調達額を比べると、2017 年、2018 年と、件数において米国は日本の 2 倍程度であるが、一件当たりの発行額(調達額)は、米国は 2.32 億ドル(262.5 億円)、2.53 億ドル(282.3 億円)と、日本の 10.6 億円、16.3 億円よりも、20 倍近く大きい。あくまでも平均値であり、米国の巨額の調達に成功した IPO が全体を引き上げているが、差は歴然としている。

54 2018 年 6 月 19 日にメルカリが日本初のユニコーン企業の IPO として東証マザーズに上場した。このときの公募増資の調達額は 544 億円。2016 年 7 月の LINE の東証一部上場による 1,155 億円の調達以来の大型上場である。

55 日本の 2018 年の調達額 1,405 億円には 6 月 19 日に東証マザーズに上場したメルカリの 544 億円の調達額が含まれている。

図3-1 IPO 件数と発行額の推移⁵⁶

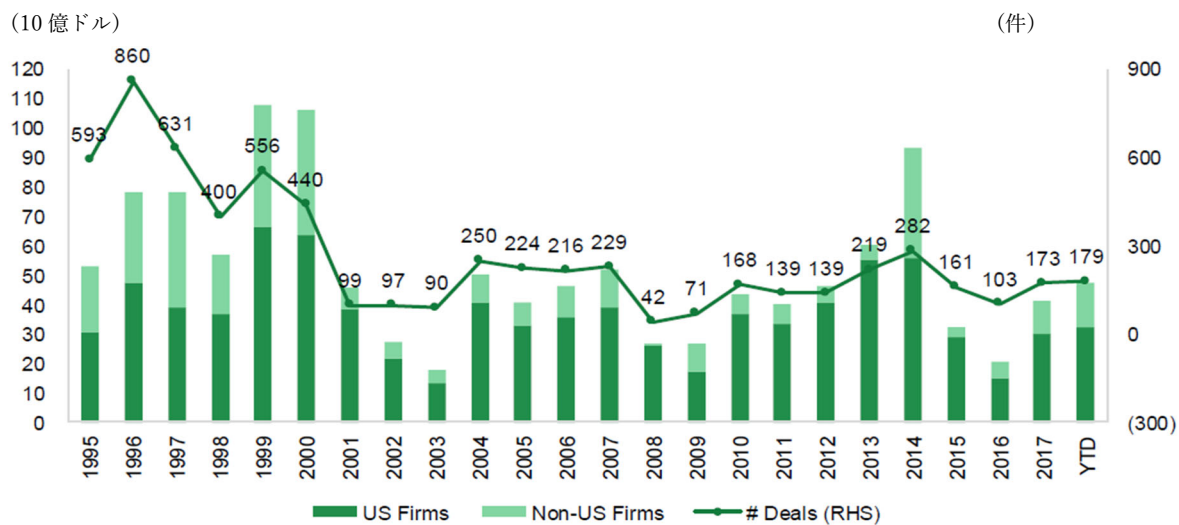
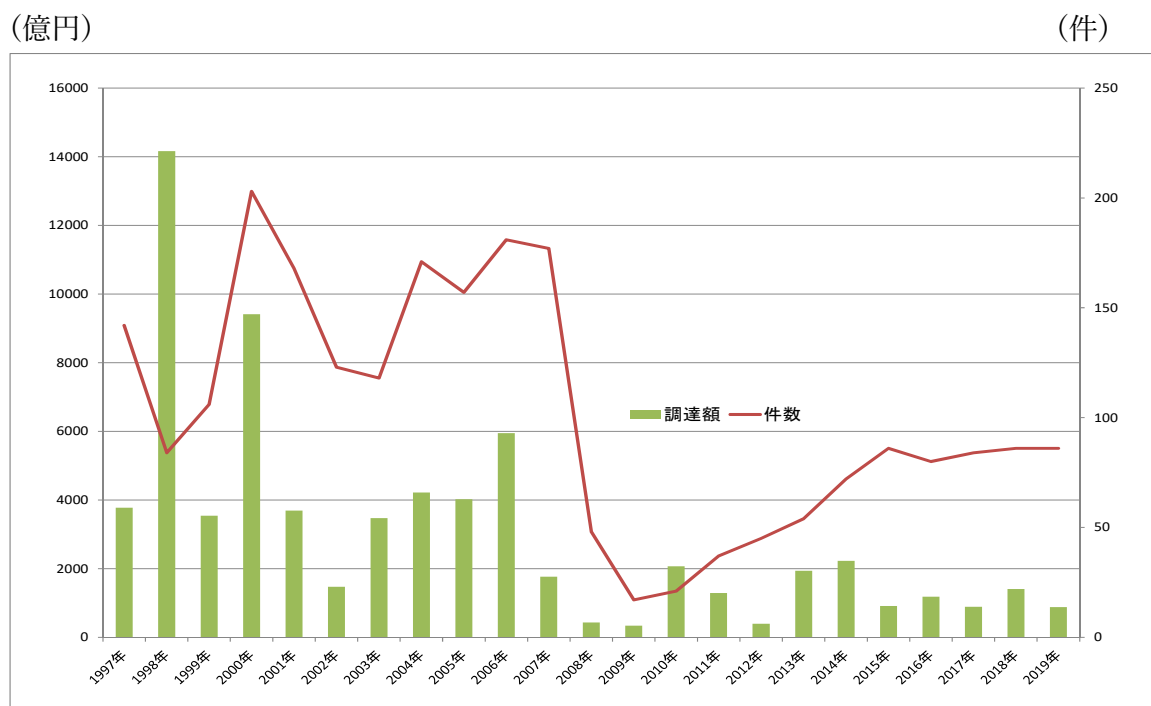


図3-2 IPO 件数と発行額の推移⁵⁷



56 図3-1は、Kaite Kolchin, "SIFMA Insight: US Equity Capital Formation Primer, November 2018", (SIFMA, 2018), p.11.から抜粋。

57 図3-2は、日証協の「全国上場企業のエクイティ・ファイナンス」の各年の国内募集額の新規公募件数及び発行額から筆者作成。

表3 IPO の件数と資金調達額⁵⁸

	米国					日本		
	件数 (issue)	発行額	発行額 ／件	USD/円 の為替レ ート	発行額/件 (億ドル)	件数	調達額 (億円)	調達額 ／件
2016年	103件	207億ドル	2.01億ドル	109.84	220.7億円	80件	1,180億円	14.8億円
2017年	169件	392億ドル	2.32億ドル	113.19	262.5億円	84件	887億円	10.6億円
2018年	197件	499億ドル	2.53億ドル	111.43	282.3億円	86件	1,405億円	16.3億円

2-2-2 米国の IPO 件数の長期的減少の要因

米国株式資本市場における IPO の件数の減少と規模の大型化については、その要因は、まず、上場企業の内部統制に関する監査付きの報告書の作成など、厳しい規制の重い負担が比較的小規模な企業の IPO の減少を招いていることにあると考えられた⁵⁹。

このため、JOBS Act 1.0 では、SOX 法やドッド・フランク法で強化された上場企業の開示義務等が緩和された。だが、これだけが IPO 件数の減少と IPO の大型化の要因ではない。若園(2019)による先行論文のサーベイでは、上場時に負担が生じる直接的な規制コストのみで小規模 IPO の減少を説明することは困難であろうとの結論が示された⁶⁰。

JOBS Act 1.0 の制定前年の 2011 年に民間有識者が結成した IPO タスクフォース⁶¹の提言では、IPO を巡る諸課題、特に、比較的小規模な企業の IPO の減少が続く要因を、以下の三つに集約している⁶²。まず、

- 1) 既に触れているが、連続して行われた規制強化の影響が蓄積していて、新興成長企業にとっては、IPO を目指すコストと IPO の後のコストが過大となっていること。次に、
- 2) 新興成長企業、特に比較的小規模な企業に関する情報が投資家に限定的にしか提供されず、このため新興成長企業への投資が困難となっていること。最後に、
- 3) 証券取引所での投資の狙いが、新興成長企業への投資による長期的な観点からの資産価値の増大から、大型の株式への短期的観点からの売り買いの繰り返しによる利益追求にシフトしており、このため、株価の投機的動きが生じて、証券取引所からの資金調達がよ

58 表3の出所は、米国の IPO 件数及び発行額は「SIFMA, Capital Markets Fact Book 2019, U.S. Corporate Issuance」、日本は図-1と同じ。為替レートは、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング(株)が発表する年間平均 TTB。

59 Darrell Issa, “March 22, 2011 Letter from Chairman Issa of House Committee on Oversight and Government Reform to Chairman Schapiro of SEC” (2011)。

60 若園智明「米国における資本形成の変遷：公募市場と私募市場」『証券経済研究第107号』（財団法人証券経済研究所、2019.9）p.5-10。

61 米国財務省が2011年3月に開催したカンファレンス(Access to Capital Conference)に参加したベンチャーキャピタリスト、企業経営者、弁護士、会計士、学者、投資銀行役職員等がワーキング・グループを結成し、2011年10月20日に“Rebuilding the IPO On-Ramp”という提言書を財務省に提出した。

62 The IPO Task Force, “Rebuilding the IPO On-Ramp”, (2011) p.1-2.

り困難となるとともに、株主の変更を管理する事務コストの負担が高まっていること。

さらに、後藤(2020)による詳細な分析では、米国で小規模な企業の IPO が減少している要因は、スタートアップが IPO までに時間をかけて十分成長してから大規模な IPO を実現するようになったことだとする。IT バブル崩壊後の 2001 年以降、募集金額が 5,000 万ドルを下回る小規模な IPO が大幅に減少している。一方で、IPO を果たした企業の調達額は、1996 年頃は中央値で 5,000 万ドル前後であったが、その後急激に IPO の大型化が進み、2000 年以降、近年までは概ね 1 億ドルを超え、最大 1 億 8,000 万ドル程度となっている。設立後、IPO を実現するまでの経過年数も、2001 年を境に、5 年程度から 10 年超へと長期化している。⁶³

この背景には、資本市場改革によるプライベート・マーケットの発展によって、スタートアップや中堅・中小企業は、IPO をする前に自ら資本を調達することが可能となったことがあると言われている⁶⁴。これまでの資本市場の改革のなかで、適格投資家や一般の投資家の小規模公募、私募などを通じた投資や、ファンドからの投資によって、企業がプライベート・マーケットで資本を獲得することが可能となり、十分成長して、大型の資本規模となってから証券取引所に上場するようになった。

さらには、巨大 IT 企業による積極的な M&A が増加したため、相対的に小規模な IPO が減少しているという分析もある⁶⁵。

このように、IPO の件数の減少については、大型の IPO の増加と小規模な IPO の減少など発生している事象も複数あり、その要因といえそうなことも多数あり、それぞれ相互に影響しており、一対一に決まるものではない。

2-2-3 IPO 件数の長期的減少の何が問題か？

では、IPO の件数が長期的に減少していることで生じている問題は何か？

最大の損失は、機関投資家や富裕層などではない一般の投資家が、プライベート・マーケットでの高いリターンを得られる投資機会を失っていることだという意見がある。プライベート・マーケットは、専ら機関投資家、富裕層などの特定の投資家の投資の場であり、その他の一般の投資家は投資機会を持たない。一方、プライベート・マーケットにおける未上場段階のよりアーリー・ステージの企業への投資のほうが、無数の一般の投資家が参加できる上場後のパブリック・マーケットでの投資よりも、リスクは大きい、大きなリターンを得られる可能性が高い。この投資機会の偏在が投資家相互の経済的格差の拡大を招いているのではないかとの問題意識である。

63 後藤、前掲書、p.23-26、図 11。

64 佐賀卓雄「アメリカ株式市場における公募・私募の曖昧化について」『証券経済研究第 108 号』（公益財団法人証券経済研究所、2019.12）p.6-7、p.11。

65 Ernst & Young (2017), op. cit. .

資金を調達したい企業の側でも、急成長する IT 系のスタートアップのように利益が出るまで数年程度と比較的短い場合もあれば、バイオテクノロジーや製造業系のスタートアップ、非ハイテクの中堅・中小企業のように、投資してから利益が出るまでの期間が 10 年超と長いものもある。長期間赤字が続くタイプのスタートアップにとっては、ただでさえ、プライベート・マーケットからの資金調達や IPO の困難度が高く、さらに、IPO を果たした後も何年も赤字が続くなかでの継続開示義務のコスト等の負担は、急成長型の他の業種と比べても、かなり重い⁶⁶。

このように IPO の減少と私募で成長した後の大型 IPO の増加は、機関投資家・富裕層と一般投資家など資金を供給する投資家相互、急成長企業と懐妊期間の長い企業など市場から資金を調達する企業相互の機会の不均等、不公平を拡大させている。即ち、資金の需給と利益が特定の企業と特定の投資家に偏っているのではないかと、この疑念が生じている。

別の逆の意見もある。経済格差を広げている要因の一つとされているが、市場としてのパフォーマンスが IPO 件数の減少のみで否定的に評価されるものではない。デジタル技術などのテクノロジーを駆使して成長しようとする革新的な経営者は、証券取引所等での短期的な利益を追求する投資家よりも、自社を深く理解し、長期間、忍耐強く、各種のサポートをしながら、企業の成長段階に応じて何度も投資してくれるような未公開株式への投資家を探している。これまでの歴史的な資本市場改革の結果、こうした貴重な投資家を、株主として資本とともに迎え入れることが可能となった結果の IPO の減少であり、「憂えるようなことではない、むしろ、称賛されるべきだ」との意見である。⁶⁷

以上の議論に対する規制当局の当面の答えの一つは、JOBS Act 3.0 のなかの、私募の勧誘の対象となる適格投資家の範囲の拡充という提案にある。SEC のルールにある現在の適格投資家の定義のように、個人年収 20 万ドル超といった資金力の基準だけでなく、資格・人的能力に基準を広げるものである。SEC の委員長は、メイン・ストリート・インベスター（商店街に・店舗・事務所を持つ自営業者等の投資家のことをいう。）にプライベート・マーケットでの投資機会を提供する考えを表明している⁶⁸。

JOBS Act 3.0 の提案は、多様であり、多岐にわたる。今般の米国の資本市場改革においては、まず、IPO の件数の減少を問題として取り上げているが、これのみを解決しようとしている訳ではない。変わらぬ軸足のもと、常に現状を評価して、課題を発掘して、改革

66 後藤、前掲書、p.43-44。

67 Vijay Govindarajan, Shivaram Rajgopal, Anup Srivastava and Luminita Enache, "Why We Shouldn't Worry About the Declining Number of Public Companies", Harvard Business Review, August 27, 2018, (Harvard, 2018).

68 Jay Clayton, "Speech SEC Rulemaking Over the Past Year, the Road Ahead and Challenges Posed by Brexit, LIBOR Transition and Cybersecurity Risks", SEC Chairman Speech, Dec. 6, 2018, (SEC, 2018).

を継続しているように見える。

2-2-4 資本市場の機能—企業の成長段階に応じた資本調達の場合—

米国では、歴史的に資本市場の改革を、絶えず、弛まず続けている。資本市場は、投資家から企業へ、その成長を支える長期的な資金を提供して、イノベーションと雇用の創出を促進し、国際競争力と社会全体の生活水準を高める。図2の解説で述べたが、米国では、資本市場からの資本と社債等による資金調達の規模が銀行からのローンその他の資金よりも大きく、このことが、即ち、クオリティの高い資本市場が米国の国際競争力を生み出していると認識されている。国際競争力上の課題が生じるたびに、資本市場を改革する。よって、資本市場の改革は絶え間なく続く。世界最高のパフォーマンスを誇る今日でもなお改革を続ける理由がここにあるように思える。

資本市場のクオリティを高めるための原則は、米国の証券法制の目指すところと同じであろう。IPO タスクフォースの提言書では、「75 年以上の歴史を持つ米国の証券法制の精神とその目指すところは、元来、投資家への情報提供の拡大と市場の透明性の向上によって、投資家保護と、公正で公平な開かれた市場への投資の機会均等の確保を図り、投資家の市場への参加意欲の喚起を追求することにある」としている。⁶⁹

JOBS Acts の改革でも、このように、「企業の資本形成に証券市場が既に相当程度活発に利用されているという環境の下で」、「リスクマネー供給の促進と投資者保護のバランスを試行錯誤」して、資本市場に参加する企業と投資家の裾野を広げるべく、さらなる資本市場改革を押し進めている⁷⁰。

69 The IPO task Force, op. cit., p.2 から抜粋。

70 淵田、前掲書、p.109 から抜粋。

2-3 米国株式資本市場改革のアジェンダ

JOBS Acts による改革では、資本市場を通じた資本形成(capital formation)をさらに強化するとの考えが強い。企業が、その成長段階ごとに、資本を増やすことを可能にするため、IPO 前のプライベート・マーケットにおいても、各成長段階に応じた資本調達の間を拡充することを狙っている。

企業は、次の成長段階に移るときに、例えば、雇用を増やし、組織を広げるため、生産性を向上させるため、新製品を開発するため、販売市場を拡大するため、他の企業を買収するため、運営資金を拡大するため、負債を返済し、財務内容を改善するために、追加の資本を必要とする⁷¹。これに応じて、各段階で無数の投資家が資金を投じれば、資本形成が進み、事業が成功すれば大企業へと成長する。

第4章で検討するが、JOBS Acts では、IPO までのプライベート・マーケットで、私募や小規模公募⁷²、クラウド・ファンディング等の仕組み(プライベート・ストック・オフアリング(PSO))を拡充して、企業の成長段階・規模に応じた多様な資本調達の間(プライマリーマーケット)を用意する。併せて、私募転売(PSR)の制度をIT化のなかで充実させて、未上場株式のセカンダリー・マーケットを広げている。

特に、IPO による証券市場への上場は、資本形成のなかでも、「革新的なスタートアップがマーケットリーダーになる方法を提供し」、企業の成長を加速するために、中堅企業が大企業に、大企業がグローバルに成長するための重要な方法である⁷³。先行研究では、IPO による証券取引所への上場は、その後、IPO 前の10倍以上の雇用を生み出し、さらに、この雇用の成長率以上に、売上げの成長率は大きい等の分析結果が示されている⁷⁴。プライベート・マーケットは、ハイテク系のスタートアップのみならず、中堅・中小企業が、創業段階から、アーリー・ステージ、グロース・ステージ、IPO 直前期において必要な資本を広く募るためにある。IPO は、資本調達をプライベート・マーケットからパブリック・マーケット(証券取引所等)に広げるときに行われる。よって、企業の成長のためには、IPO 後のグローバルな成長加速を準備する段階のプライベート・マーケットを振興することに加え、IPO をした後のパブリック・マーケットのパフォーマンスを高めることも重要である。

このため、JOBS Acts では、IPO 直後も IPO オン・ランプ(IPO On-Ramp)と呼ばれる助走期間を置いて、上場後のコスト増を一定期間抑制して、パブリック・マーケットでの

71 Kolchin, op. cit., p.5.

72 脚注24参照。

73 Ibid., p.7.

74 Martin Kenny, Donald Pltto, Jay R. Ritter, "Post-IPO Employment and Revenue Growth for U.S. IPOs, June 1906-2010", Report for the Kauffman Foundation, (the Ewing Marion Kauffman Foundation, 2012).

企業の成長の加速を図っている。

以下では、過去 2 回の中小企業向けの資本市場改革と JOBS Acts それぞれの改革の項目を概観して、以上のような改革の潮流を確認するとともに、本稿における米国と日本の株式資本市場の法制を比較する対象範囲を把握する。

2-3-1 米国の過去 2 回の中小企業向け資本市場改革

第 1 章第 1 節で述べたように、米国の歴史上、中小企業向けの資本市場改革は、JOBS Acts の前に 2 回あった⁷⁵。

第 1 回目の 1970 年代後半から 1980 年代前半の資本市場改革においては、まず 1936 年制定のレギュレーション A の小規模公募(ミニ IPO)の限度額を 1972 年以降 1978 年までに段階的に 30 万ドル以下から 200 万ドル以下までに引き上げた。私募については、1982 年に、レギュレーション D を制定した。私募に応じて投資する資格のある適格投資家 (accredited investors) の考え方もこのとき導入されたものである。1978 年から 1979 年には、私募で購入した証券を一般の投資家に転売するための Rule 144 を制定した。負担の重い厳格な開示義務のもと、公募・上場が困難であった中小規模の企業が、これらの仕組みにより、私募による資本調達を本格的に活用し始めた。

第 2 回目の 1990 年代前半の資本市場改革では、まず、1990 年に私募で購入した株式を適格機関購入者に転売するためのルール 144A を整備した。また、フォーム SB-2 定めて比較的小規模な企業が株式の公募・上場をするときの登録届出書(開示書類)の簡素化を図った。さらに、NSMIA(National Securities Market Improvement Act of 1996)を制定して、私募等に関する連邦法・ルールに基づく行為について州法(ブルー・スカイ・ロー)の適用を免除する規制も設けられた。即ち、未上場企業やファンドが、例えば、レギュレーション D で私募をするときは、州ごとに州法に基づく登録を受けて開示義務を履行することが求められていたが、これを不要とした。併せて、VC ファンド等に課せられていた投資会社の登録義務を緩和して、VC ファンドが SEC へ登録せずに 100 人を超える投資家から資金を集められるようになった。これにより、ファンドの規模が拡大し、IPO 前のグロース段階の投資を拡充することができるようになった。この私募に関する改革は、その後の米国における IPO 件数の減少等の契機になったと言われている。⁷⁶

その後、2008 年には、ルール 144 を緩和し、私募で購入した制限付き証券の一般の投資家への公募による転売を容易にした。

75 淵田、前掲書、p.90-92。

76 若園、前掲書、p.11。Ewens, M. and J. Farre-Mesa, “The deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs”, (SSRN, 2018)。

2-3-2 JOBS Acts による株式資本市場改革の項目

JOBS Acts では、IPO を加速するとともに、これまでの歴史的なプライベート・マーケットの振興と市場に参加する企業と投資家の裾野の拡大の成果を生かし、さらに発展させる取り組みをしている。

(1) JOBS Act 1.0 のアジェンダ

JOBS Act 1.0 の規制緩和の対象となった新興成長企業(EGC)は、中小企業のみではなく、年間総収入 10 億ドル未満、日本でいえば年間売上高 1,100 億円未満の企業である。改革のアジェンダも、EGC の規制緩和による IPO の促進に限らず、私募の促進、ファンド等の金融仲介の強化、クラウド・ファンディングの導入と幅広い。今回の一連の改革が目指しているところについては以下の JOBS Act 1.0 の各章のタイトルに表れている。

「I 新興成長企業に対する米国資本市場の再解放」では、IPO オン・ランプ(IPO on-Ramp)という考え方にに基づき、IPO のプロセスや IPO 後も EGC である期間の継続開示義務の負担を緩和する。

「II 雇用創造者のための資本調達方法(access to capitol)」では、レギュレーション D ルール 506(c)に基づく適格機関投資家のみを対象とした株式の私募、及びルール 144A に基づく私募で購入した株式の転売における一般的勧誘・一般的広告の禁止の解除や、私募をするオンライン・トレーディング・プラットフォームの登録免除等の規制緩和等を行う。これらは未上場株式のオンラインのプライマリー及びセカンダリーのマーケット(未上場株式マーケットプレイス)の発展につながる。

「III クラウド・ファンディング」は、多数の投資家から小口投資を募る投資型のクラウド・ファンディング制度を創設する。

「IV 小規模会社の資本形成(Capital Formation)」では、証券取引法第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が免除される小規模公募の実施が認められる範囲を拡大する。

「V 閉鎖会社(Private Company)の柔軟性と成長」では、一定の株主数に達すると継続開示が強制される基準(「外形基準」という)を引き上げて、未公開の段階で資本形成する範囲を広げる。併せて、この株主数から、ストックオプション等の株式報酬を渡された従業員株主の人数を除外して、継続開示義務が生じない範囲での従業員株主の増加と資本形成を促進する。

このように、JOBS Act の対象は、スタートアップや⁷⁷中小企業に限らず、EGC の株式

77 米国でも、資本市場改革はスタートアップ支援のための一項目としてあげられており、2011 年 1 月にオバマ大統領が公表したスタートアップ支援の政策の 5 分野の 1 つとなっている。Startup America Initiative: entrepreneur-focused policy initiatives in five areas: 1. Unlocking access to capital to fuel startup growth, 2. Connecting mentors and education to entrepreneurs, 3. Reducing barriers and making government work for entrepreneurs, 4. Accelerating innovation from “lab to market” for breakthrough technologies, 5.

上場の促進から、小規模公募(ミニ IPO)の拡充、適格投資家等に限定した私募・私募転売における一般的勧誘・一般的広告の禁止の解除、オンライン・トレーディング・プラットフォームの促進、クラウド・ファンディング等と幅広く、株式の取引全般の改革を進めている。新興成長企業(EGC)、IPO オン・ランプ、コンフィデンシャル・レビュー、テスト・ザ・ウォーターズ、クラウド・ファンディングなど、日本の資本市場関係者でもよく知られるようになった数多くのコンセプトが登場した。⁷⁸

(2) JOBS Act 2.0 による拡充

2012 年の JOBS Act 1.0 の制定・実施後も⁷⁹、米国の資本市場改革は続き、2015 年 4 月には、JOBS Act 1.0 で進めた改革をさらに進める条項を含む the FAST Act が成立した⁸⁰。この the FAST Act は JOBS Act 2.0 とも呼ばれる⁸¹。EGC の IPO をさらに促進するため、SEC が IPO の登録届出書の審査を非公開で実施し(コンフィデンシャル・レビュー)、正式な登録届出書を提出・公衆縦覧する期限をロードショーを開始する日の 21 日前から 15 日前までに短縮する。また、証券取引法の判例法(証券法第 4 条(a)(1 と 1/2))を一部条文化して、私募で入手した株式を適格投資家に転売することを開示義務の免除取引とする同条(a)(7)の規定を追加した⁸²。

(3) JOBS Act 3.0 の提案項目

JOBS Act 3.0 の提案内容を分析した米国議会調査局(Congress Research Service : CRS)のレポート⁸³によると、近年、米国議会と SEC は、資本市場を、伝統的な“one size fits all” approach から方向転換させようとしているとのことである。2012 年の JOBS Act 1.0 と JOBS Act 2.0 を通じて、資本市場の規制は、異なる大きさの異なる資金ニーズに適合するように調整され(scaled)、仕立てあげた(tailored)ものになった。しかしながら、比較的小

Unleashing market opportunities in industries like healthcare, clean energy, and education.

78 JOBS Act 1.0 の内容については、中村聡、公益財団法人日本証券経済研究所金融商品取引法研究会(2012 年 11 月 12 日開催)報告「米国 JOBS Act による証券規制の変革」『金融商品取引法研究会研究記録第 40 号』が参考になる。

79 JOBS Act は、証券取引法と取引所法等を改正する 32 本の個別の法案を束ねて制定された。JOBS Act を施行するため、SEC が関連規則を作成し、2016 年 6 月までに全規則が発効された。

80 米国陸上交通修復法(the Fixing America's Surface Transportation Act: FAST Act)。オバマ大統領(当時)が 2015 年 12 月 4 日に署名して成立した。JOBS Act 1.0 の流れをくむ資本市場改革関連の証券取引法の改正等を含む。

81 SEC, “Recently Enacted Transportation Law Includes a Number of Changes to the Federal Securities Laws, Dec. 10”, SEC Announcement (SEC, 2015).

82 Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP and Affiliates, “New Capital Formation Changes and Reduced Disclosure Burdens Enacted As Part of ‘FAST Act’”, Capital Markets Alert (Skadden Dec. 8, 2015).

83 Eva Su & Gary Shorter, op. cit..

規模な企業は、引き続き、資本調達の間機を得るためのいくつかの課題に直面し、IPO の件数は低いままである。このため、米国議会は、JOBS Act 1.0、2.0 の上に、さらなる規制の見直しを追加する多くの提案を検討した。その結果がこの JOBS Act 3.0 とのことである。中心的なテーマは、資本形成の促進(capital formation)にある。立案において、前掲の米国財務省のトランプ大統領への報告書(A Financial System That Creates Economic Opportunities—Capital Markets)⁸⁴も反映されている。

CRS のレポートによると、32 のタイトルのうち、うち 18 が特に資本市場に関係深いものであり、その目的から以下の 4 つに分類される。

(i) コンプライアンス・コストの削減(Reduce Compliance Costs)

上場企業のコンプライアンス・コストを削減し、株式上場を促進するため、JOBS Act 1.0 では、EGC は、IPO 後 5 年間、SOX 法やドッド・フランク法の内部統制監査関連の義務が免除された。これを、JOBS Act 3.0 では、10 年間に延長し、売上額等が 10 億ドル以上となって EGC を卒業した企業も、その後 5 年間は継続して免除されることとする。また、JOBS Act 1.0 で EGC に認められたコンフィデンシャル・レビューとテスト・ザ・ウォーターズをすべての企業に(“EGCs”—to all issuers)認める。さらに、4 半期報告書の比較的小規模な企業における費用対効果の検証、IPO 時に小規模・中規模の発行会社が負担する証券会社の引受け手数料の妥当性の調査を SEC に求める。

(ii) 投資機会の拡大(Expand Investor Access)

私募等に応じて投資することが認められる適格投資家の範囲を拡大する。

また、私募における一般的勧誘・一般的広告の禁止を緩和して、デモ・デイ、ピッチなどと呼ばれる投資家の勧誘イベントへのエンジェル投資家の参加を認める。

(iii) 資本形成を担う金融仲介事業の促進(Promote Financial Intermediation)

中小規模の未上場企業の M&A を仲介する事業については、これを SEC への証券会社(ブローカー・ディーラー)の登録義務の対象業務から除外して、このタイプの M&A を促進する。また、VC ファンドの運営者に求められていた投資顧問業の登録免除の要件を見直して、VC ファンドからの中小企業向けのセカンダリー投資(VC ファンドによる転売市場からの未上場株式の購入)を促進する。

(vi) 投資家保護の増進(investor Protection)

議決権配分の異なる複数の種類の株式を発行する会社の会社情報の開示義務の強化など

84 Munchin, & Phillips, op. cit..

を規定している。

以上、JOBS Acts のターゲットは、「国内の IPO 市場に刺激を与え、また、私的な資本形成を容易にするとともに、一般的に規制を効率化する」⁸⁵ため、新興成長企業(EGC)の IPO の促進等に加え、企業の資本形成のプロセスに対応して、適格投資家私募、小規模公募、クラウド・ファンディング等のプライマリー・マーケットの諸制度の拡充を進め、さらには、私募転売などのセカンダリー・マーケットの拡充、金融仲介の促進等にも広がっている。

改革の詳細を日本の法制と比較する前に、まず、次章で、米国と日本の株式資本市場の規模や参加者、取引実態等を概観する。

85 Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flam LLP and Affiliates, “The JOBS Act 3.0: Regulatory Reforms Pass House of Representatives”, July 23, 2018, (Skadded, 2018).

3 米国と日本の株式資本市場の概要

第3章の要約

3-1 データでみる米国と日本の市場構造の違い

本章では、JOBS Acts の対象となる領域に重点を置きながら、米国と日本の株式資本市場の規模や参加者、取引実態等を概観する。米国と日本の株式資本市場は、歴史的に、法制度的には共通の枠組みを持つが、それぞれ独自の発展を遂げており、市場構造は大きく異なっている。

3-1-1 上場企業、未上場企業、公開会社の数

米国は、日本と比較して、経済規模の差の割には株式会社の数も上場企業の数も少ないが、株式会社のうちの公開会社の割合は若干高い。

表 4-1 で、米国の全事業者数は、3,506 万事業者、未上場企業は 610 万社、上場企業は 4,397 社、日本ではそれぞれ、386 万事業者、219 万社、3,652 社である。米国は日本の、事業者数で 9.1 倍、株式会社数で 2.8 倍、未上場企業数で、2.8 倍、上場企業数で 1.2 倍となる。よって、経済規模の差(GNP で 4.1 倍)の割には、米国は、上場企業数は日本と比べてかなり少なく、未上場企業数は、やや少ない。

米国では、州際の店頭市場銘柄数 5,972 社、クラウド・ファンディング 1,351 社の合計が 7,323 ある。これに上場企業 4,397 社を加えた広い意味での公開会社が 11,720 社あり、これだけで、日本の上場企業数 3,652 社に店頭市場銘柄数 155 社を加えた 3,807 社の 3.1 倍となる。

米国では、他に、州ごとのローカル・ストック・マーケットで未上場株式等が店頭取引されているが、データは見当たらず、実態は不明である(数万社程度と言われている)。関連するデータとして、レギュレーション D に基づく私募(主に株式であるが、社債も含む)を 2009 年から 2017 年までに行った発行会社の実数は 83,802 社あり、これがローカル・ストック・マーケットで取引されている企業数の一つの目安となると考えられる。

日本で、店頭市場で未上場株式が取引される企業数は、株主コミュニティ 19 銘柄及びクラウド・ファンディング 136 社の合計 155 社であり、これら以外に未上場株式を取引する社数に関するデータは見当たらない。

このように、米国では、未上場株式が店頭市場で盛んに取引されているが、日本では極小規模の取引となっている。(表 4-1)

3-1-2 上場企業、未上場企業の株式残高

資金循環表で株式残高の内訳をみると、上場株式の国内保有残高は米国 30 兆ドル(3,350 兆円)、日本 440 兆円と、7.6 倍の差がある。米国では、上場企業の株式は、株式残高総額の 70.9%、国内保有株式の 87.1%となる。一方、日本ではそれぞれ 41.7%、51.3%に留まる。米国の上場株式の時価総額の巨大さがわかる。

未上場株式の株式残高でみると、米国 4 兆 5,186 億ドル(497 兆円)、日本 418 兆円と、1.2 倍程度で、それほど変わらない。未上場企業 1 社当たりの国内保有株式残高は、米国 74.2 万ドル(0.82 億円)、日本 1.91 億円で、米国は日本の 0.45 倍程度となっている。(表 4-2)

3-1-3 企業の株式発行・資本調達規模

米国企業の資本 (equity) の調達額は、2018 年では、公募により 2,212 億ドル(24 兆 3,320 億円)、私募により 123 億ドル(1 兆 3,490 億円)に達する。1 件当たりの資本の調達額は、株式公募は 2.20 億ドル(242 億円)、私募は 2.92 億ドル(321 億円)(2017 年は 1.4 億ドル(154 億円))となる。(表 5-1)

SEC のルールに基づき社債又は株式の私募等をした件数・金額をみると、2017 年には、レギュレーション D の私募では、1,050 億ドルを金融機関以外の株式会社等が調達しており、この過半が株式とされる。仮に 1,050 億ドルの半額として 525 億ドル(5 兆 7,750 億円)以上が、私募で調達した資本の額と試算できる。(表 5-2)

日本企業の資本の調達額は、公募 5,862 億円、上場企業の第三者割当て 3,356 億円、合計で 9,218 億円である。日本の私募による金額は不明である。

公募による調達額は、米国は日本の 41.5 倍、日本の公募の額に第三者割当ての額を加えても 26.4 倍である。米国の株式による資金の調達額が桁違いに大きい。

日本の 1 件当たりの調達額は、2018 年で、公募 38 億円、第三者割当てで 11 億円であり、米国の一件当たりの公募額 2.20 億ドル(242 億円)は、日本の 6.4 倍となる。

米国の私募による 1 件当たりの調達額は 2.92 億ドル(321 億円)(2017 年は 1.4 億ドル(154 億円))となっているが、日本では、これに匹敵するデータが見当たらない。

このように、日本の私募等による株式会社の資本の調達については、VC ファンド等からの出資以外は、金額は不明であり、取引実態は乏しいと言われている。

3-1-4 VC ファンド及び PE ファンドからの資本調達

VC ファンド等によるスタートアップ向けの資金供給は、米国では増加を続けており、2018 年には 1,402 億ドルとなっている。日本でも増加傾向にあるが、2018 年の 4,254 億円に対して米国は 36 倍にのぼる(15 兆 4,220 億円/4,254 億円)。

米国の PE ファンドの投資額も増加を続け、2017 年には 6,286 億ドル、2018 年には 7,303 億ドル(80 兆 3,330 億円)もの規模がある。

日本の PE ファンドの投資額は、近年は 1 兆円弱となっている。引き続き、圧倒的に米国のほうが大きい。日本の PE ファンドからの投資額の内訳については、子会社を切り出して売却するカーブアウト案件が主流である。バイアウト案件も多く、このうち近年は中堅中小企業の事業承継案件も増えている。いずれもオーナーや親会社などからセカンダリーの株式を買い取るものであり、EXT 先は M&A が主流であり IPO も増えている。ファンドが成長資金を調達するため増資する企業に投資するグロース投資は日本ではそれほど多くないと言われている。(表 6-1、表 6-2、図 4)

3-2 米国の株式資本市場とプレーヤー

3-2-1 証券取引所

米国では、証券取引所が 13 あり、最良気配値を共有する全米証券取引所連携システム(NMS)と、他市場への上場銘柄も取引できる未上場株式取引特権(UTP)のもとで一体となって盛んに取引されている。13のうちNYSE(ニューヨーク証券取引所)とNASDAQ(ナスダック市場)が中心となっており、上場株式の売買高(株数)のうちの 60%が、証券取引所内、このうち半分近くがNYSE(12.8%)とNASDAQ(16.0%)の二つの取引所で取り扱われている。

3-2-2 上場株式の店頭市場(第二市場、第三市場)と ATS

また、上場株式を取引所外で取り扱う取引所外取引(店頭市場)も発達している。第二市場という証券取引所の会員の上場株式の店頭市場と、第三市場という同じく非会員の店頭市場がある。

上場株式の取引所外取引(店頭市場)は、上場株式の取引高の 40%を占めており、これもNYSE取引所外(11.6%)とNASDAQ取引所外(23.8%)が中心となっている。

これらの市場において、証券会社が設置する証券取引所類似のコンピューター・システムであるATSが活用されており、現在、55システム(未上場株式向けを含む)が稼働している。

3-2-3 未上場株式の店頭市場(OTC 株式市場)

米国では未上場株式の店頭市場(OTC 株式市場、Over-the-counter Stock Market)が発展している。

(1) OTCBB と OTC Markets

州際未上場株式の店頭市場のうち、OTCBB と OTC Markets は、一つの市場運営者の下で組織化されている店頭登録市場である。FINRA の運営する OTCBB では、開示義務が厳しくなり、ほぼ取引がなくなっている。OTC Markets では、OTC Link という ATS のもとで、米国未上場企業 3,931 銘柄が取引されている。優良企業向けの OTCQX、成長

銘柄の OTCQB、比較的小さな企業の PINK という区分がある。

未上場株式を取り扱う ATS は、OTC Link の他に外国企業の株式を取り扱うグローバル OTC があり、この 2 社で 99% を占める。他の 3 社では 1% に満たない

(2) グレー・マーケット

グレー・マーケットとは、FINRA の定義によると、会員証券会社の連携による州際店頭市場(OTC 株式市場)から、店頭登録市場の OTC Markets を除いた店頭取引をいう。州際店頭市場(OTC 株式市場)の米国企業銘柄数 5,694 から、ほぼ同時期の OTC Markets の米国企業銘柄数 3,931 を引いた残りの 2,763 銘柄程度がグレー・マーケットで取引されている米国企業の銘柄数の目安になると考えられる。

(3) ローカル・ストック・マーケット

ローカル・ストック・マーケット(local stock market)は、ブルー・スカイ・ローと呼ばれる州法に基づき、各州内で取引される株式を扱う店頭市場である。州内株式市場(intrastate stock market)とも呼ばれる。

レギュレーション D に基づいて私募を行った発行企業数の 2009 年-2017 年の計 83,802 社がローカル・ストック・マーケットの取り扱い会社数の一つの目安になると考えられる。

(4) ペニーストック

ペニーストックといわれる 1 株 5 ドル未満の安価な株式が、OTC Markets の市場区分のうちの PINK を中心に、グレー・マーケットやローカル・ストック・マーケットにおいて、証券会社を通じて取引されている。

小規模な会社情報の開示等が不十分な未上場企業の、流動性の低い、リスクの高い銘柄も含まれている。

(5) 未上場株式マーケットプレイス

オンライン・トレーディング・プラットフォームは、証券会社が設置して、顧客がインターネットを通じて株式の売買の注文し、システム上で仲介するものである。SEC に証券業の登録をした証券会社が運営し、顧客は、機関投資家、富裕層などの適格投資家である場合が多い。

上場株式を中心に用いられてきたが、この活用が 2000 年代半ば以降、未上場株式にも広がった。私募で購入した株式などの転売等の場として、未上場株式のオンラインのセカンダリー・マーケットとして伸長しており、未上場株式マーケットプレイスと呼ばれる。ルール 144 や 144A による私募で購入した制限付き株式の転売や、さらには、ルール 177 の従業員への株式報酬で購入した株式の転売・換金などのため、システムを通じて投資家同士が直接に売り買いする。売り手は、創業経営者、株式報酬を受け取った役職員など、

買い手は、スタートアップへの投資に関心のある個人投資家や、成熟段階のスタートアップ・新興成長企業への投資に関心のある機関投資家などである。発行会社が直接投資家にレギュレーション A+の小規模公募やレギュレーション D506(c)の私募を行う場を提供するオンライン・トレーディング・プラットフォームやマーケットプレイスも登場している。

未上場のときから資本調達に未上場株式マーケットプレイスを活用して、IPO を果たした著名な企業では、LinkedIn(2011 年に IPO)、Facebook(2012 年)、Twitter(2013 年)などがある。

未上場株式マーケットプレイスについては、その取引額は主要 4 社で 2017 年に計 40 億ドル以上との研究成果がある。

(6) クラウド・ファンディング

クラウド・ファンディング(Crowd Funding)は、多数の適格投資家及び一般の投資家から少額の投資額を集めるオンラインの株式公募のシステムである

2016 年にスタートしてから 2018 年 12 月末までに、51 社が運営するクラウド・ファンディングによって募集した企業は、延べ 1,351 社あり、そのうち 105 社が追加投資(follow on)の募集をしたものである。519 社が募集を完了し、1 億 820 万ドル(119 億円)を調達している。スタートアップも多いが、食品・飲料産業などの地域的・文化的製品を販売する事業や、社会的課題に対応した企業等により募集が行われている。

クラウド・ファンディングで成長した未上場企業の株式は、未上場株式マーケットプレイスで転売されて流通することが期待されている。

3-3 日本の株式資本市場とプレーヤー

日本の株式資本市場は、その取引実態が東京証券取引所(東証)にかなり集中している。上場企業 4,055 社中 3,706 社が東証に上場している。4 つの証券取引所の売買高の 99.9%は東証で行われたものである。上場株式の取引のうち 85%が証券取引所、5%が PTS となっており、PTS も東証の上場株式を中心に取引しており、東証の補完的な取引の場となっている。

未上場株式の店頭登録市場としては、株式コミュニティがあるが、極小規模なものである。株式投資型クラウド・ファンディングも、2015 年 5 月にスタートして 2019 年までに運営会社 10 社、31 件が調達に成功しているが、未上場株式のセカンダリー・マーケットが未発達な状況では、将来の転売も困難であり、小規模なものに留まっている。

その他の未上場株の取引は、プライベート・マーケットは、VC ファンドからのプライマリーの投資を除きデータは見当たらない。未上場株式による資金の調達は困難であり、取引の実態が乏しいと言われている。

3-4 米国と日本の証券業

米国、日本の証券業は、それぞれの業界の構成、業務概要やその動向など、以下で簡単に解説するが、これまで概観した両国の市場構造の相違を反映したものとなっている。

3-4-1 証券業の規模・構造

米国の証券業界は日本と比べて桁違いの規模であり、株式を扱う証券会社数で 13.5 倍、投資顧問業で 38.9 倍となっている。

米国の証券業界は、大手から中小規模へと社数を増して、裾野の広い業界構造となっている。表 12-1 の営業所の数も 15 万 4,700 か所もあり、本社はニューヨーク市等に多く存在するが、各州に地元の証券会社が存在し、大手の営業所や地方の証券会社等が全米の各州、各都市に存在している。

日本の証券業界は、表 12-1 にあるように、米国と比べて資本市場の規模の格差以上に小規模のものとなっている。表 12-2 にあるように、日本の証券会社は、資本金 10 億円以上で半数近くとなり、比較的大企業中心の構造となっている。

3-4-2 証券業の業務・業態

証券会社には、ブローカー・ディーラー専業と投資アドバイス専門(投資顧問業)及びこの両者の兼業の業態がある。

証券業の業態として、まず、

1) 株式等の自己売買をする投資運用(ディーリング)業務がある。

また、投資家の側に立つバイサイドと呼ばれる、

2) 投資家の株式の売買の仲介等や委託売買をするブローカー業務や、

3) 機関投資家、富裕層、個人投資家等の資産運用等の助言などのアドバイザー業務がある。一方で、企業の資金調達に立ち、セルサイドと呼ばれる、

4) 株式の公募・私募・転売等における株式の購入者の募集・勧誘などによる発行会社のサポート及び引受け(アンダーライティング)業務、

5) M&A の仲介業務や各種サポート業務、

6) 株式発行・公募・私募や資産の証券化など資金調達に関するアドバイザー業務などがある。

セルサイドを総合的に営業する証券会社兼投資顧問業は、投資銀行と呼ばれる。米国では、地方証券会社や大手の地方支店ではバイサイドの投資家支援業務の比重が高まるが、セルサイドで地域の成長企業の資金調達等の支援も盛んに行っている。大手にいくほどブローカー・ディーラーと投資顧問の両方を兼業した投資銀行業務が盛んである。

日本の証券業務も、米国と同様な業態にあるが、バイサイドのリテール部門への比重が高い。日本の証券会社は、日証協の規則により原則として未上場株式の投資勧誘を禁止されており、その分、引受け業務、仲介等の証券会社としての基幹業務の範囲が米国と比べ

て狭く、投資銀行的な発展は証券取引所での上場等で主幹事会社のできる大手証券会社中心となっている。

特に、地方証券会社においては、地方富裕層を対象にしたリテールでの株式取引の受託や投資信託の販売等のウェイトが高い。セルサイドのホールセール業務については、地元上場企業に関連した業務に限られるが、上場企業が東証所に集中している状況においては、そのウェイトも高くない。地元創業企業の未上場株式の私募の引受けなど、地方でもニーズがありそうな投資銀行業務も行われていないと言われている。

3-4-3 IT化・オンライン化

米国では、証券会社が自社内や顧客との取引にコンピューター・システムとインターネットを導入し、オンライン・トレーディング・プラットフォームが発展した。

先述したオンライン・マーケットプレイスという、売りと買いの参加者による売買の仲介等をする機能が中心のものもある。2000年代半ばから、未上場株式のオンライン・マーケットプレイスが伸長している。オンライン・ブローカーと呼ばれるインターネットによる上場株式を含む証券の仲介等を専業とする証券会社(オンライン専業証券会社)もある。

米国では、上場株式は無論、未上場株式の株券の電子化も進んでおり、未上場株式を電子化の対象外としている日本とは対照的である。日本では、2009年に上場株式の電子化が始まり、未上場株式はいまだ対象外である。

3-5 多層的・多極分散的構造の米国株式資本市場と東京証券取引所一極集中構造の日本市場

表 13 は、本章の検証結果を、データ中心にまとめたものである。

米国と日本の株式資本市場の市場構造については、米国では、多数の証券取引所に加えて多様な店頭市場が発展しており、IT ネットワークで一体化された多層的・多極分散的な市場構造、日本は、プライベート・マーケットが未発達で、東京証券取引所一極集中型の市場構造と表現することができる。

3-5-1 米国市場：IT ネットワークで一体化された多層的・多極分散的構造

米国では 13 の証券取引所、上場株式の店頭市場(第二市場、第三市場)、未上場株式の店頭登録市場である OTC Markets の OTCQX、OTCQB と PINK、州際の証券会社の店頭市場であるグレー・マーケット、及び州ごとの証券会社の店頭市場であるローカル・ストック・マーケットと、多層的・多極分散的になっている。店頭市場では、証券会社が証券取引所類似のシステムである ATS を 55 システム設置・活用しており、顧客は各社のオンライン・トレーディング・プラットフォームを使って売り買いの注文をする。未上場株式もオンライン・マーケットプレイスなどで取引されており、株式投資型クラウド・ファンディングも伸長している。PINK やその他の店頭市場では、1 株 5 ドル未満のペニーストック

の取引も盛んである。

このように、米国では、株式資本市場が、多層的・多極分散的に発展しており、企業に対して、創業から上場までの企業の成長過程の段階に応じて、資本を調達する機会を提供している。

3-5-2 日本市場：プライベート・マーケットが未発達で、東京証券取引所一極集中構造

一方、日本の株式資本市場は、その存在が、ほぼ東京証券取引所に集中している。未上場株式の店頭市場は極小規模であり、未上場株式の取引実態も、ファンドからの投資を除きデータが見当たらず、取引の実態も乏しいと言われている。PTS 他の取引所外取引も上場株式の取引について東京証券取引所を補完する面が中心となっている。

3-5-3 中国などの国々：米国型の多層的な市場構造を目指してプライベート・マーケットを振興

米国と日本以外の国々の動向については、多くの国で米国同様のプライベート・マーケットの振興を図っている様子が見える。

中国は、米国のような資本市場の多層的な体系の形成を目指している。証券取引所としては、上海証券取引所と深圳証券取引所がある。後者にはメインボード、深圳中小企業ボード(一板市場)と深圳創業ボード(二板市場)が設置された。また、未上場株式の店頭市場である三板市場に加え、同じく未上場株式の店頭取引を行う新三板市場が 2006 年北京市中関村科技園区に設置された。全国各地の産権交易所があり、未上場株式も取り扱っている。2019 年 7 月に、上海市場に、国家イノベーション戦略・資本市場改革の中心として、ハイテク新興企業向けの科創板を設置した。

韓国でも、同様に未上場株式の店頭登録市場として K-OTC があり、ファンドや機関投資家等が未上場株式を売買するオンライン・プラットフォーム(K-OTC PRO)を設置した。

オンライン・トレーディング・プラットフォームも、先進国から途上国まで、各国の民間企業等が設置しており、上場株式を中心に売買されているが、そのなかには、未上場株式を含むもの、クロスボーダーで売買可能なものもある。

既に 2011 年の研究成果では、「米国で発展した未上場企業の未公開株式のセカンダリー・マーケットプレイス」と同様の取り組みが欧州、イスラエル、インドで進められていると報告されている。

3-1 データでみる米国と日本の市場構造の違い

本章では、JOBS Acts の対象となる領域に重点を置きながら、米国と日本の株式資本市場の規模や参加者、取引実態等を概観する。米国と日本の株式資本市場は、歴史的に、法制度的には米国証券法等を共通の枠組みとして始まっており、引き続き共通の枠組みを持つ。ただし、その後それぞれ独自の発展を遂げており、市場構造は大きく異なっている⁸⁶。

3-1-1 上場企業、未上場企業、公開会社の数

米国は、日本と比較して、経済規模の差の割には株式会社の数や上場企業数は少ないが、株式会社のうちの公開会社の割合は若干高い。

表 4-1 にあるように、米国の全事業者数は 3,506 万事業者、未上場企業は 609 万社、上場企業は 4,397 社、日本ではそれぞれ、386 万事業者、219 万社、3,652 社である。米国は日本の事業者数で 8.6 倍、未上場企業数で 2.8 倍、上場企業数で 1.2 倍となる。よって、経済規模の差(GNP で 4.1 倍)の割には、上場企業数は日本と比べてかなり少なく、未上場企業数はやや少ない。株式会社のうち上場企業の占める割合は米国 0.07%、日本 0.17% と、日本のほうが若干高い。

全事業所数をみると、米国には、会社以外の形態(リミテッド・パートナーズ、自営業者、フリーランス)の企業が多いこともあり、米国は日本の 9.1 倍となっている。このため米国の株式会社の数は日本と比べて全事業者に占める割合が低い。

未上場企業であって店頭市場で株式が取引されている企業数は、米国では、州際店頭市場に限定すると銘柄数 5,972 社と、クラウド・ファンディングで募集を行った企業 1,351 社の合計 7,323 社となる。

米国には、他に各州の店頭市場であるローカル・ストック・マーケットで未上場株式が店頭取引されているが、データは見当たらず、実態は不明である(数万社程度と言われている)。関連するデータとして、レギュレーション D の私募(主に株式の私募であるが社債も含む)を 2009 年から 2017 年に行った発行企業数は、実数で 83,802 社となるが、これがローカル・ストック・マーケットで取引されている企業数の一つの目安となると考えられる。

日本では、店頭市場で株式が取引されている未上場企業数は、データのわかるもので、株主コミュニティ 19 銘柄及びクラウド・ファンディング 136 社の合計 155 社である。米国 7,322 社は、日本の 47.2 倍であり、日本の未上場株式の店頭市場取扱い企業数は極小規模となっている。

公開会社の定義は複数あるが、株式が市場で取引されているという広い意味での公開会社が株式会社のうちに占める割合は米国は日本と比べて高い。米国の州際店頭市場企業

86 太田珠美「日米株式市場の相違点」『大和総研レポート』(大和総研、2014) p.2。

数 7,323 社に上場企業 4,397 社を加えた 11,720 社は、証券取引所と店頭市場で取り扱われる意味での公開会社(public companies)の数である。日本では、同じ意味での公開会社は、先ほどの 155 社に上場企業 3,652 社を加えて 3,807 社である。米国は、この意味での公開会社は日本の 3.1 倍ある。

日本の会社法では、公開会社は株式譲渡制限を一部又は全部の株式について解除している会社と定義されるが、この意味での公開会社数のデータは見当たらない。株式譲渡制限を設けているかどうかは別として、自社の株式を取引対象にしていないという意味で、日本の未上場企業 219 万社のほとんどが実質的に非公開会社であると言われている。

このように、米国では、未上場株式が店頭市場で盛んに取引されているが、日本では極小規模の取引となっている。

表4-1 上場企業数、未上場企業数、公開会社数等

米国		日本		米国/日本
全事業者数(個人事業者を含む。) (All Businesses)(1)	35,060,997社	企業等数(a) (法人及び個人経営)	3,856,457社	9.1倍
中小事業者数 (Small & medium Businesses)(2)	30,748,033社	中小企業数(b)	3,578,176社	8.6倍
株式会社数 (C-corporation+ S-corporation)(1)①	6,098,572社 100%	株式会社数(c)⑥	2,191,534社 100%	2.8倍
未上場企業数①-⑤	6,094,175社	未上場企業数⑥-⑩	2,187,882社	2.8倍
非公開会社数 (private companies)①-④	6,091,912社	非公開会社数⑥-⑨	2,187,418社	2.8倍
公開会社数		公開会社数		
私募を行った会社数 (レギュレーションDの2009年-2017 年の発行企業数(3))	83,802社	私募を行った会社数	-	-
上場企業数+未上場企業の 州際店頭市場銘柄数	11,720社 0.19%	上場企業数+未上場企業の 店頭市場銘柄数	3,807社 0.17%	3.1倍
未上場企業の 州際店頭市場銘柄数②+③ ・州際のOTC(店頭)株式市場 国内銘柄数(4)② うちOTC Markets (店頭登録市場) ・クラウドファンディング(5)③	7,323社 5,971銘柄 (1,842銘柄) 1,351社 (募集完了 519社)	未上場企業の 店頭市場銘柄数⑦+⑧ ・株主コミュニティ(d)⑦ ・クラウドファンディング(e)⑧	155社 19銘柄 累計136案件 (成約97)	47.2倍
・継続開示会社等 (public companies)(3)④	6,660社	・継続開示会社等(f)⑨	4,116社	1.6倍
国内上場企業数 (listed domestic companies)(7) ⑤	4,397社 0.07%	国内上場企業数(7)⑩	3,652社 0.17%	1.2倍

(出所)

(1) ISR, SOI Tax Stats - Integrated Business Data Table1 (2015)

(2) 米国中小企業庁(SBA)、2019 Small business Profile。従業員数500人未満。個人事業者を含む。

(3) Scott Bauguess, Rachta Gullapalli, & Vladimir Ivanov, "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017", (Division of Economic and Risk Analysis(DERA), SEC, 2018).

(4) FINRA; Market Statistic Historical Data, All Annual OTC OTC Domestic Avg #issues 2019 annual.

(5) The staff of the U. S. SEC, "Report to the Commission Regulation Crowdfunding, June 18, 2019", (SEC, 2019)

(6) public companies は SECへの年次報告書(Form10-k)の提出件数(2019年)

(7) データの出所は表2と同じ。(2018)

(a) 経済センサス基礎調査(2016)の企業等数、全産業。

(b) 中小企業庁; 小規模事業者を含む。中小企業基本法の中小企業の定義(製造業:資本金3億円以下又は従業員300人以下、卸売業:1億円以下又は100人以下、小売業:5千万円以下又は50人以下、サービス業:5千万円以下、100人以下。

(c) 上場企業サーチ https://xn--vckya7nx51ik9ay55a3l3a.com/analyses/number_of_companies (2020年7月12日)

(d) 日証協、株主コミュニティ銘柄数(2020年1月31日現在)。

(e) 日証協株式投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況。

(f) 関東財務局「有価証券報告書等の受理件数(平成30年)(全国財務局分)」の有価証券報告書の年間の受理件数

ローカル・ストック・マーケットの規模を表す関連のデータとして、レギュレーション D に基づく私募(主に株式であるが、社債も含む)を 2009 年から 2017 年までに行った発行会社の実数は 83,802 社あり、これがローカル・ストック・マーケットで取引されている企業の数の一つの目安となると考えられる。⁸⁷

日本では、未上場株式が取引されている企業のデータとしては、株主コミュニティ 19 銘柄と株式投資型クラウド・ファンディング累計の成約 97 社となる。これら以外に未上場株式を取引する社数に関するデータは見当たらない。

このように、米国では、未上場株式が店頭市場等で盛んに取引されているが、日本では極小規模の取引となっている。

3-1-2 上場企業、未上場企業の株式資産残高

資金循環表ベースで、株式残高の内訳をみる。表 4-2 で、米国には株式が 42 兆 9,710 億ドル(4,727 兆円)あり、日本の 1,069 兆円の 4.4 倍となっている。

これを国内保有の株式の残高でみると、米国は 35 兆ドル(3,847 兆円)と、日本の 858 兆円の 4.5 倍である。上場企業数は、表 1 から、米国 4,397 社、日本は 3,652 社で、米国は日本の 1.2 倍とほぼ同じであったが、上場株式の国内保有残高は、米国 30 兆ドル(3,350 兆円)、日本 440 兆円と、7.6 倍の差がある。

株式残高に占める上場株式の割合は、米国では、上場株式が株式残高総額の 70.9%、国内保有株式の 87.1%となっている。一方、日本ではそれぞれ 41.1%、51.3%に留まる。米国の上場株式の時価総額の巨大さがわかる。なお、両国とも株式資産のうち 20%弱が海外保有となっている。

未上場株式の株式残高でみると、米国 4 兆 5,186 億ドル(497 兆円)、日本 418 兆円と、米国は日本の 1.2 倍程度で、それほど変わらない。未上場企業 1 社当たりの国内保有株式残高は、米国 74.2 万ドル(0.82 億円)、日本 1.91 億円で、米国は日本の 0.4 倍程度となっている。

87 Scott Bauguess, Rachta Gullapalli, & Vlandimir Ivanov, “ Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009 - 2017 ”, (Division of Economic and Risk Analysis(DERA), SEC, 2018), p.33. この SEC の DERA のレポートによると、レギュレーション D の募集件数の 177,622 件、65.5%が資本(equity)の調達のために行われたとのことである(Ibid., p13.)

表4-2 上場企業、未上場企業の株式資産残高⁸⁸

	米国(2018年末)				日本(2019年3月末)億円		米国／日本
				億円(1ドル＝110円)			
株式	All sectors; corporate equities; asset	42兆9,710億ドル	100.0%	4726兆8100億円	1069兆3962億円	100.0%	4.4倍
国内保有 株式	All domestic sectors; corporate equities; liability	34兆9,745億ドル	81.4% [100%]	3847兆1950億円	857兆6359億円	80.2% [100%]	4.5倍
海外保有 株式	rest of the world	7兆9,965億ドル	18.6%	879兆6150億円	211兆7603億円	19.8%	4.2倍
国内保有 上場株式	All domestic sectors; public corporate equities less intercompany holdings; liability	30兆4,559億ドル	70.9% [87.1%]	3350兆1490億円	439兆5939億円	41.1% [51.3%]	7.6倍
国内保有 未上場株 式	All domestic sectors; closely held corporate equities; liability	4兆5,186億ドル	10.5% [12.9%]	497兆0460億円	418兆0420億円	39.1% [48.7%]	1.2倍
未上場会 社一社当 たりの国内 保有株式 資産残高		74.2万ドル		0.82億円	1.91億円		0.4倍

3-1-3 企業の株式発行・資本調達規模

表 5-1 は、米国企業の資本(equity)の調達における公募の額と私募の額を表している。2018 年では、公募により 2,212 億ドル(24 兆 3,320 億ドル)、私募により 123 億ドル(1 兆 3,490 億円)と、多額の資金が調達されている。1 件当たりの調達額は、株式公募は 2.20 億ドル(242 億円)、私募は 2.92 億ドル(321 億円)(2017 年では 1.4 億ドル(154 億円))となる。

88 株式資産の額は、表 2 と同じ出所。未上場会社数 1 社当たりの株式資産額は表 4-1 の未上場会社数を用いて算定したもの。

表5-1 米国企業の資本調達

	資本 (Equity)						
	計	公募 調達額計	優先株式 (Preferred Stock)	普通株式 (Common Stock)		私募 (Private placement)	1ドル=110円
				新規株式 公募 (All IPOs)	増資 (Follow-Ons)		
2016年	2,218億ドル	2,026億ドル	248億ドル	207億ドル	1,571億ドル	192億ドル	2兆1,098億円
2017年	2,345億ドル	2,204億ドル	260億ドル	392億ドル	1,552億ドル	142億ドル	1兆5,576億円
	1,206件	1,105件	91件	169件	845件	101件	
	1件 当たり	1.94億ドル	1.99億ドル	2.86億ドル	2.32億ドル	1.84億ドル	1.40億ドル
		214億円	219億円	314億円	255億円	202億円	154億円
2018年	2,335億ドル	2,212億ドル	168億ドル	499億ドル	1,546億ドル	123億ドル	1兆3,490億円
	1,046件	1,004件	45件	197件	762件	42件	
	1件 当たり	2.23億ドル	2.20億ドル	3.72億ドル	2.53億ドル	2.03億ドル	2.92億ドル
		246億円	242億円	410億円	278億円	223億円	321億円

(出所) SIFMA "Capital Markets Fact Book 2019", U.S. Corporate Issuance-Value, U.S. Private Placements-Value. Debtは、Corporate Debt, Convertible Det, ABSとNon-Agency MBAの合計。以上の出所 (Sources) は: Bloomberg, Dealogic, Refinitiv。

表 5-2 は、株式と社債についての SEC の私募、私募転売、小規模公募等の規則の適用件数と発行会社の調達額の試算である。レギュレーション D の私募、ルール 144A による私募に応じて購入した株式の転売、レギュレーション A による小規模公募等のデータである。社債の発行額とプライベート・ファンドの調達額を含むので、表 5-1 と直接の比較はできないが、規制を活用した件数等の悉皆型の統計であるため精度は高く、表 5-1 よりも大きい数字となっている。SEC のレポートによると、レギュレーション D は主に発行段階の資本の私募調達に活用されている (mainly equity offerings)。一方、レギュレーション A は、過半が社債等に使われ、残りが私募に活用されている (predominantly debt offerings)。レギュレーション D の 2017 年の私募の金額 1 兆 8,490 億ドル (37,785 件) のうち 1,050 億ドルが金融機関以外の株式会社が調達したものとのことである。よって、1,050 億ドルの最低でも半額とすれば、525 億ドル (5 兆 7,750 億円) が金融機関以外の株式会社等が私募で調達した私募の額の目安になる⁸⁹。

89 脚注 94 参照。

表5-2 私募等に関するSEC規則：レギュレーションD、ルール144A等による資金調達(エクイティ及びデッド)⁹⁰

	資本・公募(Equity) (Public Offerings)		資本・負債・私募(Equity・Debt) (Private Offerings)						負債・公募 (Debt) (Public Offering)
				合計件数	レギュレーション D(2)		ルール 144A	その他の 私募(1)	
2016 年	-	821件	-	37,743件	1兆3,220億ドル	35,793件	1,500件	450件	1,636件
2017 年 (1件 当たり)	1.5兆ドル	976件	3.0兆ドル	41,101件 (100.0%)	1兆8,490億ドル 脚注(2)	37,785件 (91.9%)	2,099件 (5.1%)	1,217件 (3.0%)	1,846件
	15.4億ドル		0.7億ドル		0.5億ドル				

(1)その他の私募には、レギュレーションS、証券法第4条(a)(2)、レギュレーション・クラウドファンディング及びレギュレーションA による募集が含まれる。

(2)レギュレーションDによる調達の多くはプライベートファンドの調達額である。これを除いた非金融発行者の調達額は1,050億ドルとされる。

表 5-3 は、日本における新規上場企業と上場企業の証券取引所等での公募及び第三者割当て増資による資本の調達額である。2018 年では、公募により 5,862 億円、第三者割当てにより 3,356 億円の資本が調達されている。1 件当たりの調達額は、公募は 38 億円、第三者割当ては 11 億円となる。日本においては、上場企業でも、株式公募による増資よりも第三者割当てによる増資を選択して、資金を調達していることがわかる。

表5-3 日本企業の資本調達⁹¹

	合計		公募計		株券等 (新規上場)		株券等 (新規上場以外)		第三者割当	
	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額
2016年	380件	1兆1016億円	109件	2,832億円	81件	1,906億円	28件	926億円	271件	8,184億円
2017年	445件	1兆6628億円	142件	5,550億円	87件	905億円	55件	4,645億円	303件	1兆1078億円
2018年	463件	9,218億円	155件	5,862億円	91件	2,099億円	64件	3,763億円	308件	3,356億円
	1件当たり	20億円	1件当たり	38億円	1件当たり	23億円	1件当たり	59億円	1件当たり	11億円
2019年	360件	1兆4710億円	104件	1,914億円	86件	879億円	18件	1,035億円	256件	1兆2796億円
	1件当たり	41億円	1件当たり	18億円	1件当たり	10億円	1件当たり	57億円	1件当たり	50億円

表 5-1 と表 5-3 で日米を比較すると、2018 年で、米国の上場企業の資金調達は、公募により 2,212 億ドル(24 兆 3,320 億ドル)、私募により 123 億ドル(1 兆 3,490 億円)、日本の上場企業の資金調達は、公募 5,862 億円、第三者割当て⁹²3,356 億円、合計で 9,218 億円と

90 Bauguess, Gullapalli, & Ivanov, op. cit., p.7-14.

91 日証協の「全国上場企業のエクイティ・ファイナンスの状況」のデータ。

92 上場企業の第三者割当は、金商法 2 条第 3 項の「有価証券の募集」として、有価証券届出書の提出等の義務と届出前勧誘の禁止等の制約の下で行われている(企業等開示ガイドライン 2-12)。

なっていて、株式の公募では、米国は日本の 41.5 倍、これに日本の側に第三者割当てを含めても、資本の調達額合計は、米国は日本の 26.4 倍となっている。このように、米国の株式による資金の調達額が桁違いに大きい。

日本の 1 件当たりの調達額は、2018 年で公募 38 億円、第三者割当てで 11 億円となる。表 5-1 の同年の米国の一件当たりの株式公募は 2.20 億ドル(242 億円)(表 5-2 の SEC のデータでは 15.4 億ドル)と日本の 6.4 倍となる。

米国の私募による調達額は、2018 年で 123 億ドル(1 兆 3,490 億円)、1 件当たりの調達額は 2.92 億ドル(321 億円)(2017 年は 1.4 億ドル(154 億円))となっているが、日本では、これに匹敵するデータが見当たらない。なお、2017 年のレギュレーション D による調達額(資本と社債の私募。過半が資本と言われている)でみると、最低半分が資本と仮定しても 525 億ドル(5 兆 7,750 億円)にのぼる。

日本では、未上場企業の資金調達については、データが限られている。表 5-3 のように、上場企業の資本の調達額は把握できるが、私募のデータは見当たらず、未上場企業が IPO の前に資本をどのように調達しているか、実態がわかるデータとしては、本章第 2 節第 3 項(6)のクラウド・ファンディング(2019 年発行総額 9.3 億円)と次項の VC ファンド及び PE ファンドによる投資額(表 6-1、表 6-2 参照、これらは米国のほうが桁違いに大きい)以外は、データが見当たらない。日本では、未上場企業は、狭き門であるファンドから調達するか、地元銀行、取引先企業その他いわゆる縁故募集による第三者割当て増資により、資本を調達していると言われている。

3-1-4 VC ファンド及び PE ファンドからの資本調達

VC ファンド及び PE ファンドは、ベンチャー・キャピタルや投資会社が、資力のある個人投資家や機関投資家から資金を集めファンドを組成し、アーリー・ステージのベンチャー企業への投資や子会社を売却するカーブアウトなど、原則、未上場株式に、株価の安価なときに投資し、バリュアップを実現して、M&A、IPO などで EXIT する。

このように、VC ファンド及び PE ファンドからの投資額は、企業がプライベート・マーケットから資本を調達した金額の一つである。ただし、PE ファンドの投資は、成長企業に出資するグロース案件よりも、大株主が所有する株式を購入するバイアウト案件が多いと言われており、ファンドからの投資額全額が必ずしも会社が資本を調達した額にはならない。また、同じプライベート・ファンドのうちのミューチュアル・ファンドは米国においては未上場株式にも投資しているが、日本では上場株式への投資が中心となっており、ここでは取り上げない。第 6-1 表中、米国においては、VC ファンドからの資金は増加を続けており、規模も 2017 年には 863 億ドル、2018 年には 1,402 億ドル(15 兆 4,220 億円)

となった。上場前の企業の資本形成に一定の存在感を有している。

日本の VC ファンドからの投資額も近年拡大傾向にあり、2018 年には 4,254 億円となった。日本のスタートアップの資金調達額は、近年増加しつつあるエンジェル投資を除きそのほとんどがベンチャー・キャピタル又は VC ファンドからの投資と考えられる。それでもスタートアップ向けリスクマネー供給は、米国は日本の 36 倍(15 兆 4,220 億円／4,254 億円)となり、格差が大きい。

表 6-2 は米国の PE ファンドの投資額である。これも増加を続け、2017 年には 6,286 億ドル、2018 年には 7,303 億ドル(80 兆 3,330 億円)もの規模がある。

日本の PE ファンドの投資額は図 3 にあるが、大型案件(東芝メモリの売却 2 兆円)のあった 2017 年はイレギュラーに増加しているものの、近年は 1 兆円弱となっている。引き続き、圧倒的に米国のほうが大きい。日本の PE ファンドからの投資額の内訳については、子会社を切り出して売却するカーブアウト案件が主流である。経営権を取得してバリューアップを図るバイアウト案件も多く、このうち近年は中堅中小企業の事業承継案件も増えていると言われている。いずれもオーナーや親会社など会社の主要関係者からセカンダリーの株式を買い取るものであり、EXT 先は M&A が主流であり、IPO も増えている⁹³。PE ファンドが成長資金を調達するため増資する企業に投資するグロース投資はそれほど多くないと言われている。

表6－1 VC ファンドの投資金額と投資件数

米国;VCによる投資金額及び投資件数

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
投資金額	772億ドル	838億ドル	776億ドル	863億ドル	1,402億ドル
投資件数	10,684件	11,014件	9,612件	10,326件	10,542件

(出所)NVCA PitchBook “Venture Monitor Q4 2019”, p. 5.

円換算(1ドル=110円) 154,220

<https://nvca.org/research/pitchbook-nvca-venture-monitor/>

日本;スタートアップによる資金調達額と社数

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
調達額(億円)	1,427億円	1,886億円	2,318億円	3,285億円	4,254億円
社数	1442社	1707社	1762社	1868社	1903社

(出所)INITIAL、国内スタートアップ資金調達2019最新トレンド。

<https://initial.inc/articles/7y8hz7jG7kDVWeQ7mZ8LJP>

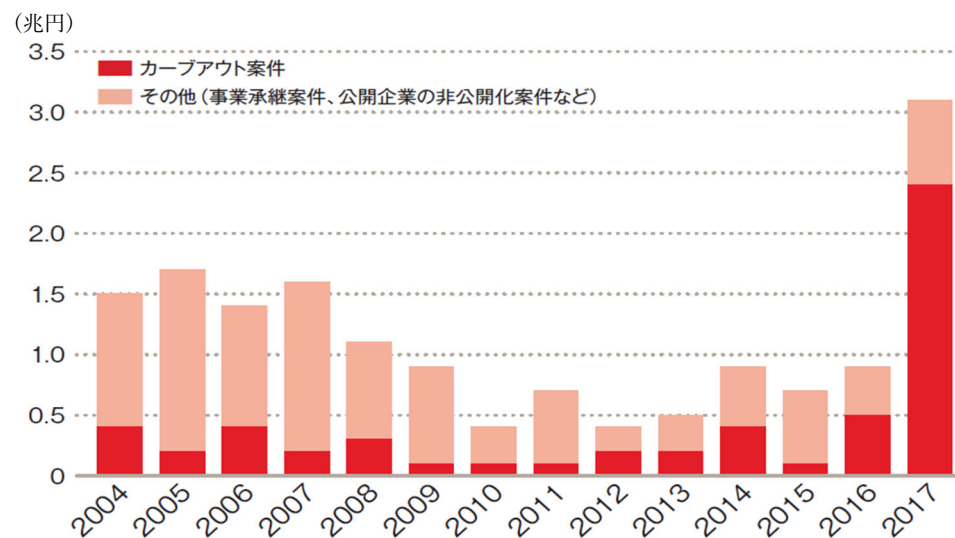
93 PwC Japan「日本におけるプライベート・エクイティ・マーケットの動向と日本企業への活用に関する提言 2018-03-30」(PwC Japan、2018)、p.4-11。

表6-2 米国の PE ファンドによる投資額と投資件数

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
投資件数	4258	4470	4446	4778	5345
投資金額	5,445億ドル	5,122億ドル	6,099億ドル	6,286億ドル	7,303億ドル

(出所) NVCA, PitchBook, "US PE Breakdown 2019 Annual", p.4. 円換算(1ドル=110円) 80兆3,330億ドル

図4 日本の PE ファンドによる投資額の推移⁹⁴



94 PwC Japan、前掲書、p.5 図表 1(ディールロジック社提供の情報をもとに PwC 作成)。

3-2 米国の株式資本市場とプレーヤー

3-2-1 証券取引所

米国には取引所法に基づき SEC の登録を受けている国法証券取引所(national securities exchange)が 21 ある。このうち株式を取り扱う国法証券取引所は、NYSE(ニューヨーク証券取引所)、NASDAQ(ナスダック)など 13 あり、うち 12 が下記のように NYSE、NASDAQ、CBOE の三つのグループに属する。

上場企業は、2018 年で米国会社で 4,397 社、ニューヨーク証券取引所だけで、2018 年 9 月末で 2,285 社、うち米国会社 1,780 社、外国会社 505 社となっている。

表 7 は、米国の上場株式の取引状況のデータである。上場株式の売買高の 60%が 13 の証券取引所でのものであり、このうち半分近くが、NYSE(12.8%)と NASDAQ(16.0%)の二つの取引所で取り扱われている。このように、NYSE と NASDAQ が他を圧倒している。上場株の取引所外取引(店頭市場)についても、NYSE の取引所外(11.6%)と NASDAQ 取引所外(28.3%)が上場株式の取引高の 40%を占めている。

証券取引所では、会員の証券会社が顧客(発行会社、投資家)から売買の委託を受けて取引をする。証券取引所では、マーケットメイカーと呼ばれる自己売買をしながら気配値を公表し、顧客の注文に応じる証券会社が活躍している。顧客からの注文が、証券会社が設置するオンラインのトレーディング・システムを経由して、取引所ごとオーダー・マッチングシステムに集まり、大量の売り注文のリストと大量の買い注文のリストが突合せられて価格決定と売買が行われる。取引が成立すると、清算及び株式の譲渡しが行われる。

13 の証券取引所は、最良気配値を共有する**全米市場システム**(National Market System : NMS)によってリンクされている。NMS では、その中の総合気配値表示システム(Consolidated Quotation System : CQS)等で最良気配値を提示する市場へ、市場間の注文回送システムを通じて注文が回送される。また、総合取引通報システム(Consolidated Tape System : CTS)等を通じて売買情報が公表される。13 の証券取引所のうち、NYSE、NYSE American、NYSE Arca と NASDAQ の 4 つがネットワークの中心となっており、その他の取引所では、主に、他市場への上場銘柄も取引できる**非上場株式取引特権**(Unlisted Trading Privilege : UTP)⁹⁵を利用し、中心の 4 つの市場、特に、NYSE と NASDAQ に上場した銘柄の売買を行っている。この NMS 及び UTP によって、13 の証券取引所に分かれている市場が一つの市場のように機能している。証券取引所ごとに、特徴、強みがあり、上場基準も異なり、例えば、大きい企業は NYSE、相対的に小さい企業は NYSE American など一定の役割分担がある。米国では、過去に市場の集中と分裂をどうすべきかについ

95 国法証券取引所(national securities exchange)に上場している証券を他の国法証券取引所が自ら上場審査をしないで取り扱うことができる制度をいう。

での議論が起こり、この結果、証券取引所を単一にせず、複数の取引所を競わせることでそれぞれのイノベーションを促進することを選び⁹⁶、このように分散しているが、システムで一体化された市場となったと考えられる。⁹⁷

表 7 米国の証券取引所、取引所外取引(上場株式の店頭市場)の取引状況⁹⁸

証券取引所	売買高(株数) (2019年12月27日)	
NYSE (N)	672,863,998	12.8%
NYSE Arca (P)	420,695,797	8.0%
NYSE National (C)	102,593,669	2.0%
NYSE Chicago (M)	37,301,552	0.7%
NYSE American (A)	21,434,350	0.4%
NASDAQ (Q)	837,558,341	16.0%
NASDAQ BX (B)	62,077,764	1.2%
NASDAQ PSX (X)	33,207,102	0.6%
EDGX Equities (K)	302,883,983	5.8%
BZX Equities (Z)	286,574,318	5.5%
BYX Equities (Y)	144,557,537	2.8%
EDGA Equities (J)	112,961,395	2.2%
IEX (V)	114,646,705	2.2%
証券取引所内合計	3,149,356,511	60.0%
NASDAQ取引所外取引	1,483,589,065	28.3%
NYSE取引所外取引	606,062,370	11.6%
NASDAQ Chicago 取引所外取引	6,753,673	0.1%
上場株式取引所外計	2,096,405,108	40.0%
NYSE 計		24.4%
NASDAQ 計		44.3%
上場株式売買高合計	5,245,761,619	100.0%

○証券取引所：13

- ・NYSE グループ：NYSE(ニューヨーク)、NYSE American、NYSE Arca Equities、NYSE Chicago、NYSE National
- ・NASDAQ グループ：Nasdaq Stock Market(NASDAQ)、NASDAQ BX(ボストン)、NASDAQ PHLX(フィラデルフィア)
- ・CBOE Global Markets：Cboe BZX Equities、Cboe BYX Equities、Cboe EDGA Equities、Cboe EDGX Equities
- ・その他：The Investors Exchange(IEX)

96 清水葉子「HFT, PTS, ダークプールの諸外国における動向～欧米での証券市場間の競争や技術革新に関する考察～」(金融庁金融研究センター、2013) p.3。

97 太田、前掲書、p.7。

98 Cboe, “U.S. Equities Market Volume Summary”. 2019 年 12 月 27 日のデータ。
https://markets.cboe.com/us/equities/market_share/market/2019-12-27/

3-2-2 上場株式の店頭市場(第二市場、第三市場)と ATS⁹⁹

(1) 第二市場・第三市場

米国には、証券取引所外で上場株式を取引する店頭市場として、証券取引所会員証券会社による第二市場 (second market) と、証券取引所の非会員 (non-exchange member broker-dealers) による第三市場 (third market)¹⁰⁰がある。いずれも、証券会社がネットワークを形成しつつ、上場株式を機関投資家 (institutional investor) 等と取引所外で店頭取引している。

(2) ATS(代替的取引システム)

主要証券取引所に関連して、代替的取引システム (Alternative trading system : ATS) と呼ばれている証券取引所類似のコンピューター・マッチング・システムが、証券会社により設置され、オンラインで顧客とつながって、上場株式の売買で需給をマッチングする証券取引所類似の機能を果たしている。元々、PTS (Propriety Trading System) と呼ばれていたものが、規制の整備のなかで ATS と呼ばれるようになった。

ATS を通じて証券会社間で銘柄と気配値の情報を共有し、また、顧客へ気配値情報を提供するとともに、マッチング・システム等を設置して、売りと買いをまとめて、自動的に価格決定・需給調整をするなど、証券取引所類似の機能を果たし、店頭登録市場の基盤となっている。

ATS では、機関投資家等の大量の売りと買いとのマッチングや大口注文等の取引が行われている。ATS を活用し、証券会社内で売りと買いをマッチングさせていて、気配値情報が開示されない場合は、これも、いわゆるダークプールの一つとされる。現在 55 の ATS が運用されており¹⁰¹、このうち、全米市場システムと連携し、上場株式の取引所外取引を取り扱う NMS Stock ATSs と呼ばれる ATS が 33 ある¹⁰²。(3)で説明するが、OTC Link など、OTC 株式市場で未上場株式を取り扱う ATS も 5 システムあって、これが未上場株式の店頭登録市場の基盤となっている。

99 公益財団法人日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場 2019 年版』p.144-155、Will Kenton, “Third Market-Definition”, Investopedia を参考にしている。

100 かつて、第二市場と呼ばれたナスダックは、証券取引所(第一市場)に転換した。ATS は第四市場と呼ばれていた。

101 SEC, Alternative Trading System (“ATS”) List “, January 2020, (SEC, 2020).

102 SEC, “Form ATS-N Filings and Information”, June 2, 2020, (SEC, 2020). FINRA, “ATS Transparency Data Quarterly Statistics”. <https://www.finra.org/filing-reporting/otc-transparency/ats-quarterly-statistics>

○ATS

- ・登録 ATS：55
- ・NMS Stock ATSs：33
- ・OTC 株式市場の ATS：5 社(OTC LINK(取引の 8 割)、GLOBAL OTC(2 割弱(外国株式))、他 3 社)

(3) オンライン・トレーディング・プラットフォーム

米国では証券取引所のマッチング・システムや、証券会社におけるトレーディング・システム等の導入が進むなど、コンピューター・システムの活用が、証券取引所、証券会社と顧客、証券会社間の取引において行き渡っている。証券会社は、自社のトレーディング・システムと顧客をオンラインでつないで、オンライン・トレーディング・プラットフォーム(Online trading platform)と呼ばれるシステムを構築して、他の証券会社とネットワークを形成しつつ、証券取引所への自己売買や自社の顧客である株主・投資家の保有する株式の売りと買いの注文(委託売買)を仲介するなどの取引している¹⁰³。上場株式の仲介、委託売買等の受発注などのオンライン専門の証券会社は、オンライン・ブローカーと呼ばれている¹⁰⁴。

3-2-3 未上場株式の店頭市場(OTC)

米国では、未上場株式が店頭市場(OTC)で活発に取引されている。

連邦レベル(州際)の未上場株式を取り扱う店頭市場(OTC 株式市場)であって、運営者のいる組織化された市場(店頭登録市場)としては、OTCBB と OTC Markets がある。その他の州際の店頭市場はグレー・マーケット¹⁰⁵と呼ばれる。

また、各州に州内に限って取引される株式を中心に取り扱うローカル・ストック・マーケットという店頭市場がある。州内株式市場(intrastate stock market)とも呼ばれる。

さらに、未上場株式を取り扱うオンライン・トレーディング・プラットフォームが伸長している。未上場株式マーケットプレイスと呼ばれる。また、株式投資型クラウド・ファンディングも成長している。小規模公募や私募を扱うプラットフォームも活動している。店頭市場では、SEC のセーフ・ハーバー・ルール等に基づいて、数多くの発行会社が証券会社の助けを得て、私募や小規模公募で、500 万ドルよりも少ないような募集総額の資本調達をする。また、株主が私募で購入した未上場株式を転売するため、未上場株式マーケッ

103 オンライン・ストック・トレーディング・プラットフォーム、トレーディング・プラットフォーム、オンライン・マーケットプレイス等呼び方は色々ある。

104 日本では、同様の個人投資家向け上場株式のトレーディング・システムがネット証券と呼ばれている。

105 FINRA, OTCBB Frequently Asked Questions

<https://www.finra.org/filing-reporting/market-transparency-reporting/OTCbb/faq>

トプレイスに売りに出す。

これらの市場では、ペニーストックと呼ばれる 1 株当たり 5 ドル未満の未上場株式の取引が行われている。

(1) OTCBB と OTC Markets

OTCBB(Over-The-Counter Bulletin Board)は、FINRA が運営する未上場株式を取り扱う店頭登録市場であるが、開示義務が強化されたため、登録銘柄の数(number of issues)も減少している(2019 年は 3 銘柄、2020 年は取扱い銘柄がない)。

OTC Markets は、OTC マーケットグループが運営する未上場株を取り扱う店頭登録市場である。SEC から証券会社(ブローカー・ディーラー)の登録を受け、OTC Link という ATS を用いて、証券会社間、発行会社、機関投資家、個人投資家等の取引が行われている。

OTC マーケット グループは、店頭市場のピンクシートからスタートし、適格投資家及び一般の投資家¹⁰⁶向けの未上場株式の店頭登録市場(OTC Markets)を展開している。2020 年の直近での取扱い銘柄数は、普通株式の米国企業と外国企業普通株式及び ADR の計で 10,591、このうち米国企業の銘柄数が 3,931 ある。OTCQX、OTCQB、Pink という区分があり、それぞれ以下のような銘柄を取り扱うために一定の登録基準がある(括弧内は米国企業銘柄数)。

- 1) OTCQX： 海外を含む優良企業向け市場(138)
- 2) OTCQB： 継続開示を行っている米国企業、海外ベンチャー企業(405)
- 3) PINK： 米国内外の幅広い企業(国法廃止銘柄の多くを含む)(3388)

なお、FINRA の前身である National Association of Securities Dealers (NASD)が運営していた NASDAQ は、1971 年に新興企業向けの店頭登録市場としてスタートし、多数の著名 IT 企業の IPO(NASDAQ への「上場」)を実現したのち、2006 年に証券取引所に転換した。

OTC Markets でも、マーケットメイカーと呼ばれる専門の証券会社が、自社で一定の銘柄を購入し、売りと買いの気配値を市場参加者に提示し、売買注文に応じる等で活躍し、取引量が少ない未上場株式の店頭登録市場で市場の流動性を高めている。

未上場株式を取り扱う ATS としては、OTC Link の他に 4 社ある。5 社中、OTC LINK が取引の 8 割強、GLOBAL OTC が取引の 2 割弱(ほぼ外国株式を取り扱う)、この 2 社で 99%を占める。他の 3 社で 1%に満たない。¹⁰⁷

106 「適格投資家及び一般の投資家」とは、制限なくすべての投資家を意味することになる、以下で、全ての投資家であることを明確にする必要があるときは、この表現を使う。

107 FINRA, “ATS Transparency Data Quarterly Statistics”.

<https://www.finra.org/filing-reporting/OTC-transparency/ats-quarterly-statistics>

(2) グレー・マーケット

州際の店頭市場としては、OTCBB、OTC Markets 以外に、グレー・マーケットと呼ばれている証券会社のネットワークによる店頭市場がある。FINRA の定義によると、会員証券会社の連携による州際の店頭市場(OTC 株式市場)から、店頭登録市場の OTC Markets を除いた店頭取引をグレー・マーケットという。証券会社が相互の連携のもとオンライン・トレーディング・プラットフォーム等を活用して店頭取引を行っている。

表 8 の FINRA のデータのうちの州際の OTC 株式市場の国内企業銘柄数は 2019 年平均で 5,972 ある。この直近の 2020 年 7 月の 5,694 から、OTC Markets のほぼ同時点の国内企業取扱い銘柄数 3,931 を除いた 2,763 銘柄が、グレー・マーケットの取り扱う国内企業銘柄数に概ね等しいことになる¹⁰⁸。表 8 にあるように、州際の OTC 株式市場銘柄数 16,839 のうち、米国企業 5,972、外国企業 10,867 と海外企業のほうが多い。

表 8 米国の未上場株式の OTC 株式市場(店頭市場)銘柄数及び売買金額¹⁰⁹

OTC 銘柄数(2019 年)：16,839 うち 米国企業：5,972 外国企業：1,087

	合計		内国企業株式		外国株式(ADRを含む。)	
	年間売買金額 (volume)	銘柄数 (Avg. issues)	年間売買金額 (volume)	銘柄数 (Avg. issues)	年間売買金額 (volume)	銘柄数 (Avg. issues)
2015年	2,419億ドル	18,800	426億ドル	7,825	1,994億ドル	10,975
2016年	2,367億ドル	18,042	462億ドル	7,039	1,905億ドル	11,003
2017年	2,865億ドル	17,451	737億ドル	6,621	2,128億ドル	10,830
2018年	3,794億ドル	17,130	615億ドル	6,322	3,179億ドル	10,808
2019年	3,355億ドル	16,839	791億ドル	5,972	2,563億ドル	10,867

(3) ローカル・ストック・マーケット

ローカル・ストック・マーケットは、各州に州法に基づき州内のみで取引される株式を中心に取り扱う店頭市場である。州ごとに証券会社のネットワークで店頭取引が行われている。州内株式市場(イントラ・ステーツ・マーケット(intrastate securities market))とも呼ばれる。州法に基づき、証券会社がサポートして、発行会社による州内に限定した株式の公募や私募も行われる。

ローカル・ストック・マーケットについては、表 12-1、12-2 の中小規模の証券会社の数や支店等の数の多さなどをみても、その存在が感じられるが、他に統計的なデータは見当たらない(数万社と言われている)。関連のデータとして、レギュレーション D に基づく私募の 2009 年から 2017 年までの発行企業の実数 83,802 社がある(主に株式の私募である

¹⁰⁸ FINRA OTCBB Frequently Asked Questions.

<https://www.finra.org/filing-reporting/market-transparency-reporting/OTCbb/faq>

¹⁰⁹ FINRA, “Market Statistic Historical Data”

<https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/reports-studies/2019-industry-snapshot/market-data>.

が、社債も含む)。これが、ローカル・ストック・マーケットの取り扱う会社数の一応の目安になると考えられる。

(4) ペニーストック

ペニーストックといわれる 1 株 5 ドル未満の安価な株式が、OTC Markets の市場区分のうちの PINK を中心に、グレー・マーケットやローカル・ストック・マーケットも含め、SEC と FINRA の規制の下、証券会社を通じて取引されている。小規模な会社情報の開示等が不十分な未上場企業の、流動性の低い、リスクの高い銘柄も含まれている。

(5) 未上場株式マーケットプレイス

未上場株式を取り扱うオンライン・トレーディング・プラットフォームが盛んに活用されている。流動性が低い未上場株式を売りに出すために使われることから、株主間の相対の売買の場に近く、プライベート・ストック・オンライン・マーケットプレイス (private stock online marketplace) と呼ばれる。

オンライン・トレーディング・プラットフォームは、SEC に証券業の登録をした証券会社が運営し、顧客は、機関投資家、富裕層などの適格投資家である場合が多い。発行会社・株主(投資家)が、証券会社が設けたシステムに、属性別に(適格投資家、一般の投資家、発行会社の別に)会員登録する。システムを運用する証券会社の委託売買や仲介等で、自分の持ち株を売りに出し、又は買う仕組みである。

未上場株式中心に取り扱うオンライン・プラットフォームは、顧客同士の相対取引的側面が強く、未上場株式マーケットプレイスと呼ばれる。上場株式を中心に用いられて来たが、第 4 章でも説明するが、セーフ・ハーバー・ルールが整備されて、開示義務の減免される範囲で、レギュレーション A の小規模公募や、レギュレーション D の私募などにも使われている。

2000 年代半ばからは、私募で購入した株式などの転売等の場として、未上場株式のセカンダリー・マーケットとして伸長している¹¹⁰。創業経営者、株式報酬を受け取った役職員などの株主の未上場株式の転売についても拡大し、買い手は、スタートアップへの投資に関心のある個人投資家や成熟段階のスタートアップや成長企業への投資に関心のある機関投資家などである。ルール 144 や 144A による私募で購入した制限付き株式の転売や、さらには、ルール 177 の従業員への株式報酬で購入した株式の転売・換金などのため、システムを運用する証券会社の委託売買、仲介に加え、システムを通じて投資家同士が直接に売り買いする。

さらに、発行会社が、証券会社の仲介なしに投資家に対して直接レギュレーション D の

110 斎藤芳充、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』(野村資本市場研究所、2018) p.124-125。

私募や、レギュレーション A+の小規模公募を行う (direct public offering：DPO)場として機能しているものもある。

未上場株式マーケットプレイスは、未上場の著名企業の株式を取扱い、これらの企業が IPO を果たしたことで (LinkedIn(2011 年に IPO)、Facebook(2012 年)、Twitter(2013 年))、このような企業の成長とともにマーケットとしても成長した。未上場株式マーケットプレイスの取引額は、下記のように主要 4 社で累計 40 億ドル以上との研究成果がある¹¹¹。

○未上場株式マーケットプレイスの主要 4 社¹¹²

- ・ 下記 4 社の 2017 年の売買額の合計は 40 億ドル、取扱い企業数計は 200 社～300 社。
- ・ このうち最大手の NPM で 32 億ドル、51 社、1 社当たり約 6,300 万ドル (69.3 億円強)。
- ー ナスダック・プライベート・マーケット (NASDAQ Private Market：NPM)
- ー シェアーズポスト (Shares Post)
- ー フォージ (Forge global)
- ー エクイティ・ゼン (Equity Zen)

(6) クラウド・ファンディング

多数の投資家から多人数の少額の投資額を積み上げる株式公募の場であるクラウド・ファンディング (Crowd Funding) が、JOBS Act 1.0 で法制化されて、2016 年に開始された。証券会社 (ブローカー・ディーラー) 又はファンディング・ポータルと呼ばれる運用会社がプラットフォームのシステムを提供している。ブルー・スカイ・ローの規制の下、ローカル・クラウド・ファンディングという各州内に閉じた募集も行われている。2016 年 3 月にスタートしてから着実に伸長している。2018 年 12 月末までに、51 社が運営するクラウド・ファンディングによって株式の公募をした企業は、延べ 1,351 社あり、そのうち 105 社が追加投資 (follow on) の募集をしたものである。519 社が募集を完了し、1 億 820 万ドル (119 億円) を集めている¹¹³。発行会社のうちにはハイテクのスタートアップもあるが、社会的課題に対応した企業や、食品・飲料業などの地域文化に根差した企業なども含まれる。

IPO を実現した企業も登場している。クラウド・ファンディングで成長した未上場企業の株式は、近い将来には、未上場株式マーケットプレイスで転売されて、流通されることが期待されている。

111 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 1, September 12, 2018 (Stanford, 2018).

112 2020 年 5 月 12 日にシェアーズポストとフォージ・グローバルは両者が合併することを発表した。

113 The staff of the U. S. SEC, “Report to the Commission Regulation Crowdfunding, June 18, 2019”, (SEC, 2019).

○クラウド・ファンディング(2018年12月時点)

- ・クラウド・ファンディング事業者：51社
- ・調達総額約：1億820万ドル(119億円)
- ・調達企業数約 519社

3-3 日本の株式資本市場とプレーヤー¹¹⁴

3-3-1 証券取引所

日本の証券取引所は、金商法に基づき内閣総理大臣の免許を受けて運営されている。表 10 のとおり、株式を取り扱う証券取引所には、日本証券グループ東京証券取引所(市場一部、市場二部、ジャスダック、マザーズ、TOKYO PRO Market)、名古屋証券取引所、札幌証券取引所と福岡証券取引所の 4 つがある。

表 9-1、表 9-2 でみたとおり、日本の証券取引所では 2019 年では、上場企業 4,055 社の株式について年間 641 兆円の売買が行われた(ToSTNeT 等による立会外取引を含む)。

上場企業数、時価総額、売買代金、売買高(株数)のどれも、東京証券取引所(東証)に集中している。表 9-1 のとおり、日本全体上場企業数 4,055 社中、東京証券取引所が 3,706 社と 91%を占める。市場第一部と第二部だけでも 73%となる。表 9-2 の売買高(株式数)でも、2019 年間で、日本全体の売買高 4,822 億株中、東京証券所が 4,816 億株と 99.9%を占める。

(1) 新興市場

1983 年に、店頭売買有価証券市場を中堅・中小企業向けの市場として抜本的に改組して、ジャスダックを開設した。新興企業向けの市場として成長し、2004 年にジャスダック証券取引所に改組された。その後、店頭売買有価証券市場は開設されていない。その後、ジャスダックは東証の市場区分の一つとなった。

現在、各証券取引所が、スタートアップ、ベンチャー企業など新興企業向けの上場基準の市場区分を設けて、JASDAQ(東京)に加えて、マザーズ(東京)、セントレックス(名古屋)、Q ボード(福岡)、アンビシャス(札幌)という新興市場を併設している。

(2) 特定取引所金融商品市場(TOKYO PRO Market)

TOKYO PRO Market は、プロ向け市場と呼ばれる特定投資家向けの証券取引所である。金融商品取引所は、その会員証券会社が特定投資家等からの委託を受けて有価証券の買付けをする特定取引所金融商品市場を開設できる(金商法第 117 条の 2)。東が、この特定取引所金融商品市場である TOKYO PRO Market を開設した。特定取引所金融商品市場での売出しについては、開示義務が免除され、有価証券届出書や有価証券報告書の提出・公衆縦覧は求められず、代わりに、取引所からこれらに準じた会社情報の開示が求められる。上場している企業は 2020 年 4 月現在 37 社となっている。金商法上は、TOKYO PRO Market

114 以下、日本証券経済研究所(2018)、前掲書及び日証協ホームページの記述・データ等を参考にしている。

における募集・売出しは、特定投資家私募・私売出しに該当するが、特定取引所金融商品市場への「上場」でもあるので、TOKYO PRO Market への上場と呼ばれている。

(3) 立会外取引

立会外取引は、証券取引所内の取引であるが、証券取引所の売買がすべてシステム化したように、立会外取引もほぼシステム化している。現在は、市場での通常の取引時間外の取引(市場内時間外取引)を立会外取引と呼んでいる。

主に機関投資家の大口取引やバスケット取引などに利用される。証券取引所内の取引で大口の注文を出して相場へ影響を与えることを回避して、立会外取引を利用して売買を成立させる。東証の立会外取引は、すべて ToSTNeT (Tokyo Stock Exchange Trading NeTwork System と呼ばれる電子取引で行われる。立会外取引もほぼ東証に(よって、ToSTNeT に)集中している。

表9-1 日本の証券取引所別の上場企業数115(2019 年)

証券取引所名	上場企業数	
	(括弧内は東京証券取引所との重複上場社数。)	
○東京証券取引所; 2119.12.31	3706社	91.3%
・市場第1部	2160社	53.3%
・市場第2部	488社	12.0%
・ジャスダック スタンダード	669社	16.5%
グロース	37社	0.9%
・マザーズ	315社	7.8%
・TOKYO PRO MARKET	33社	0.8%
○名古屋証券取引所; 2019.12.31	291社(65社)	5.6%
・1部	194社(4社)	
・2部	82社(48社)	
・セントレックス	15社(13社)	
○福岡証券取引所; 2019.12.31.	111社(26社)	2.1%
・市場	95社(21社)	
・Qボード	16社(5社)	
○札幌証券取引所; 2019.7.24	59社(17社)	1.0%
・市場	49社	
・アンビシャス	10社	
合計(東京証券取引所との重複上場を除く。)	4055社	100.0%

115 出所は各証券取引所のホームページ。

表9－2 全国証券取引所売買代金・売買高(2019 年間)116

計	東京	名古屋	福岡	札幌
640兆5,059億円	6402,755億円	1,237億円	214億円	853億円
100.000%	99.964%	0.019%	0.003%	0.013%
3,864.69億株	3,860.85億株	1.14億株	0.18億株	2.51億株
100.000%	99.901%	0.029%	0.005%	0.065%

3－3－2 上場株式の店頭市場（証券取引所外取引）

表 10 でみると、上場株式の取引においては、証券取引所の会員証券会社が店頭取引をする取引所外取引が同年度で 112 兆円 (14.9 %)、うち PTS が 4.8%を占めている。40%が取引所外となっている米国と違い、引き続き取引所内取引が中心である。上場株式の取引所外取引は、日証協の「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」のもとで行われている。

私取引システム (PTS)は、証券会社がオンラインで取引所類似のシステムを提供しているものである。証券取引所と同様に、取引参加者は証券会社に限定されており、投資家は証券会社に委託して株式を売買する。PTS も東証の取引を補完する形で発展している。現在、SI ジャパンネクスト (JNX)と、チャイエックス・ジャパン (Chi-X)の 2 社が営業している。証券会社がコンピューター・インターネット・システムを活用して主に機関投資家の売り買いのマッチングをする仕組みである。未上場株式の取引は行われていない。

2004 年に、オークション方式を認めてから、債権取引に加えて株式の PTS が登場し、7 社までに増えたが、現状では、上述の 2 社のシステムが稼働している。

PTS は、信用取引が認められてないことを要因に取引が伸び悩んでいると言われており、2019 年 8 月末から、PTS においても信用取引ができるようになった。

PTS に加えて、証券会社が設けるネット証券(オンライン・トレーディング・プラットフォーム)も、個人投資家が証券取引所での売買に用いるなど、上場株式の取引について盛んに活用されている。

116 (株)日本取引所グループ統計月報 16-1「全国証券取引所売買高・売買代金」。

表 10 日本の証券取引所及び取引所外取引の売買代金¹¹⁷

	上場株式 取引合計 (取引所内＋ 取引所外)	PTSの割合	その他店頭 取引の割合	取引所内 (証券取引所)	取引所外 (店頭市場)	PTS	その他 店頭取引
2017年	856兆円	4.0%	9.3%	742兆円	114兆円	34兆円	80兆円
2018年	916兆円	4.1%	9.1%	795兆円	121兆円	38兆円	83兆円
2019年	753兆円	4.8%	10.1%	641兆円	112兆円	36兆円	76兆円

3-3-3 未上場株式の店頭市場等¹¹⁸

株式の発行や転売のための勧誘は、機関投資家や個人投資家との関係性を構築している証券会社に仲介等や引受けを依頼しないと困難であると言われている。特に、未上場株式の場合は、リスクも高く、会社情報の開示等も不十分な場合が多く、発行会社が独力で株式の募集ができる範囲は限られている。

日証協が規則を定めて、会員の証券会社・金融機関¹¹⁹(以下「会員証券会社」という)は、未上場株式の購入の勧誘(投資勧誘)を原則として禁止して、その例外として以下の(1)、(2)及び(3)のような未上場株式を取り扱う制度を運用している。このうち、(1)株主コミュニティ制度と(2)株主投資型クラウド・ファンディングは、発展途上で小規模に留まっており、(3)店頭有価証券制度では(i)M&A 取引の仲介以外はデータがない。いずれにしろ、日本では未上場株式の取引の実態は乏しいと言われている。

(1) 株主コミュニティ制度

株主コミュニティは、特定銘柄の未上場株式を証券会社と投資家、投資家相互で売り買いする会員制の組織である。地域に根差した企業等の未上場株式の取引・換金ニーズに対応し、また、株式投資型クラウド・ファンディングの後に株主コミュニティが組成される可能性も期待して創設された¹²⁰。

日証協が規則を定め、制度を運用している。証券会社が日証協の規則に基づき運営会員として銘柄ごとにコミュニティ(会員組織)を組成し、特定の未上場株式について会員の投

117 日証協 PTS Information Network。 <http://pts.offexchange2.jp/>

118 店頭売買有価証券市場(金商法第 67 条第 2 項認可の店頭市場)は、日証協の店頭有価証券に関する規則で制度化されている。かつて、ここへの上市(店頭登録)が店頭公開と言われ、上場へのステップであった。2004 年にジャスダックが店頭売買有価証券市場から証券取引所に転換したのち、店頭売買有価証券市場には登録銘柄がない。

119 銀行等の金融機関は、内閣総理大臣の登録を受けることで、有価証券関連業の一部を業として行うことができる(金証法第 33 条の 2)。

120 グリーンシート銘柄制度が、会社内容説明書及び適時開示義務による開示負担等で利用が低迷し、株主コミュニティ制度に発展的解消することとされ、2018 年 3 月 31 日をもって廃止された。

資家に対して投資勧誘をする。運営会員が投資家に対し株主コミュニティへの参加を勧誘することは禁止される。

発行会社の会社情報の開示は、会社法ベースの最小限の会社情報の提供で足りるとし、インサイダー取引規制の適時開示義務は免除される。投資勧誘は、コミュニティに参加している会員投資家に対するものに限定される。2015年に開始して、2019年11月までに運営会員6社において合計20銘柄が取り扱われ、累計売買金額が20億円を超えたところである¹²¹。

○株主コミュニティ：2019年に19銘柄で売買金額5億80万円。

(2) 株式投資型クラウド・ファンディング

JOBs Act 1.0を受けて、日本でも、2015年から、インターネットで少額の投資を募る株式投資型クラウド・ファンディングが始まっている。

インターネットを通じて、低コストで広範囲の多数の投資家から少額ずつ資金を募る仕組みである。当該システムを使って資金的な処理も行われる。2015年から制度を開始した。

○株式投資型クラウド・ファンディング

- ・第一種少額電子募集事業者(2019年12月)¹²²は登録者数10社。うち、専業4社。
- ・2019年に成約株式の発行価額総額は、4億9,195万円、52案件を「募集」して31件成約。
- ・2015年からの累積では31億7,419万円、136件を「募集」して97件で成約。

(3) 店頭有価証券取引

上記(1)及び(2)以外に以下のような例外として認められる取引がある。まとめて店頭有価証券取引と呼ばれる。データがあるM&A取引を除き、実態は乏しいと言われている。

(i) M&A取引の仲介

M&A取引の仲介等は、ファンド投資案件の売却や、カーブアウト(子会社売却)で行われているが、近年、主に、中小企業の事業承継目的で、中小企業分野でも盛んになっている。証券会社の中堅中小企業の事業承継案件を発掘する。仲介等をする専業事業者は、インターネットに紹介して、購入者を探す。PEファンド(バイアウト・ファンド)も、単なる

121 日証協「株主コミュニティの売買金額が20億円を突破しました」2019年11月27日報道発表資料

122 2019年12月時点で登録済みの10社は、株式会社日本クラウドキャピタル(専業)、DNAベンチャー・キャピタル株式会社(専業)、ユニバーサルバンク株式会社(専業)、株式会社ユニコーン(専業)、SBI Capital Base 株式会社、三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社、エアーズシー証券株式会社、SAMURAI証券株式会社、ロックハワード証券株式会社、及びブライト・アセット株式会社。(金融庁ホームページ)。

仲介案件ではなく、企業価値の向上が可能な有望案件を積極的に発掘し、経営体制を改革し、価値を高めて、IPO や、MBO 又は M&A による売却をしている。

表 11 中小企業 M&A 仲介の上位 3 社合計の M&A 組成件数¹²³

2015年	2016年	2017年
308	387	526

(参考)日本の M&A 件数¹²⁴

2015年	2016年	2017年
2,428	2,652	3,050

(ii) 店頭取扱有価証券取引

店頭取扱有価証券取引として、会員証券会社は、店頭有価証券のうち、上場企業等の発行する株式や外部監査付の「会社内容説明書」を届け出た会社の株式について、協会の承認を得て例外的に投資勧誘が認められる。上場企業の店頭取扱有価証券の投資勧誘については、その実績は公表されているが、種類株式等の取引などの実績が見られる程度で、多くはない。その他についてはデータが公表されていないので不明である。

(iii) 適格機関投資家投資勧誘

適格機関投資家投資勧誘として、会員証券会社は、適格機関投資家に対する私募・私売出しのための投資勧誘や、購入後 2 年間は転売先が適格機関投資家のみに限られることを条件とした投資勧誘をすることが認められている。公表されているデータは見当たらず、実績はほとんどないと言われている。

(iv) 青空銘柄

4)青空銘柄¹²⁵と呼ばれる、店頭有価証券のうち会員証券会社が投資勧誘せず顧客からの注文受注のみを行っている未上場株式もある。データは見当たらず、実態は不明である。

(v) フェニックス銘柄制度

他の店頭取扱有価証券の一つとしてフェニックス銘柄制度がある。上場廃止になった銘柄を保有する投資家に換金場を提供するため、日証協が 2008 年 3 月に創設。店頭取扱有価証券のうちの一つとして別の規則で制度化されている。フェニックス銘柄に指定された銘柄は、銘柄を届け出た証券会社から継続的に売り気配値・買い気配値が提示される。平成 28 年 6 月 30 日以降、取り扱われている銘柄はない。

123 平成 30 年度中小企業白書、第 2-6-7 図、東証 1 部上場の中小企業向け M&A 仲介企業 3 社の公表値等より中小企業庁作成。

124 平成 30 年度中小企業白書、第 2-6-6 図、M&A 件数の推移、(株)レコフデータ調べ。

125 店頭有価証券(未上場株式)を広く青空銘柄と呼ぶこともある。

3-4 米国と日本の証券業

米国、日本の証券業は、それぞれの業界の構成や、業務内容、会社数、支店数、業務概要とその動向などにおいて、以下で簡単に解説するとおり、これまで概観した両国の市場構造の相違を反映したものとなっている。

3-4-1 証券業の規模・構造

表 12-1 は、米国と日本の証券会社の業種と社数、支店数、登録外務員の数を比較している。米国の証券業界は日本と比べて桁違いの規模であり、株式を扱う証券会社数で 13.5 倍、投資顧問業¹²⁶で 38.9 倍となっている。

米国の証券業界では、ブローカー・ディーラー専門の社数が長期的に減少しているが、一方で投資顧問業が増えている¹²⁷。

表 12-2 は、両国の証券会社の規模別の構成である。FINRA と、日証協の会員証券会社の大手、中小の規模別構成である。FINRA 会員証券会社の規模別構成は登録外務員の人数で、日証協は資本金規模別で整理されていて直接の比較はできない。

米国の証券業界は、大手から中小規模へと社数を増して、裾野の広い業界構造となっている。表 12-1 の営業所の数も 15 万 4,700 か所もあり、本社はニューヨーク市等に多く存在するが、各州に地元の証券会社が存在し、大手の営業所や地方の証券会社等が全米の各州、各都市に存在している。

日本の証券業界は、表 12-1 にあるように、米国と比べて資本市場の規模の格差以上に小規模のものとなっている。表 12-2 にあるように、日本の証券会社は、資本金 10 億円以上で半数近くとなり、比較的大企業中心の構造となっている。

126 2006 年 9 月施行の金融商品取引法で、投資顧問業は 1)投資運用業(投資一任業務、ファンド運用業務)と 2)投資助言代理業(投資助言業務、代理・媒介業務)に名前を変えた(野村證券証券業後種参照)。

127 FINRA, “2019 FINRA Industry Snapshot”, (2019, FINRA).

表 12-1 米国¹²⁸と日本¹²⁹の証券会社数、営業所数、登録外務員数等(2018 年)

米国

証券会社計		ブローカー・ディーラー専業	ブローカー・ディーラー・投資顧問兼業	投資顧問専業	登録会社計
All FINRA-Registered Broker-Dealer Firms		Broker-Dealer Firms-Only	Dual Broker-Dealer and Investment-Adviser Firms	Investment Adviser Firms-Only	Total Registered Firms
3,607社		3,045社	562社	30,246社	36,853社
営業所数	154,772	証券会社数 米国/日本		投資顧問業会社数	
登録外務員	629,847人				
		13.6倍		26.1倍	

日本

日本証券業協会正会員数		第二種金融商品取引業協会正会員数	投資顧問業協会正会員	合計 (延べ数)
266社		552社	777社 (投資運用会員:297社 (投資助言・代理会員:480社)	1,043社
営業所数	1,881	登録外務員数 米国/日本		
登録外務員	76,480人			
		8.2倍		

表 12-2 米国と日本の証券会社の規模別社数(2018 年)

米国・FINRA会員証券会社数		日本証券業協会正会員数	
3607社		256社(外国法人を除く)	
登録外務員500名以上の会社 Large firm = 500 or more registered representatives;	173社	資本金100億円以上	29社
登録外務員499～151名 Mid-Size firm = 151 - 499 registered representatives;	192社	資本金10億円以上、 100億円未満	91社
登録外務員150名～1名 Small firm = 1 - 150 registered representatives.	3242社	資本金10億円未満	136社

128 FINRA のデータ、“Key Statistics For 2018”、“2019 FINRA Industry Snapshot” (表 12-2 も同じ)。

129 日証協(2018 年 2 月)、一般社団法人第 2 種金融商品取引業協会(2020 年 3 月)、一般社団法人日本投資顧問業協会(2019 年 3 月末)の各データ(表 12-2 も同じ)。

3-4-2 証券業の業務・業態

証券会社には、ブローカー・ディーラー専業と投資アドバイス専門(投資顧問業)及びこの両者の兼業の業態がある。

証券業の業態として、まず、

1) 株式等の自己売買をする投資運用(ディーリング)業務がある。

また、投資家の側に立つバイサイドと呼ばれる、

2) 投資家の株式の売買の仲介等や委託売買をするブローカー業務や、

3) 機関投資家、富裕層、個人投資家等の資産運用等の助言などのアドバイザー業務がある。一方で、企業の資金調達の際に立ち、セルサイドと呼ばれる、

4) 株式の公募・私募、転売等における株式の購入者の募集・勧誘などによる発行会社のサポートや引受け(アンダーライティング業務)、

5) M&A の仲介業務や各種サポート、

6) 株式発行・公募・私募や資産の証券化など資金調達に関するアドバイザー業務等がある。セルサイドを総合的に営業する証券会社兼投資顧問業は、投資銀行と呼ばれる。

米国では、地方証券会社や大手の地方支店ではバイサイドの投資家支援業務が中心であり、セルサイドで地域の成長企業の資金調達等の支援も行っている。大手にいくほどブローカー・ディーラーと投資顧問の両方を兼業した投資銀行業務が盛んである。ブディック型投資銀行と呼ばれる特定の業種の IPO や M&A のサポートや仲介等をする業態もある。

日本の証券業務も、米国と同様な業態にあるが、バイサイドのリテール部門への比重が高い。日本の証券会社は、日証協の規則により原則として未上場株式の投資勧誘を禁止されており、その分、引受け業務、仲介等の証券会社としての基幹業務の範囲が米国と比べて狭く、投資銀行的な発展は証券取引所での上場等で主幹事会社のできる大手証券会社中心となっている。

特に、地方証券会社においては、地方富裕層を対象にしたリテールでの株式取引の委託手数料や投資信託の販売等のウエイトが高い。セルサイドのホールセール業務については、地元上場企業に関連した業務に限られるが、上場企業が東証に集中している状況においては、そのウエイトも高くない¹³⁰。未上場株式の取引の実態が乏しいなか、地元創業企業の未上場株式の私募の引受けといった地方でもニーズがありそうな投資銀行業務も行われていないと言われている。

3-4-3 IT化・オンライン化

本章第2節第2項(3)でも述べたように、米国では、証券会社が自社内及び顧客との取引

130 日本証券経済研究所『図説日本の証券市場 2018』(日本証券経済研究所、2019) p.216、沼田優子『資本市場の変貌と証券ビジネス』「第14章 金融危機後の米国リテール証券業」(日証協、2015)。

にコンピューター・システム及びインターネットを導入し、オンライン・トレーディング・プラットフォームが発展した。オンラインで証券取引所への売買の注文を処理することから始まり、発行会社と投資家、投資家間の売買の仲介や委託売買、自己勘定による株式の売りと買いの注文を集め、マッチング(つけ合わせ)をして取引を成立させ、処理している。

Single-dealer platform(SDP)という、証券会社・投資銀行が上場株式等の金融商品の顧客との取引や各種の情報提供など顧客サービスに用いるシステムがある。また、オンライン・マーケットプレイスという、売りと買いの参加者による売買の仲介等をする機能が中心のものもある。2000年代半ばから、未上場株式のオンライン・マーケットプレイスが伸長している。

オンライン・ブローカーと呼ばれるインターネットによる上場株式を含む証券の仲介等を専業とする証券会社(オンライン専業証券会社)もある。かつて盛んであったが、近年は統廃合が進み総合的な投資サービス会社に集約化している。

米国では、上場株式は無論、未上場株式の株券の電子化も進んでおり、未上場株式を電子化の対象外としている日本とは対照的である。日本では、2009年に上場株式の電子化が始まり、未上場株式はいまだ対象外である。

日本の証券業界のIT化は、東証内のシステム化、証券取引所と証券会社各社の取引のオンライン化、東証の上場株式を取り扱うPTSの導入、各社の顧客との取引のためのオンライン・トレーディング・プラットフォームの導入と、東証の上場株式の取引を中心とした一体となったシステム化が進んでいる。日本取引所グループ(JPX)で、取引所システムへの市場利用者の接続サービスとして、ネットワークである「arrownet」を提供している。JPXと他の市場関係機関への接続も備え、統一的な証券市場ネットワークとして機能している。また、立会外取引では、ToSTNeT(Tokyo Stock Exchange Trading NeTwork System)が活用されている。

3-5 多層的・多極分散的構造の米国市場と東京証券取引所一極集中構造の日本市場

本章における米国と日本の市場の実態・構造について、対比可能なデータを表 13 に整理した。

概括すると、米国市場は、13 の証券取引所に加えて多様な店頭登録市場や多数の証券会社による店頭市場が発展し、オンラインのコンピューター・システムでつながっており、IT ネットワークで一体化された多層的・多極分散的な市場構造といえる。一方、日本市場は、プライベート・マーケットがほぼ発達しておらず、証券取引所も全米市場システム(NMS)や非上場株式特権(UTP)のような連携の仕組みはなく、東京証券取引所に取引が集中しており、東京証券取引所一極集中型の市場構造と表現することができよう。¹³¹

中国や韓国なども米国のようなプライベート・マーケットを振興している。未上場株式のセカンダリーのマーケットプレイスを整備する動きが、欧州、インド、イスラエルなどで進められている。

3-5-1 米国市場：IT ネットワークで一体化された多層的・多極分散的構造

米国では、株式資本市場がパブリック・マーケットとプライベート・マーケットが、プライマリー(発行市場)とセカンダリー(流通市場)ともに、多種多様な市場で構成されて、盛んに取引され、多層的・多極分散的な裾野の広い市場構造に発展している。

13 の証券取引所、上場株式の店頭市場(第二市場、第三市場)、未上場株式の店頭登録市場である OTC Markets(OTCQX、OTCQB 及び PINK)、州際の証券会社の店頭市場であるグレー・マーケット、及び州ごとの証券会社の店頭市場であるローカル・ストック・マーケットと、多層的・多極分散的になっている。

店頭市場では、証券会社が、証券取引所類似のシステムである ATS を 55 システム設置・活用している。顧客は、各証券会社のオンライン・トレーディング・プラットフォームを使って売り買いの注文をする。未上場株式のオンライン・マーケットプレイスも多数設置され、私募転売の仕組みを活用してセカンダリー・マーケットとして伸長している。PINK をはじめ店頭市場において、ペニーストックの取引も一定の規制の下で盛んに行われている。少額の投資額を多数の投資家から集めるプライマリー・マーケットである株式投資型

131 同様の表現を用いている研究成果としては、太田、前掲書、p.13 では、米国市場は「国法証券取引所や店頭市場(AT Sを含む)に広く分裂」「分散している市場が一つの市場のように機能している」、日本市場は「取引執行が東京証券取引所に集中」、斎藤・吉川、前掲書、p.127-128 では、米国市場は「多様で多層的な取引の場」日本市場は「上場市場に偏った構造」「発行市場も流通市場も東証に集中している」としている。

クラウド・ファンディングも伸長している。

それぞれの市場で、コンピューター・システムとインターネットの活用されており、むしろインターネットの活用がこれらの市場の発展を推し進めてきた。よって、多極分散的であり、オンラインのマッチング・システム、トレーディング・システムとデータベースなどがインターネット等で一体化された一つの巨大なマーケットとなっている。

このように、米国では、株式資本市場が証券取引所から未上場株式の店頭市場である多様なプライベート・マーケットまで発展しており、企業に対して、創業から上場までの企業の成長過程の段階に応じて資本を調達する機会を提供している。

プライベートのプライマリーマーケット(発行市場)においては、米国の株式会社は、創業時には、自己資金及び友人・家族・親族から集めた資金で事業を始め、次に、エンジェル投資家や、クラウド・ファンディング、VC ファンド等から投資を受けるか、ローカル・ストック・マーケット、グレー・マーケット、OTC Markets などの店頭市場等において、各種の私募や小規模公募(ミニ IPO)で資本を調達し、資本形成の階段を昇っていく。

そして、プライベート・カンパニーのまま成長を続けるか、IPO を実現して、IPO 後の助走期間は新興成長企業(EGC)として上場コストが軽減されるなか、資本形成を加速して、グローバル企業に成長していく。

これらの店頭市場が、セカンダリー・マーケットとして裾野広く発展して、未公開株式のオンライン・マーケットプレイスも伸長し、未上場株式が機関投資家や一般の投資家間で取引される。ペニーストックも SEC の規制のもと証券会社を通じて広く取引されている。

米国では、このような資本形成の階段が整い、さらに、JOBS Acts の改革を継続して、この各段階を充実させようとしている。

3-5-2 日本市場：プライベート・マーケットが未発達で、東京証券取引所一極集中構造

日本の株式資本市場は、その取引が東京証券取引所及びその周辺に集中している。東京証券取引所は、多様なタイプの市場をそろえ、取引所外取引、PTS 等の補完機能も充実している。ネット証券などインターネットの活用も、東京証券取引所に上場された銘柄を中心に盛んに行われている。

このように、日本では、証券取引所等のパブリック・マーケットは発展しているが、未上場株式の店頭登録市場は、発展過程にある株式コミュニティや株式投資型クラウド・ファンディング等、極小規模である。その他のプライベート・マーケットは、VC ファンド等らのプライマリーの投資と M&A 仲介を除きデータはほぼ見当たらない。M&A 市場は、ファンド投資案件の売却やカーブアウト(子会社売却)、事業承継等で中堅・中小企業関連でも活発化しているが、他には、未上場株式の流通市場(セカンダリー・マーケット)は、ほぼ存在しないと考えられる。日証協の規則で適格機関投資家投資勧誘、店頭取扱有価証

券投資勧誘等の制度が制度化されているが、流通市場として盛んに取引される仕組みではないと言われている。

日本の中堅・中小企業、スタートアップの資本の調達(プライマリーマーケット)では、創業するときは、自己資金と友人・家族から集めた資金で事業を開始し、その後、銀行ローン以外には、一部クラウド・ファンディングを活用するか、スタートアップは、VC ファンド等からの投資に頼って IPO までたどり着いている。会社の資本政策上必要なときは、縁故募集による第三者割当て等が行われていると言われている。

以上のことから、日本の株式資本市場は、プライベート・マーケットが未発達で、東京一極集中型の構造にあると表現できる。

表 13 米国と日本の株式資本市場の構造(データ)

パブリック・マーケット						
米国					日本	
国内上場企業数		国内保有上場企業株式資産額 (時価総額)	円換算 (1ドル=110円)	国内上場企業数	国内保有上場企業株式資産額 (時価総額)	
4,397社		30兆4,559億ドル	3350兆1490億円	3,652社	439兆5,939億円	
上場企業株式売買高 (株数)(2018年12月27日)		52.5億株	100%	上場企業株式売買 代金計(2019年間)	753兆円	
13証券取引所計		31.5億株	60%	4証券取引所売買 代金・売買高計	640兆5059億円 3865億株	
NYSE		6.7億株	12.80%	東京証券取引所	640兆2,755億円 3861億株	
NASDAQ		8.4億株	16.00%	名古屋証券取引所	1,237億円 1億1400万株	
(NYSE+NASDAQ)		15.1億株	28.80%	福岡証券取引所	214億円 180万株	
その他11		16.4億株	31.2%	札幌証券取引所	852億円 2億5100万株	
証券取引所外取引 (上場企業の店頭取引)		21.0億株	40.00%	取引所外取引	112兆円	
		件数	調達額(2017年)		件数	調達額(2017年)
公募による 資本の調達 額	SIFMA	1105件	2,204億ドル	24兆2,425億円	445件	1兆6,628億円
	SEC	976件	1.5兆ドル	165.0兆円	(上場企業の第三者割当増資を含む。)	
プライベート・マーケット						
米国					日本	
未上場企業数		国内保有上場企業株式資産額 (時価総額)	円換算 (1ドル=110円)	未上場企業数	国内保有上場企業株式資産額 (時価総額)	
6,094,175社		4兆5,186億ドル	497兆0460億円	2,187,882社	418兆0420億円	
未上場株式の州際 OTC市場	5,694銘柄	①				
うち OTCmarkets (2020年2月銘柄数)	3,931銘柄	②		株主コミュニティ銘柄 19銘柄		
うち Gray Market	2,763銘柄	①-②		店頭取扱有価証 券取引 適格機関投資家 投資勧誘	データなし。	
Local stock Market	(参考) 8,3802社	私募を行った株式会社数 (レギュレーションDの2009年-2017年の発 行企業数計)				
未上場株式 マーケットプレイス	主要4社 200~300社	主要4社での調 達累計40億ドル	4,400億円	無し		
クラウドファンディング	519社	1億820万ドル	119億円	97社	31億7,419万円	
		件数	調達額(2017年)		件数	調達額(2017年)
私募による 調達額	SIFMA	101件	142億ドル	1兆5,576億円	不明	
	SEC (社債を含む)	41,101件	3.0兆ドル	330.0兆円		

3-5-3 中国などの国々：米国型の多層的な市場構造を目指してプライベート・マーケットを振興

米国と日本以外の国々の動向については、以下で、簡単に紹介する。

(i) 中国

中国では、1990年に上海証券取引所が再開し深圳証券取引所が設立され、それぞれのメインボードが開設された（一板市場）。その後、2005年に深圳証券取引所に中小企業ボードが設置された。2001年に中国証券業協会が運営する未上場企業の店頭市場の株式譲渡代替システム（三板市場）設置され、2006年に同じく未上場株式の新興企業の店頭取引をする全国中小企業株式譲渡システム（新三板市場）が北京中関村科技園区に設置された。2009年に深圳証券取引所にナスダックを模した新興企業向けの創業ボード（二板市場）が設置されている。また、全国各地の産権交易所が未上場株式も取扱い、資本市場の多層的な体系の裾野となっている。上海市場は長期的な計画のもと、2020年までにグローバルな世界一流の資本市場となることを目指してきた。2019年7月には、国家イノベーション戦略・資本市場改革の中心として、ハイテク新興企業向けの科創板を設置した。

このように、中国でも、米国のような「資本市場の多層的な体系の形成」を目指し、未上場株式の市場の振興を図っている¹³²。

(ii) 韓国

韓国では、韓国証券取引所を中心に、K-OTC と呼ばれる金融投資協会が組織化した未上場株式の店頭市場がある。その他、場外市場と呼ばれる未上場株式が銘柄に制限なく取引される店頭市場もある。2017年には、K-OTC がアネックスとして、VC ファンド、PE ファンド、機関投資家等が未上場株式を取引するセカンダリー・マーケットのオンライン・プラットフォーム（K-OTC PRO）を設置している¹³³。

(iii) その他(欧州・イスラエル・インド(マーケットプレイス))

既に、多くの国で、証券会社等がオンライン・トレーディング・プラットフォームを設置しており、上場株式を中心に売買されているが、そのなかには、未上場株式も含むもの、クロスボーダーで売買可能なものもある。既に2011年の研究成果で、「米国で発展した未上場企業の未公開株式のセカンダリー・マーケットプレイス」と同様の取り組みが欧州（英国、オランダ）、イスラエル、インドで進められていると報告されている¹³⁴。

132 日本証券経済研究所「図説アジアの証券市場 2016 年版」p.30 から抜粋、p.32-33。神宮健「中国の創業板市場について」『季刊中国資本市場研究、2019 Autumn』（野村財団、2009）p.65。

133 By Jin Young-tae and Cho Jeehyun, “Korea opens new OTC market platform for venture capital, PEF”, 2017.11.14, Pulse by Maeil, (Business News Korea & mk.co.kr, 2017).

134 Jose M. Mendoza, Erik P.M. Vermeulen, “The “New” Venture Capital Cycle (part I), The Importance of

4 米国と日本の株式資本市場の法制度の比較—日本に株式のプライベート・マーケットが発達していない要因—

以下では、米国証券法制における JOBS Act 1.0 による改革の概要、JOBS Act 2.0 での拡充及び JOBS Act 3.0 での提案の内容を概観し、これらと比べた日本の証券法制の現状を把握する。

第3章では、米国と日本の株式資本市場の実態と構造を検証した。米国では、パブリック・マーケットとプライベート・マーケットがそれぞれ発行段階(プライマリー)と流通段階(セカンダリー)で多様に発展しており、多層的・多極分散的な裾野の広い市場構造を形成していた。一方、日本では、プライベート・マーケットがほぼ発達していないなかで、東京証券取引所一極集中構造となっている。

本章では、改めて、JOBS Acts で進められている改革項目について、米国と日本の証券法制を比較対照する。結果として、日本の株式資本市場にプライベート・マーケットが発達していない要因が、証券取引の規制の現状にあることがわかる。

繰り返すと、本稿は、証券法制という膨大な法体系のうち、米国と日本とを比較する対象領域を米国の JOBS Acts の改正項目に絞って、検証作業の効率化を図っているものである。この分野の専門家の方には乱暴な議論に映るかもしれないが、政策的示唆を得るために両国の法制度を大胆に比較するものであり、共通の枠組みのなかで大きく異なるポイントを並べて対照するまでとし、それぞれの規制水準の妥当性等の分析までは立ち入らない。当然ながら、現実の法律問題の解決のための参考となる性格のものではない。

本章では、JOBS Acts の主要な改正項目を、市場構造の上層部から、第1節 上場コストの低減による IPO の促進、第2節 未上場株式の発行による資本形成の促進—小規模公募、私募—、第3節 未上場株式の流通の促進—私募転売—、第4節 未上場株式の店頭市場の形成—未上場株式マーケットプレイスの順に関連する規制をみて、加えて、第5節 クラウド・ファンディング、第6節 ファンド等の投資による資本形成の促進をみる。第1章第4節において証券市場や法制度の基本的な用語や概念を解説したので、本章はこれを前提に記述する。

次の本章の要約では、第2章、第3章とは違って、証券法制の比較の結果導かれた日本の独自の市場構造の要因と考えられる点を基礎的な事項から列挙している。

Private Secondary Market Liquidity”, (Lex Research, 2011).

第4章の要約(米国と日本の法制度の相違点)

本章における米国と日本の証券法制の比較対照の結果導かれた、米国と日本とで大きく異なり、日本でプライベート・マーケットが未発達である要因と考えられる基本的な規制から順に列挙すると、以下のとおりである。

(1) 小規模公募(ミニ IPO)の範囲(未上場株式の公募の自由化の範囲)

米国と比べ日本では、小規模公募として、株式の公募のときに課せられる厳しい開示義務が免除される範囲が狭い(米国：募集総額 5,000 万ドル(55 億円)以下。JOBS Act 1.0 で 500 万ドル(5 億 5,000 万円)から引き上げられた。日本：1 億円未満)。

(2) 小規模公募における簡易な開示義務

米国では、小規模公募は、証券取引法第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が免除された範囲で、以下の 1)、2)及び 3)のように募集総額に応じて段階的に負担が軽減された簡易な会社情報の SEC への提出・公衆縦覧(開示)の義務が課せられる。これによって、一定の投資家保護が確保されて、小規模公募は、ミニ IPO として機能している。特に、以下の 1)及び 2)は JOBS Act 1.0 で設けられたもので、レギュレーション A+と呼ばれる。

1) レギュレーション A Tier 2：募集総額 5,000 万ドル(55 億円)以下では、フォーム 1-A の簡易な募集登録書及びフォーム 1-Z の募集終了報告書の開示(発行開示)、フォーム 1-K の簡易な年次報告書の開示(継続開示)。

2) 同 Tier 1：募集総額 2,000 万ドル(22 億円)以下では、フォーム 1-A 及びフォーム 1-Z の開示。

3) レギュレーション D ルール 504：募集総額 500 万ドル(5 億 5 千万円)以下ではフォーム D の開示。

日本では、小規模公募(少額免除)で、金商法第 4 条第 1 項の株式の募集(売出し)の届出義務(開示義務)が免除される。募集総額が 1 億円未満で 1,000 万円超の公募では有価証券通知書の内閣総理大臣への提出(非公表)が求められ、1,000 万円以下の公募では届出・提出等の義務はない。開示義務が免除される範囲が狭いため、発行会社にとって小規模公募の経済合理性が乏しいとともに、厳格な開示義務に代わる作成負担が軽減された簡易な会社情報の開示の義務がないため、投資家保護が不十分で、未上場株式が投資家の投資対象となりにくい。

(3) 適格(機関)投資家の範囲

私募に応じて未上場株式を購入できる適格(機関)投資家については、米国の適格投資家と比べ、日本の適格機関投資家の範囲は狭い(米国：団体・会社は資産 500 万ドル(5 億 5 千万円)超、個人は年収 20 万ドル(2,200 万円)超、日本：法人も個人も有価証券残高 10

億円以上)。米国では、適格投資家の範囲を投資経験・能力等を基準にさらに広げる検討を進めている。

(4) プライベート・ストック・オファリング(PSO)

米国では、小規模公募や私募など、プライマリーのプライベート・マーケットでの未上場株式の発行・募集による資本の調達のための仕組み(プライベート・ストック・オファリング(PSO)が整備されている(レギュレーション A、レギュレーション D ルール 504(小規模公募)、ルール 506(私募)など)。これらに従えば、株式公募のときの厳しい開示義務は免除され、代わりに、負担の軽減された簡易な会社情報の開示や投資家への提供の義務が課せられて、一定の投資家保護が確保されることで、未上場株式が、機関投資家を含む投資家の投資対象となる。

日本では、小規模公募(少額免除)、私募のときは、株式公募・上場のときの厳しい開示義務が免除されるが、小規模公募の募集額の範囲は狭く、また、いずれも米国のような作成負担が軽減された簡易な会社情報の開示の義務はないので、投資家保護が不十分で、投資家の投資対象になりにくい。

(5) 株式の転売と開示義務

米国では、株式の転売については、原則、開示義務を課さず、発行会社、その依頼を受けたディーラー(投資運用業者)又はアンダーライター(引受け業者)の 3 者いずれかと投資家との取引に対して開示義務を課している。投資家の行為が引受け業者の行為とみなされると開示義務が課せられるため、セーフ・ハーバー・ルールや免除規定を定めている。

日本では、株主による多数の者への転売について、原則、開示義務を課し(売出し)、例外を列挙している。その結果、開示義務の対象となる取引は、主に未上場株式について、発行会社、発行会社の主な関係者及び金融商品取引業者等の他の投資家との取引、金融商品取引業者間の取引、私募で購入した転売制限のある株式の制限を超えた転売などとなる。上場株式については、証券取引所や PTS での売買、法人間、海外企業株式などの取引以外の取引について、上述の未上場株式と同様の取引・転売が開示義務の対象となる。結果、概念的には、日本のほうが、米国よりも株式の転売における開示義務の対象範囲が広い。

(6) 私募転売—私募で購入した制限付き株式の転売—

米国では、私募で購入した株式を、セカンダリーのプライベート・マーケットで、開示義務免除のままで、公募又は私募(私売出し)によって転売するためのセーフ・ハーバー・ルールや免除規定が整備されている(私募転売(PSR))。

私募等で購入した転売先の制限のある制限付き株式について、これを制限の範囲内で転売するときは、ルール 144A(適格機関購入者への転売)、証券法第 4 条(a)(1 と 1/2)、証券法第 4 条(a)(7)(適格投資家への転売)、一般の投資家へ転売するときはルール 144 といっ

たセーフ・ハーバー・ルール等がある。ルール 144 で一般の投資家に転売するときは、私募で購入後半年又は 1 年間の転売禁止期間や、発行会社の同意その他転売制限の解除の方法が決められ、会社の基本情報の公表等の義務が課せられる。

これらに従えば、株式公募のときの厳しい開示義務は引き続き免除され、代わりに、私募のときの簡易な会社情報の開示に加えて、簡易な会社情報の公表や投資家への提供、一定規模以上の転売では募集通知書の開示などの義務が課せられて、投資家保護と、発行会社による株主の一定の管理が制度化され、株式が私募を通じて適格投資家及び一般の投資家に流通する。

日本では、私募で購入した未上場株式を、開示義務免除のままで、転売制限を解除して、一般の投資家に転売する仕組みはない。私募で未上場株式を購入した適格機関投資家は、適格機関投資家以外の投資家に転売すると開示義務が課せられるので、事実上、他の適格機関投資家にしか転売できない。少人数私募で未上場株式を購入した投資家は、通常、同様に開示義務免除のままで、売出しに該当しない少人数(50 人未満)の私売出しをするか、適格機関投資家私売出しをすることになる。

(7) 証券会社による未上場株式の店頭取引と店頭市場の形成

米国では、証券会社は、発行会社の未上場株式の私募・小規模公募等(PSO)による資本の調達を積極的に支援している(投資銀行)。また、私募転売(PSR)を活用した株主の転売を仲介等で支援し、未上場株式のセカンダリーの店頭市場を形成している。

証券会社は、各種のセーフ・ハーバー・ルールや、FINRA のルールと取引の監視又は各州の証券法のもとで、未上場株式を盛んに取引している。以上の制度と監視の下で、未上場株式の店頭市場として、州際グレー・マーケットや各州のローカル・ストック・マーケットが発展している。

日本では、未上場株式の取引が厳格に規制されているなかで、日証協の規則でも、会員証券会社が未上場株式を投資勧誘することを原則禁止している。この規則の例外として、株主コミュニティ、M&A 仲介、適格機関投資家等投資勧誘、及び店頭取扱有価証券制度が設けられているが、M&A 仲介以外は、規制・規則の制約が強く、取引の実態は乏しいと言われている。小規模公募や少人数私募では、発行会社は自ら公募又は私募をすることになるが、証券会社の顧客との関係性が活用できない状況では大変困難である。

(8) 証券会社による店頭登録市場の構築

米国では、証券会社の仲介等による未上場株式の取引(店頭取引(over-the-counter : OTC))が活発に行われている。証券会社は、店頭取引等で「勧誘なき注文」を受けると、発注した顧客の側に開示義務が免除されていることを確認する義務を履行すれば、開示義務を課せられずに、未上場株式の取引ができる。さらに、証券会社が証券取引所類似の機能を果たす ATS(Alternative Trading System)を活用して、上場株式及び未上場株式の双方

で店頭登録市場を設けている。未上場株式を取り扱う OTC Markets は、証券取引法第 4 条(a)(4)の勧誘なき注文 (Unsolicited Orders) の免除規定やマーケットメーカーの規制等に基づいて市場を運営し、このなかで ATS である OTC Link を活用している。

日本では、米国のような PSO や PSR の制度も整備されていない。加えて、証券会社は、上述のように未上場株式の投資勧誘が禁止されており、さらには、PTS は上場株のみを取り扱っている。PTS が未上場株式を取り扱うことは、売出しの定義に該当して開示義務が免除されない場合があり、また、未上場株式の投資勧誘禁止の例外にも該当しないので、事実上、PTS では未上場株式を取り扱うことはない。このため、米国のように、証券会社が主導して未上場株式の店頭登録市場を整備することは難しい。

(9) 少人数私募、適格投資家私募、私募転売における勧誘とインターネットの活用促進

少人数私募では、米国では適格投資家以外に洗練された投資家 35 名に対してまで販売することができる。よって、この人数に販売するまでは、何人でも勧誘する。日本では、半年間に適格機関投資家以外に一般の投資家 49 人までを勧誘することができる。広告宣伝は禁止されていないが、50 人以上への勧誘はできないため、広告・宣伝等の方法に制約がある。

米国では、私募については、原則、一般的勧誘・一般的広告を禁止していた。JOB Act 1.0 では、適格投資家私募及び適格機関購入者向けの制限付き株式の私募転売では、この一般的勧誘・一般的広告禁止を解除し、インターネット等を活用した広告・宣伝を可能とした。

日本では、適格機関投資家私募・私売出しでは、広告宣伝は禁止されていないが、勧誘する相手方が適格機関投資家のみに限定されているので、インターネット等を活用した広告・宣伝が事実上難しい。

(10) オンライン・トレーディング・プラットフォームと未上場株式マーケットプレイス

米国では、証券会社が顧客に提供するオンライン・トレーディング・プラットフォーム未上場企業のプライベート・ストック・オファリング(PSO)による資本調達や、株主による私募転売(PSR)が盛んになり、未上場株式のオンラインのセカンダリー・マーケットである未上場株式マーケットプレイスが発展した。JOBS Act 1.0 では、適格投資家私募や適格機関購入者向けの私募転売における一般的勧誘・一般的広告の禁止が解除されこれらの私募や私募転売でインターネットの活用も容易となった。

日本では、厳格な開示義務が免除される範囲が狭いなか、PSO と PSR の仕組みが未整備で、未上場株式マーケットプレイスどころか、未上場株式のプライベート・マーケットが、極小規模な株式コミュニティや株式投資型クラウド・ファンディングを除きほとんど発達していない。

(11) クラウド・ファンディングと投資家の投資額の制限

JOBS Act 1.0 で創設されたクラウド・ファンディングでは、発行会社の 1 件当たりの募集総額の上限はほぼ同じ(米国： 107 万ドル(1 億 1,770 万円)以下、日本： 1 億円未満)だが、個々の投資家の投資上限額に違いがある(米国、投資家の資産額に応じ 1 年間に 10.7 万ドル(1,177 万円)以下、日本は募集 1 件に対して 1 年間に 50 万円以下。総額や件数の制限はない)。米国では、発行企業が上限の 107 万ドル募集するために最少 10 人の投資家が必要となる。日本の場合は、1 億円弱募集するために最少 200 人弱となる。なお、米国では、発行会社は、簡易な募集届出書を SEC に提出・開示する義務がある(募集額が 53.5 万ドルを超えるときは監査付財務諸表も求められる)。日本では、発行会社には、発行者の会社情報等事業に関する当局への提出・公衆縦覧型の開示等の義務はない。

(12) クラウド・ファンディングとその後の資本形成

米国ではクラウド・ファンディングによる株式の小規模公募の後も、レギュレーション D の私募やレギュレーション A の小規模公募等で資本が調達できる。また、未上場株式マーケットプレイスが、クラウド・ファンディングで成長した未上場企業の株式を転売するセカンダリー・マーケットとなることが見込まれている。

一方、日本には、クラウド・ファンディングを繰り返す以外には、IPO までは、VC ファンドからの投資以外に資本を調達する仕組みが、ほぼ存在しない。未上場株式のセカンダリー・マーケットの制度は、小規模な株主コミュニティや開示義務の厳しい店頭取扱有価証券制度等しか見当たらず、クラウド・ファンディングで購入した株式の転売先を探すことは大変困難である。

(13) 小規模証券会社による未上場株式募集の引受け

米国では、証券会社(ブローカー・ディーラー)の登録要件のうち、自己資本規制は、純負債が純資産の 15 倍を超えないこと、又は純資産が 25 万ドル以上若しくは顧客預かり資産の 2%以上のいずれか大きいほうとされる。

日本では、第一種金融商品取引業の登録要件で、自己資本規制比率 120%以上の他に、最低資本金又は純資産が、元引受け幹事を行う場合は 30 億円、元引受けを行う場合は 5 億円以上、他は 5,000 万円以上となっている。この日本の元引受け幹事及び元引受けについての要件は、例えば、地域の小規模な企業が地元の中小証券会社に私募の引受けを依頼するときなど、成長企業が IPO や私募・小規模公募等の際に元引受け幹事や元引受けを依頼できる証券会社を限定している。

(14) IPO オン・ランプによる IPO の促進と上場後の成長の加速

新興成長企業(EGC)の上場促進と上場後の成長加速のため、上場前後一定期間の負担を軽減する IPO オン・ランプについては、

米国では、EGCについては、IPOプロセスにおけるSECのコンフィデンシャル・レビューを導入し、提出する財務データの期間を短縮し、テスト・ザ・ウォーターズの実施やリサーチ・レポートの配布等を認めた。また、内部統制に関し、EGCについては、セイ・オン・ペイ、内部統制報告書の外部監査、監査役のローテーション等を免除した。

日本では、有価証券届出書の提出日(届出日)の前後に、すべての企業にプレ・ヒアリングの実施を認め、また、届出日の1か月前までのアナリスト・レポートの配布等を認めた。コンフィデンシャル・レビューは導入されていない。内部統制強化については、企業の規模に関係なく、基準の明確化など高負担の回避が図られている。新規上場企業は、資本金100億円未満又は負債総額1,000億円未満であれば、上場後3年間、内部統制報告書の外部監査は不要とした。日本のIPO・オン・ランプの導入は限定的である。

(15) 事後監視型規制体系の米国と事前防止型の日本

以上を概括すれば、米国では、多様なセーフ・ハーバー・ルールの制定、及びインターネットを活用した広範な会社情報の開示、勧誘方法のウェブサイト等への限定(クラウド・ファンディング)等と規制当局による効率的な取引監視等によって、市場取引の透明性を高めることで、市場の運営コストや行政コストを抑えながら、一定の投資家保護が確保されて、未上場株式が投資対象となり、流通する。

一方、日本では、米国と比べて、開示義務が免除される範囲や、適格機関投資家の対象者が格段に狭く、かつ、免除された範囲においては、米国のような簡易な会社情報の開示等の義務がなく、投資家保護の仕組みも整備されていないので、未上場株式が投資対象とならず、プライベート・マーケットが発展しない。

このように、日本では、株式取引の規制体系がいわゆる事前防止型の厳格なものとなっている。今こそ、日本でも、相当程度に発達したIT技術を活用しながら、米国の仕組みを参考に、他の国々と同様に、市場参加者の説明責任を高め、市場の透明性を高めて、行政コストを抑えながら、事後監視型の規制へと切替え、多層多様な未上場株式の市場を整備することが可能であると考ええる。

4-1 上場コストの低減による IPO の促進

JOB Act 1.0 では、タイトル I の「新興成長企業に対する米国株式資本市場の再開放 (Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies)」において、新興成長企業に対して、IPO オン・ランプ(On-Ramp)と呼ばれる規制緩和を実施した。On-Ramp とは高速道路への進入路という意味で、株式公募・上場による資金調達を目指す比較的小規模な企業に対しては、IPO 前後の規制を緩和し、その負担を軽減して IPO を促進し、併せて IPO 後の成長を加速するという考え方である¹³⁵。

新興成長企業(EGC)とは、以下の 1)及び 2)の要件を満たす企業をいう(証券取引法第 2 条(a)(19))。

- 1) 直前事業年度の年間総収益が 10 億ドル(1,100 億円)未満の発行会社。
- 2) 事業年度の期初に EGC であった発行会社¹³⁶。

2012 年の JOB Act 1.0 の成立時には、米国の株式会社の 9 割が該当すると言われていた。

4-1-1 上場時の開示義務等の軽減

米国では、株式を公募する発行会社には、公募する株式を SEC に登録(register)することが義務付けられる。この履行のため、発行会社は登録届出書(registration statement)を SEC に提出する(filing a registration statement)。提出は、インターネットを使って行われ、SEC は受け取った登録届出書を EDGAR (Electric Data Gathering, Analysis and Retrieval) というデータベースに蓄積し、インターネットで公開する。

証券取引法第 5 条では、この株式の登録義務(開示義務)について、何人も、発行者が SEC に証券を登録(登録届出書を提出)し、開示したものでなければ、証券の公募を行ってはならないと規定している。このうえで、証券取引法第 4 条(a)(1)では、発行会社(issuer)とその依頼を受けた投資運用業者(dealer)又は引受け業者(underwriter)の 3 者以外の者の取引は、開示義務が免除される。この結果、この 3 者のいずれかが関係する取引は、他に免除する規定がなければ、発行会社が開示義務を課すことになる。IPO のプロセスにおいては、この開示義務の履行確保のため、

- 1) 登録届出書の提出前の期間、

135 The IPO Task Force, op. cit., p.11.

136 証券取引法第 2 条(a)(19)では、事業年度の期初に EGC であった発行会社は、以下のうちの最も早い日まで、引き続き EGC とみなされる。1) 年間総収入が 10 億ドル(1,100 億円)以上となった事業年度の末日、2) IPO を実施して最初に株式を販売した日の 5 年後の日の属する事業年度の末日、3) 過去三年間の非転換社債の発行額が 10 億ドルを超えた日、4) 取引所法ルール 12b-2 に定める市場に流通している株式の時価総額が 7 億ドル以上である大規模早期提出会社(large accelerated filer)とみなされることとなった日。

2) 登録届出書の提出後・効力を有するまでの期間、及び

3) 届出書の発効・募集開始後の一定期間、

それぞれ以下のように発行会社及びその依頼を受けた投資運用業者(dealer)又は引受け業者(underwriter)等の勧誘行為や販売行為が禁止され又は制限される¹³⁷。これらの規制は、ガン・ジャンピング(Gun-Jumping) 規制と呼ばれる(証券取引法第 5 条(a)、(b)及び(c))。

1) 届出前期間(prefilling period, or quiet period)と呼ばれる株式公募の登録届出書の提出の日(登録申請日)の前までは、勧誘、売付け及び株式の交付が禁止される。

2) 待機期間(waiting period)と呼ばれる登録申請日から申請の効力発生日(公募開始の日)までは、勧誘活動は許されるが、売付け及び株式の交付は禁止される。この期間中は証券取引法第 10 条に規定する記載事項を満たす仮目論見書以外の使用が禁止される。発行会社及び幹事証券会社は勧誘活動(ロードショー)をすることはできるが、販売はできない。この期間にブックビルディング(需要把握と発行価格の決定)、及び訂正届出が行われる。

3) 効力発生後期間(post-effective period)と呼ばれる届出の効力発生日から募集終了日までの期間は、勧誘及び販売ができる。販売するときは、株式を購入する投資家に証券取引法第 10 条に規定する記載すべき内容を満たす目論見書を交付することが義務付けられる。公募開始日から一定期間(90 日から 180 日が多い)は、引受け事業者との契約で、主要株主等にロックアップ(所有する株式の販売制限)が課せられる。

以上の規制体系のなかで、JOBS Act 1.0 では、EGC の IPO の促進のため以下のような改革を行った。

(1) コンフィデンシャル・レビュー(Confidential Review)の導入

JOBS Act 1.0 によって、EGC は、SEC に対して株式公募の登録届出書のドラフトを非公開扱いで提出し、審査を受けることができるようになった。これをコンフィデンシャル・レビュー(confidential review)という。発行会社は非公開扱いで登録届出書(開示書類)を提出した後、ロードショーを開始する日の 21 日前までに、必要な修正を完了して登録届出書を正式に提出・公衆縦覧に供することが求められる。これにより、登録届出書の内容が競争相手に知られることなく SEC の審査手続きを受けることができる。よって、変更があった場合も外部に知られることなく修正することができる(証券取引法第 6 条(e))。

JOBS Act 2.0 では、EGC が未公開ベースで登録届出書(開示書類)を SEC に届け出た後、未公開審査を受けて、正式な登録届出書を提出する期日を、ロードショー開始前の 21 日前から 15 日前にすることとした。この改正については、関係者からは、コンフィデンシャル・レビューは、JOBS Act 1.0 が施行されてから広く活用されており、発行会社は直ちに

137 実務的には、証券取引所の上場手続きが株式公募の登録・届出の前に先行する。まず、引受け証券会社の選定・審査・承認、次に、上場の申請・審査・承認、その後に SEC への登録申請(日本の場合は、内閣総理大臣への有価証券届出書の提出)が順に実施される。

この期間短縮の恩恵を受けるだろうと評価された¹³⁸。

また、この非公開扱いで(又は正式に)登録届出書を提出した日に EGC であった会社は、その後、IPO までに総収入が基準の 10.7 億ドルを超え、EGC でなくなったときも、IPO の日又は事業年度末のいずれか早い日までは EGC であるとみなされることとした。

さらに、JOBS Act 2.0 の後に、コンフィデンシャル・レビューを EGC 以外のすべての企業にも認めることとなり、これは 2017 年 7 月 10 日に実施された¹³⁹。

(2) 株式公募の開示書類に添付する財務データの削減

株式公募の開示書類(登録届出書)に記載・添付すべき監査済みの財務情報は、過去 5 年分とされているが、JOBS Act 1.0 では、EGC については過去 2 年分とし(証券取引法第 7 条(a)(2))、また、過去の財務データの添付も不要とした(取引所法 13 条(a))。

(3) ガン・ジャンピング規制の緩和

証券取引法第 2 条(a)(3)に定義される募集(offer)の解釈では、発行会社に対する投資家の関心を喚起する、又は株式の公募を予期して市場を整えるように意図された行為は、募集(offering)に該当するとされる¹⁴⁰。したがって、登録届出書の提出前に、株式の購入への関心の有無を投資家に打診することや、登録届出書を提出する前、及び提出した後、効力を持つ日までに、IPO に関与する証券会社がアナリスト作成のリサーチ・レポート¹⁴¹を公表することも禁止されていた。

(i) テスト・ザ・ウォーターズ(Test-the-Waters)の導入

このため、JOBS Act 1.0 では、証券取引法第 5 条(d)を新設して、EGC 及び当該 EGC のために株式公募に携わる権限のある者(証券会社等)は、株式公募の登録届出書を SEC に提出する前及び提出後に、適格機関購入者及び適格投資家のうちの機関投資家である適格機関投資家(institutional accredited investors)に対して¹⁴²、株式公募に対する需要や関心の有無などについて、文書又は口頭でのコミュニケーションをすることにより、事前に調査することを解禁した(水に浸かる前に手を入れて試す意味でテスト・ザ・ウォーターズ(test

138 Skadden (2015), op. cit..

139 SEC, "SEC's Division of Corporation Finance Expands Popular JOBS Act Benefit to All Companies", FOR IMMEDIATE RELEASE, June 29, 2017.

140 Palmiter, op. cit., p.157.

141 SEC の定義によるとリサーチ・レポートとは、"a written communication (including an electronic communication) that includes an analysis of a security or an issuer and provides information reasonably sufficient upon which to base an investment decision" とされる。

<https://www.sec.gov/rules/final/33-8193.htm>

142 適格機関購入者と適格投資家の定義は、4-2-3 参照。

the waters)と呼ばれる)。

さらに、JOBS Act 3.0 では、このテスト・ザ・ウォーターズを EGC 以外のすべての企業に(EGC to All Issuers)認める規定を設けていた(Title IX—Encouraging Public Offering)。この規定については、2019 年 12 月 3 日に SEC がルール 163B を施行して実現している。

(ii) リサーチ・レポートの配布

株式の公募に関与する証券会社が、株式公募の予定等の情報について、証券アナリスト作成のリサーチ・レポートその他の文書に記載して、これを投資家に配布することや、ネット又は口頭で説明することは、証券取引法第 2 条(a)(10)及び第 5 条(c)で株式公開日前及びその後の一定期間は禁止されていた。

JOBS Act 1.0 では、証券取引法第 2 条(a)(3)を修正して、証券会社が、公募に参加するかどうかを問わず、EGC が登録届出書を提出する日の前後に当該 EGC に関するリサーチ・レポートを作成し、公表することは勧誘(offer)に該当しないことを明確化し、これを解禁した。

(iii) 証券会社と投資家のコミュニケーションの促進

さらに、取引所法第 15D 条(c)を追加して、EGC の公募の届出の前後に、証券会社が証券アナリスト等と投資家とのコミュニケーションの場を設けること、証券アナリストが証券会社と投資家とのコミュニケーションの場に参加することを認め、これを制限する規則を SEC 又は自主規制機関が設けることを禁じた。

(4) SEC による IPO のコスト等の調査・分析

JOBS Act 3.0 では、SEC に以下のような調査・分析を求める規定を設けている。

(i) 中小規模の企業が IPO で負担する引受け手数料等の調査

発行会社は、上場する際は、引受けをする証券会社が発行会社から買い取る価格と市場に売り出す価格との差(グロススプレッド)を事実上負担することになる。資金調達額 2,500 万ドルから 1 億ドルの中規模クラスの IPO では、この差額の売出し価格に対する割合が、2001 年から 20016 年までで、約 97%の案件で約 7%の水準で推移している。一方で、大企業が上場する場合は、より低い割合となっており、中小規模の企業のグロススプレッドの決定に競争原理が働いていない可能性もあり、この要因等の調査を SEC に求める(Title XXXI—Middle Market IPO Underwriting Cost)¹⁴³。

143 Eva Su, and Gary Shorte, “JOBS and Investor Confidence Act (House-Amended S. 488): Capital Markets Provisions, update September 7 2018“, Congress Research Report (CRS, 2018) p.8.

(ii) 中小規模の企業がリサーチ・レポートの対象外となる要因の調査

発行会社にとっては、IPO を行うときに、アナリストが投資調査を行ってリサーチ・レポートを作成し、公表することは、株式の流動性が高まり、適切な価格形成につながるため、重大な関心事項である。一方で、EGC を含む比較的小規模な発行会社は、この投資調査の対象に選ばれない傾向がある。JOBS Act 3.0 は、この要因等の調査を SEC に求める (Title XXIV—Improving Investment Research for Small Issuers)¹⁴⁴。

新興成長企業(EGC)の上場促進のため

米国では、EGC については、株式の公募の審査におけるコンフィデンシャル・レビューを導入し、提出する財務データの期間を過去 5 年分から 2 年分に短縮した。さらに、株式の公募の登録届出書提出日の前後にテスト・ザ・ウォーターズやリサーチ・レポートの配布等の実施を認めた。

日本では、有価証券届出書の提出日(届出日)の前後に、すべての企業に株資の需要見込み調査(プレ・ヒアリング)の実施を認め、また、届出日の 1 か月前までのアナリスト・レポートの配布等を認めた。コンフィデンシャル・レビューは導入されていない。日本の IPO・オン・ランプの導入は限定的である。

日本では、IPO オン・ランプの導入は限定的である。日本では、株式を「募集」するときは、有価証券届出書を内閣総理大臣に提出する義務がある(金商法第 4 条第 1 項)。提出した有価証券報告書は、公衆縦覧に供される(金商法第 25 条第 1 項及び第 2 項)。

JOBS Act 1.0 制定の後、日本では、2014 年 8 月に金融庁が企業内容等開示ガイドライン¹⁴⁵を改正し、ガイドライン 2-12 に掲げる発行株式の販売と転売のときの勧誘であって開示義務が課せられる取得勧誘又は売付け勧誘等¹⁴⁶に該当しない行為として、以下の二つを含む 8 項目¹⁴⁷を追加している。

144 Ibid., p.12.

145 「企業内容等の開示に関する留意事項について(企業内容等開示ガイドライン)」令和元年 6 月、(金融庁企画市場局、2019)。

146 金商法第 2 条第 3 項で「取得勧誘」は「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘」、同条第 4 項で「売付け勧誘等」は「既に発行された有価証券の売付けの申込み又はその買付けの申込みの勧誘」と定義されている。会社による自己株の販売のための勧誘は「取得勧誘類似行為」(金商法定義府令第 9 条)に該当するものとして、「取得勧誘」に含まれ、「売付け勧誘等」からは除かれる。

147 他の 5 項目は、以下のとおり。1)有価証券届出書の提出日の 1 か月より前の日の情報発信、2) 金融商品取引法、証券取引所規則等に基づく情報開示、3) 発行会社により通常の業務の過程において行われる定期的な情報発信、4) 発行会社により通常の業務の過程において行われる新製品・新サービスの発表、5) 製品・サービスその他の事業・財務の状況に関する自発的な問合せに対する発行会社による回答。これらをガイドラインに規定する考え方については、日本銀行が事務局である金融法委員会の平成 22 年 6 月 22 日付資料「金融商品取引法の開示規制上の「勧誘」の解釈を巡る現状と課題」が参考になる。

1) 有価証券届出書の提出前後における、特定投資家¹⁴⁸又は株式の保有割合が 5%以上の株主に対する需要の見込みに関する調査(プレ・ヒアリングともいう。米国のテスト・ザ・ウォーターズと同じ。)、

2) 金融商品取引業者等により、通常の業務の過程において行われる上場企業のアナリスト・レポート(米国のリサーチ・レポートと同じ)の配布又は公表

この結果、企業の規模で区別することなく、

1) テスト・ザ・ウォーターズ(プレ・ヒアリング)については、米国と同様、株式公募の開始日の前後いつでも実施できるようになり、

2) リサーチ・レポート(アナリスト・レポート)については、有価証券報告書の提出日の 1 か月以前であれば(米国では提出日の前後いつでも)公表することができるようになった。

なお、この IPO のプロセスにおける先行研究の関心分野のなかには、多くの研究者の興味を引くアンダープライシングというテーマがある。IPO において、公開価格が、証券取引所での初値を下回るというアンダープライス現象が世界的に確認されている。金子(2019)によると、平均収益率 $((\text{初値} - \text{公開価格}) \div \text{公開価格})$ が、日本は-44.7%、米国は-16.8%、日本以外の 6 か国平均で-16.2%となっており、日本におけるアンダープライシングが特に大きい¹⁴⁹。発行会社にとっては機会損失が大きい、投資家にとっては初期収益率が高いということになる。金子(2019)では、この要因として、主幹事による利益相反仮説を提示している。引受けをする主幹事にとって、発行会社の利益を犠牲にして、マイナスの評判効果を受ける以上に、発行価格を下げて超過需要を形成して、各種の事業の顧客である投資家に割り当てることでプラスの評判効果を獲得しているのではないかという意見である。これを裏付けるものとして、日本では、幹事会社が株式を割り当てるときに抽選をする割合が低い(幹事会社が選定する割合が高い)というデータもある。この説は、米国の企業は、プライベート・マーケットで私募等により十分に資本形成してから多額の募集額の上場しており、一方、日本の企業は、プライベート・マーケットの存在が乏しく、資本形成が不十分なまま IPO を急いでいる(よって、主幹事に対する発行会社の交渉力が弱い)という本稿での議論と整合的である。

4-1-2 継続開示義務の内部統制関連の負担の軽減

JOBS Act 1.0 では、EGC の上場後の開示義務(継続開示義務)の負担を軽減するために、上場後 5 年間の役員報酬等の開示及び外部監査付きの内部統制報告書の提出等の免除を定めた。

148 特定投資家とは、適格機関投資家及び国、日本銀行、預金保険機構、上場企業その他の法人等をいう(金商法第 2 条第 31 項、金商法定義府令第 23 条)。

149 金子隆『IPO の経済分析 過小値付けの謎を解く』(東洋経済新報社、2019) p.153。

(1) セイ・オン・ペイ (Say on Pay) の免除

ドッド・フランク法 951 条では、株式公開・上場企業に対して、セイ・オン・ペイ (Say on Pay) を制度化して、役員報酬に関する株主による勧告的投票の実施を求めている。セイ・オン・ペイ (Say on Pay) とは、役員報酬については、株主総会の承認等により株主の関与を確保すべきという考え方である。また、同法 953 条(b)(1)では、ペイ・レシオ (Pay Ratio) と呼ばれる経営者報酬と従業員の賃金との比率 (CEO の報酬と労働者の賃金の中央値 (median) の倍率とされる) の開示を義務付けている。

JOBS Act 1.0 では、EGC に対してはこれらの規制の適用を免除した。

(2) 内部統制報告書の外部監査等の免除

上場企業は、SOX 法第 404 条(b)項に基づき、

1) 財務報告に関する内部統制の有効性を評価する内部統制報告書 (Internal Control in Finance Report : ICFR) を作成し、社外監査法人の監査を受けてから SEC に提出することに加え、同法第 103 条(a)(3)で、

2) 監査事務所のローテーション、3) 財務書類の補足事項 (追加情報) の提出等の義務が課せられる。

内部統制報告書とは、開示情報の正確性を確保するために必要な体制の有効性を経営者自身が評価し、この結果を取りまとめた報告書である。内部統制報告書は、SOX 法の諸規制のなかで最も金と労力が必要と言われている。2011 年の SEC のレポートでは、第 404 条(b)を遵守するために、比較的小規模な企業でも年 58 万ドルより多い支出が必要となると報告している¹⁵⁰。

JOBS Act 1.0 は、EGC について、IPO 後の 5 年間、この義務を免除した。

さらに、JOBS Act 3.0 では、この免除期間を 5 年間から 10 年間へと伸ばす。また、IPO 後 5 年が経過した企業でも、平均総収入が 5,000 万ドル (55 億円) 未満であって、市中に流通する株式の時価総額が 7 億ドル未満の場合は¹⁵¹、さらに 5 年間の免除を与える法案を含んでいる (Title V—Fostering Innovation)。

この法案について、SEC は、JOBS Act 3.0 の成立を待たずに、2020 年 3 月にルールを改正して実施している。即ち、市中に流通している株式の時価総額が 7,500 万ドル未満で

150 The Staff of the Office of the Chief Accountant of SEC, "Study and Recommendations on Section 404(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 For Issuers With Public Float Between \$75 and \$250 Million", (SEC, 2011) p.53.

151 発行会社の関係者 (affiliate) 以外の株主が保有する市場に流通する株式が時価 7 億ドル以上の会社は、「大規模早期提出会社 (large accelerated filer)」、7 億ドル未満、7,500 万ドル以上の会社は「早期提出会社 (accelerated filer)」と呼ばれる。

ある小規模報告会社であって、年間総収入が 1 億ドル未満の会社については、ICFR の外部監査は不要とした¹⁵²。SEC のプレスリリース資料では、この改正は、SEC と議会がこれまで取り組んできた情報開示等の程度を対象企業の規模に合わせて調整し、不要の負担を削減する歴史的な取り組みと整合的であるとしている¹⁵³。

以上の改革は、創業後、黒字化するまでの期間が長い製造業や医療・創薬・バイオテクノロジーなどの分野のスタートアップ・ベンチャー企業の負担減を図ることにもなる。

また、JOBS Act 3.0 では、四半期報告書について、比較的小規模な企業もこれを取引所法第 12 条(a)・(b)及び第 15 条(d)に基づき、フォーム 10-Q に記載して提出する義務があるが、その費用対効果についても SEC に調査・分析することを求めている(Title XXXI – Middle Market IPO Underwriting Cost)

上場後の内部統制に関する負担の軽減のため、

米国は、EGC については、セイ・オン・ペイ、内部統制報告書の外部監査、監査役のローテーション、財務書類の補足事項の提出等を免除した。

日本では、SOX 法等の内部統制強化は、導入時点から企業の規模に関係なく基準の明確化など高負担の回避が図られている。その後 IPO オン・ランプの考え方を一部導入し、新規上場企業は、資本金 100 億円未満又は負債総額 1,000 億円未満であれば、上場後 3 年間、内部統制報告書の外部監査は不要とした。

日本では、2010 年の金商法改正で、上場企業に内部統制報告書の作成と内閣総理大臣への提出を義務付けた(金商法第 24 条の 4 の 4 第 1 項)。同法第 193 条の 2 第 2 項で、内部統制報告書は、公認会計士又は監査法人の監査証明を受けることとされた。

日本の場合は、米国で SOX 法による内部統制制度が上場企業、特に、小規模な上場企業に多大なコストを課す結果となったことを踏まえて具体的な導入を進めた。例えば、内部統制体制の評価について、個別の内部評価項目を例示し、評価対象の業務プロセスの範囲を明示するなど、企業の負担縮小を意識した評価基準、実施基準¹⁵⁴を設定している。¹⁵⁵

さらに、JOBS Act 1.0 を踏まえ、2014 年の金商法の改正により、証券取引所に新規上場を行った会社は、資本金 100 億円以上又は負債総額 1,000 億円以上の会社である場合を除き、上場会社となった後 3 年間に限り、内部統制報告書に関する内部統制監査を受ける

152 小規模報告企業(smaller reporting company: SRC)であって、年間収益 1 億ドル未満の発行企業を、「早期提出会社」及び「大規模早期提出会社」の定義から除外する。

153 SEC (2020), op. cit..

154 他に、開示すべき重要な不備の判断基準の提示、監査法人等の内部統制監査対象を経営者の内部統制評価に限定(ダイレクトリポーティングの不採用)、内部統制監査と財務諸表監査の一体実施などコスト負担の削減のために工夫されている。

155 神田・山下、前掲書、p.174-175、p.186-190。

ことを要しないこととした(金商法第193条の2第2項4号、内部統制府令第10条の2¹⁵⁶)。

一方、四半期報告書については、上場企業等(証券取引所の上場会社及び店頭売買有価証券市場の登録会社。後者は、現時点存在しない)について導入されている(金商法第24条の4の7)。

156 「財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令」をいう。

4-2 未上場株式の発行による資本形成の促進—小規模公募、私募—

未上場企業であっても、株主数や資本の額が一定の値を超えた場合は開示義務が課せられる。この一定の値を外形基準という。外形基準が低いと、私募段階での資本形成も小さなものにならざるを得ない。そこで、JOBS Act 1.0 では、プライベート・マーケットを拡充し、未上場段階での企業の成長を促すため、この外形基準を大きく引き上げた。

そのうえで、証券取引法第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が免除される取引である小規模公募、私募及び私募転売についての規制を見直している。

まず、小規模公募については、証券取引法第 3 条(b)に基づき、開示義務が免除される範囲を、募集総額 500 万ドル以下から同 5,000 万ドル以下へ拡大した。

次に、レギュレーションDで規定される私募については、一般的勧誘・一般的広告の禁止の緩和を進めた。私募においては、勧誘・販売の対象者の投資能力及び人数が一定の要件を満たして私募に該当すれば(適格投資家は人数無制限、洗練された投資家は 35 名以内)、開示義務が免除され、その一方で、転売先の制限が課せられ(制限付き株式)、募集総額等に応じて、投資家への一定の情報提供・開示の義務などの制約が課せられる。

さらに、私募においては、一般的勧誘・一般的広告が禁止されていたが、JOBS Act 1.0 では、これを適格機関投資家に販売先が限定されるレギュレーションDルール 506(c)の私募について解除した。

4-2-1 未上場企業に強制的に開示義務を課す株主数・資産額(外形基準)の引上げ

JOBS Act 1.0 では、タイトル V の「閉鎖会社の柔軟性及び成長(Private Company Flexibility and Growth)」で、未上場企業であっても開示義務が強制される株主数及び資産額(外形基準と呼ばれる)を引き上げた。

一定以上の資産規模、株主数等に達した株式会社は、株式公募をしていない場合でも、SEC に登録して会社情報を定期的又は臨時に開示する義務(以下「強制開示義務」という)が課せられる(取引所法第 12 条(g)(1)(A))。

JOBS Act 1.0 の制定により、この基準が、前年事業年度の総資産が 1,000 万ドル(11 億円)超であって、株主数 500 人以上から、同じく 1,000 万ドル超であって、株主数 2,000 人以上又は適格投資家以外の株主 500 人以上に引き上げられた。併せて、この株主数 2,000 人以上を数えるときには、私募で会社から報酬として株式を受け取った従業員株主の数を株主の数から除くこととした(取引所法第 12 条(g)(5))。

株主数が 300 名未満に減少すると強制開示義務が解除される(取引所法第 12 条(g)(4))。この強制開示義務を解除するときの株主数は改正されていない。

この結果、成長企業は、十分に引き上げられた外形基準を念頭に、株主数や総資産資の額をコントロールして強制開示義務を回避しながら、プライベート・マーケットで小規模公募や私募を活用して資本形成を進め、プライベート・カンパニーのままで成長して、相当な規模の企業になるまでこれを継続することも(private to private)、上場するのに必要かつ十分な規模に達したら IPO を行ってパブリック・カンパニーとなって成長を加速することも可能となった。

なお、JOBS Act 1.0 では、タイトルVIの「資本増強(Capital Expansion)」において、銀行及び銀行持ち株会社について、その資本増強の負担を軽減するため、取引所法の強制開示義務の株主数基準を 500 名以上から 2,000 名以上に引き上げた(取引所法第 12 条(g)(1)(B))。併せて、これらの強制開示義務が解除される基準も 300 名未満から 1,200 名未満に引き上げている(取引所法第 12 条(g)(4))。

強制開示義務は、

米国では、JOBS Act 1.0 で基準を引き上げて、総資産 1,000 万ドル(11 億円)超かつ株主 2,000 人以上になるまでは継続開示義務は生じない。

日本では、5 年連続株主 1,000 人以上になると継続開示義務が生じる。総資産の基準はない。株主数をコントロールすれば非開示会社のまま成長を続けることができる。

日本では、外形基準は、株主数が米国と比べて半分で、総資産の基準はない。即ち、5 年度連続で事業年度末日に株式等の所有者が特定投資家を除き 1,000 人以上となった会社に強制開示義務が生じ、その後 300 名未満となったとき又は資本金額が 5 億円未満になったときに免除される。米国のような総資産の基準はないので、株主数さえ 1,000 人未満に抑えれば、強制開示義務を回避しながら資産面、資本面で限りなく成長を続けることができる(金商法第 24 条第 1 項

、金商法施行令第 3 条の 6)。

ただし、詳細は後述するが、日本では、上場するまでは、株主数が増えるような資本調達をすること自体に制約が多く、また、資本金を 1 億円以下にすることによる中小企業税制上のメリットもあり、資本金 1 億円以下のままで資産規模を拡大し、未公開、未上場のプライベート・カンパニーとして成長を続ける企業も多数あると言われる。

4-2-2 小規模公募(ミニ IPO)の範囲の拡大

JOBS Act 1.0 では、タイトルIVの「小規模会社の資本形成(Small Business Capital Formation)」において、証券取引法第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が免除されて、株式の公募ができる小規模公募の範囲を、1 年間で総額 500 万ドル以下から総額 5,000 万ドル(55 億円)以下に引き上げた(証券取引法第 3 条(b)(2))。募集総額に応じて、段階的に負担が軽減された簡易な会社情報の開示等の義務が課せられる。

(1) レギュレーション A+

SEC は、証券取引法第 3 条(b)の小規模公募のセーフ・ハーバー・ルールであるレギュレーション A(ルール 251 から 263)を定めている。このルールに従えば、5,000 万ドル以下の株式の公募については、発行会社は、厳格な開示義務が免除されて、代わりに株式公募の登録届出書よりも簡易なフォーム 1-A による募集届出書(offering statement)を SEC に提出し、公衆縦覧に供することになる。これにより、未上場株式の公募を、厳しい開示義務は免除されて、その代わりに募集総額に応じて段階的に負担の軽減された会社情報の開示等の義務の下で、適格投資家及び一般の投資家に対して行うことができる。証券取引所に上場しないままで、一般的勧誘・一般的広告(general solicitation or general advertising)によって公募する。レギュレーション A に基づく小規模公募は、ミニ IPO と呼ばれる。負担の軽減された簡易な会社情報の開示等の義務によって一定の投資家保護が確保されつつ、店頭市場で証券会社の設置するオンライン・トレーディング・プラットフォーム等を通じて、発行会社が多数の投資家を勧誘し、販売する。未上場株式は、その後も自由に転売され、流通する。

JOBS Act 1.0 では、第 5 条の株式の登録義務(開示義務)の適用除外の範囲を広げるため、証券取引法第 3 条(b)(2)を追加し、第 3 条(b)(1)の 1 年間の募集総額 500 万ドル以下の適用除外証券と別に、1 年間の募集総額 5,000 万ドル(55 億円)以下の適用除外証券を設けた。

これに基づき、SEC はレギュレーション A を改正して、以下のように小規模公募の制度を整備した。

1) Tier 1 として、募集総額 2,000 万ドル(22 億円)以下であれば、募集届出通知書(フォーム 1-A) (財務諸表は監査不要)、募集終了時に財務諸表(監査不要)を添付した募集終了通知書(フォーム 1-Z)を提出する。

2) Tier 2 として、募集総額 5,000 万ドル(55 億円)以下であれば、募集開始時に、監査済みの財務諸表を添付した募集届出通知書(フォーム 1-A)、募集終了時には、財務諸表(監査付)を添付した募集終了通知書(フォーム 1-Z)を提出する。その後、継続開示義務として、1 年間(フォーム 1-K)、半年間(フォーム 1-SA)及び臨時(フォーム 1-U)の報告書を定期的に提出する義務がある

Tier 2 の公募には、適格機関投資家以外の投資家は年収又は資産総額(法人は年間総収入又は純資産額)の 10%以下までに制限される。

Tier 1 では州法の適用があり、Tier 2 では、適格購入者向けの募集や、証券取引所で取引されている株式については、州法の適用は免除される(レギュレーション A ルール 256、証券取引法第 18 条(b)(3))。

レギュレーション A でも、フォーム 1-A による募集届出書の提出前後にテスト・ザ・ウォーターズが認められ、募集届出書(offering statement)はコンフィデンシャル・レビューを受

けることもできる。募集届出書の提出から、これが効力を持つまでの待機期間中は、仮募集回状(preliminary offering circular)を使って募集をすることができる(同ルール 255)。

JOBS Act 1.0 によって、以上のように拡充されたレギュレーション A は、レギュレーション A+と呼ばれている。

○レギュレーション A+(小規模公募(ミニ IPO))

- ・ フォーム 1-A(募集届出通知書) による簡易な会社情報の開示。
- ・ 対象投資家： 限定なし(適格投資家及び一般の投資家)。
- ・ 転売制限なし。
- ・ 一般的勧誘・一般的広告は可。
- ・ 以下の募集総額等の段階に応じた簡易な会社情報の開示の義務。

－Tier 1： 募集総額 1 年間で 2,000 万ドル(22 億円)以下、募集届出通知書に添付する財務諸表は監査不要。 募集終了報告書(フォーム 1-Z)の SEC への提出・開示義務あり(発行開示義務)。継続開示の義務なし。州法の適用あり。

－Tier 2： 募集総額 1 年間で 5,000 万ドル(55 億円)以下、募集届出通知書に添付する財務諸表は監査済み。継続開示の義務あり(年次報告書(フォーム 1-K)、半期報告書(フォーム 1-SA)、適時開示書類(フォーム 1-U)の提出)。州法の規定は適格購入者等向けのものなどで免除される。

(2) レギュレーション D ルール 504¹⁵⁷

レギュレーション D ルール 504 は、証券取引法第 3 条(b)(1)(500 万ドル以下の株式の適用除外)のセーフ・ハーバー・ルールである。1 年間で 500 万ドル (5 億 5 千万円) 以下の株式の公募について、証券取引法第 5 条の開示義務を免除する。

発行会社には、公募開始の日から 15 日以内に一定の会社情報をフォーム D¹⁵⁸に記載して SEC へ提出する義務がある(ルール 50(d)、ルール 503 (a))。

州法の規制は適用除外とならない。株式を購入すると、制限付き株式を受け取り、半年から 1 年間の保有期間が課せられる(ルール 144(a)(3)(ii))。州法の規制は適用されるので、各州の法律に基づき、株式の登録義務(開示義務)等が課せられることがある。この場合は、制限付き株式とはされない。

対象投資家の限定はなく適格投資家及び一般の投資家に対して勧誘できるが、特定の州内で、州法での株式の登録義務(開示義務)の免除を受けて、適格投資家への一般的勧誘・一般的広告を認められた場合を除き、一般的勧誘・一般的広告は禁止される。

157 SEC “Rule 504 of Regulation D: A Small Entity Compliance Guide for Issuers”, January 20, 2017.

158 Form D には、簡単な会社情報として、社名と住所、主要株主、役員・幹部職員の名前、募集概要などを記載する。SEC の EDGAR を経由して公衆縦覧に供される。

○レギュレーション D ルール 504(小規模公募)¹⁵⁹

- ・勧誘対象の投資家：制限なし(適格投資家及び一般の投資家)。
- ・募集総額の上限：1年間で500万ドル以下。
- ・SECへのフォームDの提出義務あり(公衆縦覧に供される)。
- ・州法の規制あり。
- ・購入後の転売制限：特定の州内の取引で、州法の株式の登録義務(開示義務)等がある場合を除き、制限付き株式とされる。半年又は1年間の保有期間あり。
- ・一般的な勧誘・一般的広告は原則禁止。適格投資家を対象とした公募であって、州法で、登録免除されて一般的勧誘・一般的広告が認められる場合は可。

小規模公募は、

米国では、ミニ IPO と呼ばれ、募集総額 5,000 万ドル以下(55 億円以下)について、発行会社の開示義務が免除され、代わりに段階的に負担が軽減された会社情報等の SEC への提出・開示の義務のもと、証券取引所以外で株式の公募が行われる。軽減された会社情報の開示等により一定の投資家保護が確保され、未上場株式が投資家の投資対象となる。

日本では、募集総額 1 億円未満は開示義務が免除される(少額免除)。このとき、1 億円未満 1,000 万円超は有価証券通知書の提出(非公表)がある。免除の範囲が狭いため発行会社にとって経済的合理性が乏しく、また、厳格な開示義務が免除されるのみで、他に会社情報の開示等の義務はないため、投資家の投資対象になりにくい。

米国の少額公募では、証券法第 5 条の株式の登録義務(開示義務)を免除した代わりに、投資家保護のため、財務諸表及び一定の情報を盛り込んだ通知書等の SEC への提出・公衆縦覧に供される。募集総額 5,000 万ドル以下の Tier 2 では継続的な開示の義務もある。結果、投資家の信認を得て株式が投資対象として選ばれる。

日本では、金商法第 4 条第 1 項の株式の募集の届出義務(開示義務)が免除される「少額免除」として、1 年間(50 人以上を勧誘する場合は半年間)で、

1) 募集総額 1,000 万円超、1 億円未満は、開示義務はなく、有価証券通知書の提出義務があり(金商法第 4 条第 1 項第 5 号)、

2) 募集総額 1,000 万円以下は、開示義務はなく、特段の報告書等の提出義務もない。

このように、日本では、小規模公募は 1 億円未満と、米国とは格段に少額の上限となっており、1 億円未満、1,000 万円超は簡素な通知書のみで、1,000 万円以下は、何ら求めら

159 満井美江「米国の証券私募制度における適格投資家の見直し」『比較法制研究第 39 号』(国土館大学、2016) p.99-101。

れない。

開示義務が軽減される範囲が狭く、株式公募の費用対効果が低く、発行会社にとって小規模公募の経済合理性が乏しい。また、開示義務がないため、投資家の投資対象となりにくい。

なお、募集総額 1 億円以上 5 億円未満の株式の募集・売出しは、簡略な記載の有価証券届出書及び同報告書(連結財務諸表等の記載を不要とする)の届出が認められる(金商法第 5 条第 2 項、第 24 条第 2 項)。これを金商法では「**少額募集**」という。この規定は、既に上場している会社その他継続開示義務を負っている会社であって、正式の記載での有価証券報告書を提出している会社には適用されない。

4-2-3 私募における一般的勧誘・一般的広告の禁止の緩和と適格投資家の範囲の拡大

(1) 米国における株式の私募—レギュレーション D ルール 506—

JOBS Act 1.0 のタイトル II「雇用創出者のための資本調達方法(Access to Capital for Job Creators)」では、レギュレーション D 502(c)の適格投資家私募のとき、又は私募で入手した株式をルール 144A で適格機関購入者に転売するときには、私募における一般的勧誘・一般的広告(general solicitation or advertising)の禁止を解除する。これにより、購入者を適格投資家・適格機関購入者に限定した私募・転売について、インターネット等を活用しやすくする。

私募(private offering)とは、少数の又は特定の投資家に対する株式の購入の勧誘をいう。一般・不特定多数に対する勧誘(soliciting)である公募(public offering)と区別される。証券取引法第 4 条(a)(2)で、発行会社による公募を伴わない取引(transactions by an issuer not involving any public offering)を開示義務の免除取引としており、発行会社による取引であって、公募を伴わないもの(私募)は、第 5 条の開示義務が免除される(私募免除)。この規定のセーフ・ハーバー・ルールとして、SEC が、以下のように、募集総額の制限のない私募であるレギュレーション D ルール 506、及び従業員に株式を報酬として提供する場合の私募であるルール 701 を定めている¹⁶⁰。

(i) 対象投資家、募集総額

レギュレーション D ルール 506 に基づく発行会社の私募については、募集総額の制限はなく、勧誘・販売の対象が、ルール 506(b)では、35 名以下の洗練された投資家、ルール 506(c)では、適格投資家(数は無制限)に限定されている(適格家及び洗練された投資家

160 SEC, "Regulation D Offerings, Rule 506 of Regulation D", Fast Answers.

の定義は(vi)参照。ルール 506 の(b)と(c)の併用はある)。いずれも、一般的勧誘・一般的広告は禁止されていた。特定の州内に限った私募を除き州法の規制は免除される(証券取引法第 18 条(b))。

ルール 701 では、開示義務が免除される募集総額は 100 万ドル、総資産の 15%又は発行済み株式の 15%のいずれか大きい金額以下とされ、株式を購入する者は、発行会社の従業員に限られる。州法の規定は適用される。

(ii) 転売の制限

証券法第 4 条(a)(2)の私募、並びにレギュレーション D ルール 504 の小規模募集及び同 506 の私募で発行会社から購入した株式は、原則として、制限付き株式として扱われる(ルール 144(a)(3))。

これらの私募等では、第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が免除されるので、これを購入した者は、私募のときと同様に、転売先が制限されるなどの制約が生じる。当該購入者は、これを転売するときに、その制限に従う限りは証券取引法第 2 条(a)(11)の引受け業者(underwriter)に該当しないとされて、開示義務は免除される。後述するルール 144 に基づいて、発行会社の同意等一定の条件の下、制限付きを解除して一般の投資家に転売することもできる。

よって、発行会社が、レギュレーション D ルール 506 の私募で株式を販売する際には、ルール 502(d)に基づき、以下のような義務が課せられる。

- 1) 購入者が引受け業者(アンダーライター)でないこと及び転売目的の購入でないことを合理的に調査すること。
- 2) 開示義務の免除された未登録の株式である旨及び転売するには登録が必要である旨を購入者へ書面により説明すること。
- 3) 株式の登録がされていない株式なので転売可能性に制限がある旨を株券又は契約書に記載すること。

(iii) 会社情報・募集概要の SEC への提出・開示

また、ルール 506 の私募では、発行会社は、私募による募集終了後 15 日以内にフォーム D により発行会社の情報と当該私募の概要を SEC へ提出・公衆縦覧に供することが求められる(ルール 503(a))。

506(b)の私募では、発行会社は、洗練された投資家に対しては、発行会社がレギュレーション A を用いる資格のある場合は、レギュレーション A で用いられるフォーム 1-A の Part II と同様の非財務情報や、その他に監査済みの財務諸表が必要な場合があるなど、発行会社の規模と私募の額に応じた内容の情報の提供が求められる(ルール 502 (b))。

(iv) 一般的勧誘・一般的広告禁止の緩和

証券法第 4 条(a)(2)の私募で勧誘するときには「一般的勧誘・一般的広告(general solicitation or general advertising)」は禁止されている(ルール 502(c))。よって、新聞広告や、誰でも参加できるようなセミナー等の開催は、勧誘の対象が適格投資家等の特定の投資家に該当するかどうかの判別が困難であり、一般的勧誘・一般的広告とされて禁じられる。このため、証券会社を通じて投資家をスクリーニングして個別に勧誘することが行われている。

JOBS Act 1.0 では、この私募における一般的勧誘・一般的広告禁止を、Rule 506(c)の適格投資家に限定した私募については解除した。ただし、発行会社は購入者が適格投資家であることを確定申告書、口座残高など合理的な方法で確認する義務がある。これにより、マスメディアやインターネット、公開セミナー等による勧誘が可能となり、また、公募する会社は、私募における広告の方法に関する制約を気にせずに、公募と同時に私募をすることも可能となった¹⁶¹。

米国議会下院小委員会委員長から 2011 年 3 月に SEC に送られたレターで提示された IPO の規制に関する疑問の一つに「購入可能な者が適格機関投資家に限定されているのに、適格投資家ではない一般の投資家が広告を受け取ることによっていかなる害悪が実際に生じるのか」とあり、立案されたものである¹⁶²。投資家保護の要としての一般勧誘・一般的広告の禁止から、インターネットの時代を前提とした大胆な発想の転換を行っている。これを JOBS Act 1.0 で最も重要な改革と評する識者もいる。

○ルール 506(b)(少人数私募免除)

- ・対象投資家：35 名以内の洗練された投資家。
- ・募集総額：制限なし。
- ・SEC へのフォーム D の届出義務あり。EDGAR で提出・公衆縦覧に供される。
- ・一般的勧誘・一般的広告は禁止。
- ・特定の州内に限った私募を除き州法の規制は免除される(証券取引法第 18 条(b)(4))。

○ルール 506(c)(適格投資家私募免除)

- ・対象投資家：適格投資家に限る。人数制限なし(最終的な購入者が適格投資家であることを確認する義務がある)。
- ・募集総額：制限なし。
- ・SEC へのフォーム D による届出義務あり。EDGAR で提出・公衆縦覧に供される。
- ・一般的勧誘・一般的広告の禁止は、JOBS Act 1.0 で解除。

161 山本、前掲書、p.69-74、斎藤・吉川、前掲書、p.121-124。

162 Issa, op. cit., p.5.

- ・特定の州内に限った私募を除き州法の規制が免除される(証券取引法第 18 条(b)(4))。

○ルール 701(従業員への株式報酬)

- ・対象投資家：発行会社の従業員。
- ・募集総額：開示義務が免除される募集総額は 100 万ドル、総資産の 15%又は発行済み株式の 15%のいずれか大きい金額以下。
- ・一般的勧誘・一般的広告は禁止。
- ・州法の規制が適用される。

(v) 自主規制機関による私募の規則・監視

証券会社の協力のない私募の実施は大変困難と言われており、通常、私募をするときには証券会社が業務として支援する。このため、私募についても、FINRA が、会員証券会社が遵守すべき規則を定めて監視する。FINRA が SEC と共同で私募市場を規制・監視する。

FINRA の自主ルール 5122 は、会員証券会社に対し、自己又は支配下の者が有する株式を私募で販売したときは、FINRA に報告書を提出することを求める。

ルール 5123 は、発行会社又はその主な関係者が会員証券会社とともに私募を行ったときは、当該会員証券会社に、私募が行われた最初の日から 15 日以内に、FINRA へメモランダム、タームシート、その他の資料をシステム経由で提出することを求める(非公表扱い)¹⁶³。FINRA は、メモランダム等の内容から、会員証券会社が私募に応じる投資家を適格投資家であるか確認する合理的な手順を設けているかどうかを検証する。

(vi) 適格投資家、洗練された投資家の定義—適格機関投資家の拡大—

私募の対象となる特定の者として、適格投資家(accredited investor)と洗練された投資家(sophisticated investor)が規定されている。適格投資家は、金融機関、投資運用機関、一定の投資残高と投資能力を有する事業会社と資力のある個人投資家などから構成される(ルール 501(a))。

洗練された投資家とは、単独で又は証券購入代理人の助けを借りて(with his purchaser representative(s))金融やビジネスの問題について、そのメリットとリスクを評価できる能力を有するだけの経験と知識がある者とされている(ルール 506(b) (2)(ii))¹⁶⁴。

163 FINRA “Private Placement Filing Requirements”, Rules & Guidance, Key. Topics.

<https://www.finra.org/rules-guidance/key-topics/private-placements>

164 Rule 506(b)(2)(ii)では、洗練された投資家を次のように表現している。“not an accredited investor either alone or with his purchaser representative(s) has such knowledge and experience in financial and business matters that he is capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment”

○適格投資家の定義(概要)：以下のいずれかに該当する者。

- ・機関投資家(銀行、保険会社、年金基金等)。
- ・500万ドル超の純資産を有する団体・会社。
- ・投資顧問法第202条(a)(22)に規定する投資会社(business development companies)。
- ・発行会社役員、無限責任社員。
- ・証券会社(ブローカー・ディーラー)。
- ・主たる住居以外の資産100万ドル超の個人又は世帯。直近2年連続で20万ドル超の所得を得ている個人(30万ドル超の所得を得ている世帯)。
- ・500万ドル超の資産を有する信託。
- ・適格投資家がすべての資本を出資している組織。

JOBS Act 3.0 では、個人投資家が私募に応じて未上場株式を購入することを促進するため、適格投資家の定義を見直し、資産等の金額に加えて知識や資格に基づく対象範囲を導入することを提案している。このため、レギュレーション D ルール 501(a)を改正して、

- 1) SEC 又は FINRA 若しくはこれに準ずる自主規制機関(SOR)に勤務する者、
 - 2) 州当局に証券会社(ブローカー・ディーラー)又は投資顧問業者として登録している者、
 - 3) 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 又は FINRA 若しくはこれに準ずる自主規制機関が確認した者
- を、適格投資家の定義に追加することとしている(Title IV—Fair Investment Opportunities For Professional Experts, Title X—Family Office Technical Correction)。

JOBS Act 3.0 の成立を待たず、SEC は、2019 年 12 月に、適格投資家の定義の見直し案を公表し、パブリックコメントの募集を開始した¹⁶⁵。

(2) 日本における株式の私募

日本では、金商法第4条第1項で、発行会社が当該会社の株式を多数の者に対して勧誘する(「募集」という)ときは、発行会社に当該「募集」に関して届け出することを義務付け、そのための有価証券届出書の提出を求める。

このとき、発行会社が、当該会社の株式の購入を特定又は少人数の者に対して勧誘する(「私募」という)ときは、「募集」には該当しないとされ、第4条1項の届出義務が免除される。

株式の「募集」とは、「新たに発行される有価証券の取得の申し込みの勧誘のうち、多人数向けに勧誘する場合、及び適格機関投資家私募、特定投資家私募、少人数私募のいず

165 SEC, “SEC Proposes to Update Accredited Investor Definition to Increase Access to Investments”, FOR IMMEDIATE RELEASE, Dec. 18, 2019, (SEC, 2019).

れにも該当しない場合である」¹⁶⁶(金商法第2条第3項第1号及び第2号)。¹⁶⁷

いずれも、米国のような私募における一般的勧誘・一般的広告禁止の規定はなく、私募の取扱いを受託した金融商品取引業者等に、広告の方法等の制限(金商法第37条第1項)を含む各種の行為規制が課せられる。

(i) 適格機関投資家私募

適格機関投資家私募は、取得勧誘¹⁶⁸のうち「適格機関投資家のみを相手方として行う場合」であって、当該私募の対象となる株式が適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれの少ないものである。「譲渡されるおそれの少ない」ことを担保するため、私募に実施に以下のような条件がある(金商法施行令第1条の4第1号、金商法第23条の13第12項)。

1) 私募をする株式(株券)の発行会社が、金商法第24条第1項の継続開示義務を負っていないこと。よって、上場企業の株式及び未上場であるが外形基準を超えたため継続開示を行っている会社の株式は、適格投資家以外の一般の投資家に譲渡されるおそれの多い株式とされて、これらの株式の購入を適格機関投資家だけに勧誘することも「募集」となって、これをするときは有価証券届出書の提出が義務付けられる。

2) 私募に応じて株式を取得する投資家と、適格機関投資家以外の者には譲渡しない旨の契約を結ぶことを条件として取得勧誘が行われること。

3) 発行会社は、私募で勧誘して株式を販売するときは、開示が行われていない株式である旨、及び転売先が適格機関投資家に限定されている旨を、当該株式を購入する者に告知すること。

適格機関投資家私募で購入した株式を転売するためには、適格機関投資家私売出しによって、再度、適格機関投資家のみを勧誘(して販売)する。他の一般の投資家を勧誘するときは、有価証券報告書の提出による売出しの届出をして行うこととなる(「適格機関投資家取得有価証券一般勧誘」という。金商法第4条第2項)。¹⁶⁹

(ii) 特定投資家私募

特定投資家私募は、特定投資家のみに対する勧誘であって、金融商品取引業者に委託し

166 黒沼(2016)、前掲書、p.65。

167 募集に該当する場合として、発行会社による株式の販売のための多数の者への勧誘から、多人数向けであるが適格機関投資家私募又は特定投資家私募に該当する場合除かれ、多人数向けでない、即ち、少人数向けに勧誘する場合であって、適格機関投資家私募、特定投資家私募、少人数私募のいずれにも該当しない場合が含まれる。これは、例えば、少人数私募の期間が半年を超えた場合など、各私募それぞれの人数以外の要件によって各私募に該当しなくなった場合である。ここでの説明は割愛する。

168 金商法第2条第三項で「取得勧誘」を「新たに発行される有価証券の取得の申し込みの勧誘」であって、取得勧誘類似行為を含むものと定義している。

169 黒沼(2016)、前掲書、p.72-82。

て勧誘が行われるもので、当該未上場株式が特定投資家以外の者へ譲渡されるおそれの少ないものである¹⁷⁰。(i)の適格機関投資家私募と同様の条件の下で行われる。

(iii) 少人数私募

少人数私募は、少人数への勧誘(半年以内に 50 人未満。適格機関投資家を人数から除く)であって、当該私募の対象である株式が多数の者へ譲渡されるおそれの少ないものである。「多数の者へ譲渡されるおそれの少ないもの」であるために、少人数私募の対象となる株式が継続開示義務を負ってないことを条件とする(金商法施行令第1条の7第1号イ)。よって、上場企業及び未上場であるが外形基準を超えたため継続開示義務を負った会社は、少人数(50 人未満)への勧誘も「募集」とされて、有価証券届出書の届出が義務付けられると考えられる。また、少人数私募の勧誘対象者の中に適格機関投資家が混ざった場合は適格投資家私募と同様の条件に従う。

少人数私募で購入した株式を転売するためには、少人数私売出しによって、再度、50 人未満の一般の投資家を勧誘(して販売)するか、適格機関投資家私売出しをするか、現実的ではないが、開示義務を履行して売出しをすることになる。いずれにしろ、少人数私募で購入した株式を転売するため 50 人以上の一般の投資家を勧誘するなど売出しに該当するときは、開示義務が課せられて、有価証券報告書の提出による売出しの届出をして行うこととなる。

○金商法上の「私募」

・私募：少数の又は特定の投資家に発行株式の取得の勧誘をすること。以下の種類がある。

株式の募集の届出義務(開示義務)の対象外。転売制限がある。

－適格投資家私募：勧誘先は適格機関投資家に限る。転売先も適格機関投資家に限る。

購入者と適格機関投資家以外への転売を禁止する契約の締結が必要。
継続開示会社の株式は対象外。

－特定投資家私募：勧誘先は特定投資家に限る。転売先も特定投資家に限る。

発行会社が特定証券情報を投資家へ提供又は公表する義務がある。

－少人数私募：半年以内に 50 人未満の一般の投資家への勧誘。転売先は一月以内の勧誘で 50 人未満の一般の投資家又は適格機関投資家に限る。

170 特定投資家向けの私募は、プロ向け市場(特定取引所金融商品市場、金商法第2条第33項)を創設するために設けた制度であり、具体的には同法第117条の2第1項に基づいて(株)日本取引所グループ傘下の東京証券取引所に TOKYO PRO MARKET が開設されている。特定投資家以外の投資家は参加できない。特定投資家は、適格機関投資家に加えて、日本政府、日本銀行、上場企業等から構成される(金商法第2条第31項)。特定投資家私募は、発行会社が金融商品取引業者に委託して特定投資家を勧誘することを除き、適格投資家私募とほぼパラレルな規制が課せられている。黒沼(2016)、前掲書、p.369-373 参照。

継続開示会社の株式は対象外。

○適格機関投資家の定義(概要)

有価証券に対する投資に関する専門知識及び経験を有する者であって、以下のいずれかに該当する者である。

- ・有価証券関連業務・投資運用業を行う金融商品取引業者、投資会社、銀行、保険会社等。
- ・以下のいずれかに該当する者であって金融庁長官への届け出た者。
 - －直近の有価証券残高 10 億円以上である法人
 - －有価証券の取引経験 1 年以上、有価証券残高 10 億円以上を有する個人
 - －有価証券残高 10 億円以上の組合等の業務執行組合員である法人又は個人(全組合員の同意を得て金融庁長官へ届け出ることが必要)
 - －外国の投資運用業者、銀行、保険、信託業者
 - －外国の政府・中央銀行・地方自治体・政府機関、国際機関等

適格投資家の範囲は、米国と比べて日本は、事業会社及び個人投資家については、かなり限定的である。

米国： 事業会社は資産 500 万ドル(5 億 5 千万円)超、個人投資家は、個人若しくは世帯で住居以外の資産が 100 万ドル(1 億 1,000 万円)超、又は年収が個人 20 万ドル(2,200 万円)、世帯 30 万ドル(3,300 万円)超

日本： 法人は有価証券 10 億円以上、個人投資家も有価証券 10 億円以上で投資経験 1 年以上

私募の対象となる適格投資家(日本では適格機関投資家)の範囲が米国のほうがはるかに広い。機関投資家の範囲はほぼ同様であるが、事業会社と個人投資家に関しては、米国と比べて日本はかなり限定的である。

米国では、団体・会社は資産 500 万ドル(5 億 5 千万円)超、個人若しくは世帯の主たる住居以外の資産 100 万ドル(1 億 1,000 万円)超、又は個人の年収 20 万ドル(2,200 万円)超、若しくは世帯年収 30 万ドル(3,300 万円)超である。一方、日本では、法人が有価証券残高 10 億円以上であり、個人も有価証券残高 10 億円以上、かつ投資経験 1 年以上となっている。

日本の全産業(金融業及び保険業を除く)の貸借対照表の有価証券の額の資産額に対する割合は平均 1%程度であり¹⁷¹、単純計算で、有価証券残高 10 億円の 100 倍の 1,000 億円以上の資産規模の事業会社が適格機関投資家に該当する。これは、米国の総資産 500 万ドル(5 億 5 千万円)以上よりもはるかに大きい。米国の個人投資家の住宅以外の資産の 1 億 1,000

171 「法人企業統計調査(令和元年 10 月-12 月期) 1.全産業、資産・負債」より算定。

万円という基準額に比べて、日本の個人投資家の有価証券残高 10 億円という基準額は、有価証券のみで 10 倍近く大きく、超富裕層のさらに上の水準となっている¹⁷²。

米国では、私募における一般的勧誘・一般的広告を禁止していたが、JOBS Act 1.0 で、適格投資家に限定した私募(ルール 506(c))において、これを解除した。

日本では、適格機関投資家に限定した私募においては、勧誘の対象を適格投資家のみとするため、セミナーの開催やインターネット等を使った広告・宣伝は一定の範囲に制限される。

米国では、私募に応じて株式を購入した者が適格投資家であれば問題はないとして、適格投資家に限定した私募(ルール 506(c))については、一般的勧誘・一般的広告の禁止を解除した。米国では、あくまでも、私募の勧誘活動の結果、これらの者が(人数が制限されるときはその人数まで)証券を購入し、所有することを求めている。

日本では、適格機関投資家だけに限定した私募については、適格機関投資家を特定して、これに対象を絞った勧誘をしなければならないので、勧誘する前に、投資家が適格機関投資家かどうかの確認が必要となるとともに、広告・宣伝の方法が限定される。

米国では、洗練された投資家 35 人が購入を決めるまで、何人に対してでも私募の勧誘を続けることができる。

日本では、半年経過する又は勧誘した投資家(適格機関投資家を除く)が 49 人に達すると勧誘を止める。広告・宣伝は禁止されていないが、事実上限定される。

ルール 506(b)の私募では、洗練された投資家のうち実際に購入した人数が 35 人以下とされる。よって、35 人集まるまで勧誘活動が続けられる。

日本の金商法の場合は、人数制限のある私募については、私募に応じて株式を購入した人数ではなく、勧誘をした人数をカウントするため、適格機関投資家以外の者に対しては、半年に 49 人以下までしか勧誘できない。事実上、広告・宣伝はできず、また、49 人までを勧誘し、そのなかで購入を決めた投資家のみが投資するので、予定の額が集まらないリスクがある。

私募においては、発行会社は開示義務を免除されるが、

米国では、代わりに、フォーム D による会社情報や募集概要の SEC への提出・開示が求められる。一定の情報開示がなされる結果、株式が投資家の購入対象となる。

日本では、発行会社には会社情報等の投資家への提供や規制当局への提出・開示も

172 金融資産が 500 万ドル (5 億 5,400 万円) 以上の個人を超富裕層と呼ぶことが多い。野村総合研修所の定義では、超富裕層を純禁輸資産 5 億円以上、富裕層を同 1 億円以上 5 億円未満としている。

求められないので、投資家保護が十分とはいえず、縁故増資などの場合を除き、投資対象とすることが困難となっている。

米国のレギュレーション D ではフォーム D の SEC への提出による情報の開示の義務がある。転売制限等に加えて、一定の会社情報等の投資家への提供、SEC への提出・公衆縦覧に供されることより、投資家保護及び発行会社による株主の管理が制度化された株式となり、次節で説明する私募転売もあって、投資の対象となる。レギュレーション D の私募に応じて未上場株式に投資する投資家の多数を機関投資家が占めると言われている。

一方、日本の金商法の私募では、適格機関投資家私募でも、少人数私募でも、発行会社に、米国のような会社情報や財務情報の投資家への提供や規制当局への提出・公衆縦覧等の義務が課せられていない。投資家保護が不十分なため、デューディリジェンスを行うファンド等からの投資を除き、投資家が私募に応じて未上場株式を投資対象として購入することが困難となっている。発行会社も、私募で広範囲から有力な投資家を募ることも困難である(なお、プロ向け市場の制度を設ける特定投資家私募では、特定投資家に特定情報が提供される)。

実際のところ、未上場企業は、スタートアップが VC ファンドから投資を受けるときも、中堅・中小企業が増資するときも、形式上は、会社法に基づき、縁故募集による第三者割当て増資を行っていると考えられる。このとき、金商法をクリアするために、通常、株式の勧誘先(第三者割当先)を、適格機関投資家を除き半年間に 50 人未満に絞った私募をする。この場合、募集総額が 1 億円未満、1,000 万円超のときは、第三者割当て先が 50 人未満の少人数私募の範囲であっても、念のため有価証券通知書を提出する場合もあると言われている。

4-3 未上場株式の流通の促進—私募転売—

投資家が、株式の公募(証券取引所、OTC Markets 等の店頭登録市場、OTC(店頭取引)、小規模公募などでの一般的な勧誘と販売)で取得した株式を転売することは、当該株式について、証券取引法第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が履行されている、又は同条の開示義務の免除規定及び関連するセーフ・ハーバー・ルールが守られていれば、制限なく行える。

一方、投資家(株主)が、制限付き株式など、私募・私売出し等により開示義務が免除されたまま購入した未上場企業の株式を、開示義務免除のまま転売するためには、制限付き株式の転売制限に従って適格投資家など特定の投資家に転売するか、又は転売制限を解除して一般の又は特定の投資家に転売することになる(私募転売)。このために、以下のような証券取引法の規定や判例法、セーフ・ハーバー・ルールが使われる。

1) ルール 144 は、投資家が私募等で発行会社から直接又は間接的に購入した制限付き株式(restricted securities)等を、又は発行会社の主な関係者が、発行会社から直接又は間接的に購入した制限付き株式等を、若しくは小規模公募又は OTC 市場等で購入した株式(control securities)を、開示義務免除のままで適格投資家及び投資家に転売するときに使われる。

2) 証券法第 4 条(a)(1 と 1/2)と呼ばれる判例法は、投資家が私的な取引として制限付き株式を適格投資家など特定の者に転売するときに使われる。

3) ルール 144A は、投資家が制限付き株式を適格機関購入者に転売するときのものである¹⁷³。

4) 証券法第 4 条(a)(7)は、JOBS Act 2.0 に基づき、証券法第 4 条(a)(1 と 1/2)の一部を条文化して、投資家が適格投資家に転売するときの手続きを定めている。

JOBS Act 1.0 では、私募で購入した株式を株主が適格機関購入者に転売するときの一般的勧誘・一般的広告の禁止を解除した。ルール 144A では、一般的勧誘・一般的広告が禁止されていたが、JOBS Act 1.0 で、この適格機関購入者に販売先が限定される転売について、これを解除した。

JOBS Act 2.0 では、4)の制限付き株式を適格投資家など限定された範囲の者へ転売するときに対する判例法(証券法第 4 条(a)(1 と 1/2)と呼ばれる)を条文化した証券法第 4 同条(a)(7)を追加した。

173 山本、前掲書、p.78-81。

4-3-1 米国の株式の転売(resale)規制の考え方

(1) 私募転売の前提－株式の公募と開示義務、私募と制限付き株式－

米国では、株式の公募(public offering)については、何人も、発行者が SEC に当該株式の公募に関する登録届出書を提出してなければ、これを行ってはならないとしている(証券取引法第 5 条)。提出された登録届出書は、提出後、公衆縦覧に供される。このように、発行会社は、発行した株式の販売を公募で行うときに、当該株式の募集及び会社の情報についての開示義務が課せられる。

一方、証券取引法第 4 条(a)(2)に基づき、発行会社は、株式の登録義務(開示義務)が免除される私募を行うことができる。私募は公募を伴わない発行会社の取引(transactions by issuer not involving any public offering)と定義される。このときのセーフ・ハーバー・ルールとしてレギュレーション D がある。レギュレーション D は発行会社による初回の購入者への公募・販売のみに適用され¹⁷⁴、購入した株式は制限付き株式とされ、適格投資家以外への転売等に制限が課せられる。厳格な開示義務に代わり、発行会社には会社情報、募集概要を記載したフォーム D を SEC に提出・公衆縦覧に供すること等が求められる。

(2) 発行会社、投資運用業者又は引受け業者と株主による転売

(i) 発行会社、投資運用会社又は引受け業者その他の投資家(株主)による転売と開示義務

証券法第 4 条(a)(1)の規定により、発行会社、投資運用会社(dealer)又は引受け業者(underwriter)による株式の公募には証券法第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が課せられ、この 3 者以外の投資家間の取引(transactions by any person other than an issuer, underwriter, or dealer)は、株式の公募を伴っても開示義務の対象とならない。

この規定では、第 5 条の開示義務は、発行株式の公募だけでなく、投資運用会社又は引受け業者が発行会社から直接又は間接的に購入した株式を広く投資家に転売する(「分売(distribution)」という)ときにも、原則、適用される。よって、この 3 者が発行会社から直接又は間接的に購入した株式を他の投資家に転売する場合は、証券法第 5 条の開示義務の対象となり、この 3 者以外の投資家が同様の株式を転売する場合は開示義務の対象とならない。

引受け業者とは、

- 1) 発行会社の証券の分売(distribution)の代理人、
- 2) 発行会社から株式を分売の目的で(2 年以内に転売する予定で)購入する者、及び
- 3) 発行会社に一定の支配力を有する者(controlling person)に関して 1)又は 2)を行う者

174 SEC, “Fast Answers, Regulation D Offering”の脚注[4]に”Regulation D’s exemption is only available for offers and sales by an issuer of securities to initial purchasers”とある。

をいう(証券取引法第2条(a)(11))。一定の支配力を有する者は、大株主、役員、幹部職員などの発行会社の主な関係者(affiliates)である。

引受け業者(underwriter)の範囲が広く、定義が複雑であるため、投資家の転売が発行会社のために株式の分売(distribution)を助ける引受け業者(underwriter)の行為とされて、当該投資家が引受け業者とみなされると、第5条の開示義務が課せられてしまう。¹⁷⁵

このため、SECでは、ルール144やルール144A等のセーフ・ハーバー・ルールを定めている。

(ii) 制限付き株式の転売

投資家(株主)が、私募で購入した制限付き株式を、開示義務を免除されたままで、適格投資家以外の投資家に転売するときは、制限付き株式の制限の範囲内で行うか、転売制限を解除し、当該転売が引受け業者の行為とみなされると公募に該当するとして開示義務が課せられる。投資家が制限付き株式の転売について、開示義務が課せられる公募をするのは現実的ではなく、開示義務が免除されたまま、制限付き株式の制限を解除して公募をするか、制限付き株式の制限に従い私募のときと同様の相手先への転売をすることになる(証券取引法第4条(a)(1))。このため、SECのセーフ・ハーバー・ルールの

- 1) 発行会社の同意の下で制限付きを解除して一般の投資家に転売するルール144、
- 2) 適格機関購入者に転売するルール144Aや、
- 3) 私的な相手に転売するときの証券取引法第4条(a)(1と1/2)と呼ばれる判例法、
- 4) 適格投資家に転売するときの同条(a)(7)

等がある。

(iii) 会社の主な関係者が公募等で購入した株式の転売

会社の主な関係者が、証券取引所、店頭登録市場、店頭取引(OTC)、小規模公募等で購入した会社の株式を投資家に転売するときも、投資家保護の観点から一定の制限が求められる。

投資家のうち、大株主、役員、幹部職員などの発行会社の主な関係者(control person, or affiliate)が、発行会社から直接又は間接的に取得した当該会社の株式を転売することは、分売の意図を持った引受け業者の行為に該当して開示義務が課せられる可能性が一般の投資家よりも高く、転売への規制の必要性が大きい。このため、SECでは、発行会社の主な関係者が他の投資家に転売するときには、株式の購入額を制限するなどルール144の要件を追加している。

¹⁷⁵ 山本、前掲書、p.79。Palmiter, op. cit., p.318.

4-3-2 私募転売とセーフ・ハーバー・ルール等

以下で、株式の転売を規制するセーフ・ハーバー・ルールや証券取引法の免除規定を順に概観する。

(1) ルール 144¹⁷⁶

(i) 転売の主体と株式

ルール 144 は、「分売に従事しておらず、それ故にアンダーライターとみなされない者」というタイトルが付けられており、証券法第 2 条(a)(11)のアンダーライターの定義についてのセーフ・ハーバー・ルールである。勧誘対象の投資家に制限なく、株主（投資家）が、以下の株式を開示義務免除のままで広く他の投資家に転売するときの第 4 条(a)(1)の適用を判断するものである。¹⁷⁷

- 1) 投資家が、発行会社から直接又は間接的に私募で購入した制限付き株式。
- 2) 投資家のうち発行会社の主な関係者が、
 - i) 発行会社から直接又は間接的に私募で購入した制限付き株式、又は
 - ii) 小規模公募又は OTC 市場等で購入した制限付きではない株式。

(ii) 制限付き株式

制限付き株式とは、ルール 144(a)(3)に、直接又は間接的に発行会社又は発行会社の主な関係者から公募を伴わず取得した転売制限等の課せられた株式と規定され、具体的には、該当する場合が、以下のように列挙されている

- 1) 証券法第 4 条(a)(2)の私募。
- 2) レギュレーション D ルール 502(d)の転売制限に基づく同ルール 504 の募集総額 500 万ドル以下の小規模公募¹⁷⁸(特定の州内でのルール 504 の小規模公募は制限付き株式から除かれる)及び同ルール 506(私募)。
- 3) ルール 144A(制限付き株式の適格機関購入者への転売)。
- 4) ルール 701(従業員への株式報酬)。
- 5) 発行会社による適格投資家のみへの勧誘及び販売。

制限付き株式とは、これらの規定に基づいて、第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が免

176 SEC Investor Publications, "Rule 144: Selling Restricted and Control securities", Jan. 16, 2013, (SEC, 2013).

177 発行会社の主な関係者(affiliates)は、会社の経営管理や経営判断に対して指示する権限を持つ者(control person)であり、その保有する株式を control securities という。SEC (2013), op. cit..

178 レギュレーション A の小規模公募が行われた株式は、制限付き株式とはならない。よって、保有期間もない。

除されて勧誘・販売された株式である。制限付き株式には、購入後の一定の保有期間、転売先など一定の制限が課せられる。投資運用会社又は引受け業者や発行会社の主な関係者(affiliates)が上記の私募等で発行会社から取得した株式も制限付き株式に含まれる。発行会社は制限株式である旨の表示(restrictive legend)を株券に表示する。

(iii) 保有期間

保有期間の経過後に、投資家は、開示義務の免除の下、制限付き株式を制限の範囲で適格投資家に転売することができる。保有期間は、

- 1) 発行会社が継続開示会社(報告会社)の場合は半年間、
- 2) 継続開示義務を負っていない会社(非報告会社)の場合は1年間

とされる。

(iv) 制限付き株式の制限の解除の方法と会社情報の公表・開示

制限付き株式を開示義務の免除のままで、他の一般の投資家に転売するときは、保有期間経過後に、このルール 144 に定める各種の条件に従って、制限付きを解除することが必要になる。例えば、エンジェル投資家によるスタートアップへのシードマネーの投資、ベンチャー・キャピタルによる投資、機関投資家による中小企業への投資など、投資家が発行会社からレギュレーション D の私募などで直接購入した制限付き株式については、発行会社の主な関係者の保有する株式(“insider” stock)であり、その株主(投資家)が、ルール 144 に従うことで、一般的勧誘・一般的広告を行って、広く適格投資家及び一般の投資家に転売することができる(sell to the public)。¹⁷⁹

このため、ルール 144 では、以下の条件と手順で、投資家が発行会社の同意の下、制限付き株式であることを解除すること、及び発行会社が一定の会社情報を公表・開示することを求めている。

1) 制限付き株式であることを解除すること。当該制限付き株式は登録免除を受けなければ販売できない旨の表示(restrictive legend)について、発行会社の同意を得て、取引規制機関(Transfer agent)の手により削除すること。

2) 株式を販売する前に、取引所法ルール 15c2-11 に定める発行会社の基本情報(事業の概要、発行済株式の種類と総数、役員等の氏名・経歴、直近 3 年度分の財務諸表等)を一般に公表すること。このとき発行会社が継続開示会社(報告会社)の場合は、定期的な開示書類を編集して公表することで足りる。

179 Martin Mushkin LLC, “Rule 144: How Controlling Persons, Affiliates Sell to the Public Without Registration”, Articles, Corporate Finance, Public Market & SOX.

<https://www.mushkinlaw.com/articles/corporate-finance1/public-markets-sox/part-iv-public-markets-sox/>

(v) 発行会社の主な関係者による転売

(i)2)の発行会社の主な関係者(affiliate)が当該発行会社の i)制限付き株式の転売を行うときと ii)制限付きでない株式の転売を行うときには、以下のような条件が追加される。

1) 同じ種類の株式を、3 カ月間にその残高(株数)の 1%を超えて販売できないこと。ただし、上場会社の株式は、転売の実行の日、又は 3)のフォーム 144 の提出の前の 4 週間における証券取引所での平均の 1 週間売買高又は発行残高の 1%のいずれか大きい数を超えて販売できない。

2) 関係する証券会社は、通常のコミッションを超えた報酬を得ないなど、通常の株式の取引と同様の取扱いがなされること。

3) 3 か月間に販売する株式が 5,000 株又は総額 5 万ドルを超えるときは、上記の基本情報をフォーム 144 により SEC に提出・公衆縦覧に供すること(ルール 144(h))。

なお、州法の規定は、継続開示会社(報告会社)の株式をルールに従って転売する場合は適用されない。

以上のルール 144 は、2008 年に未上場株式の流通を促進するため大幅に緩和されている。保有期間をそれまでの 2 年から 1 年とし、上記の(v)1)、2)及び 3)の各種の条件を、投資家全般から発行会社の主な関係者に限定し、現在の規制内容となった。¹⁸⁰

○ルール 144

- ・ 転売の主体： 制限付き株式を販売する投資家。制限付き株式又は小規模公募や OTC で購入した株式等を販売する発行会社の主な関係者。
- ・ 対象投資家： 限定なし(適格投資家及び一般の投資家)。
- ・ 保有期間： 継続開示会社(報告会社)の株式は半年、非報告会社の株式は 1 年。
- ・ 転売するためには、発行会社の同意の下で、制限付き株式である旨の表示を解除することが必要。
- ・ 基本情報(事業概要、発行済株式の種類と総数、役員等の氏名・経歴、直近 3 年度分の財務諸表等)の公表義務。
- ・ 発行会社の主な関係者による発行済株式の 5,000 株以上又は 3 か月で 50,000 ドル以上の転売には、フォーム 144 で記載した通知書の SEC への提出・公衆縦覧が求められる。
- ・ 一般的勧誘・一般的広告は許される。一般的に販売する(sell to the public)ことができる。
- ・ 継続開示会社(報告会社)の株式を転売するときは、州法の規定は適用されない。

180 Ibid., p. 322.

(2) 証券取引法第 4 条(a)(1 と 1/2)¹⁸¹

証券取引法第 4 条(a)(1 と 1/2)と呼ばれる慣習法では、投資家が私募を通じて発行会社から制限付き株式を購入し、これを第 4 条(a)(2)の発行会社の私募のように、適格投資家、洗練された投資家のうち特定の者などに限定して、私的な取引(private transaction)として転売するときは、第 4 条(a)(1)の引受け業者(underwriter)の行為に該当せず、第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が免除されるとするものである。

購入の目的が転売ではなく投資であることの証拠として、転売する前の保有期間は 6 か月以上が推奨される。一般的勧誘等は禁止される。

制限株式は転売後も制限株式となる。

○証券取引法第 4 条(a)(1 と 1/2)

- ・ 転売の主体： 制限付き株式を販売する投資家。
- ・ 対象投資家： 適格投資家又は洗練された投資家。
- ・ 保有期間： 半年が推奨されている。
- ・ 購入者は発行会社にレギュレーション D と同様の会社情報の提示を要求できる。
- ・ 一般的勧誘・一般的広告等は禁止される。

(3) ルール 144A(Private resales of securities to institutions)

ルール 144A は、投資家がレギュレーション D で入手した制限付き株式を、適格機関購入者(qualified institutional buyer: QIB) のみに転売する場合のセーフ・ハーバー・ルールである。1990 年に証券取引法第 4 条(a)(1 と 1/2)の判例法の一部を成文化し、機関投資家への転売を促進した。転売前の保有期間は、継続開示会社(報告会社)の株式は半年間、非報告会社の株式は 1 年間であり、転売後も制限付き株式であることを継続する。売手の投資家及び当該投資家が指定した購入予定者は、発行会社に対して基本情報よりもさらに簡素な特定情報(事業の概要説明及び直近 3 年度分の外部監査付きの財務諸表)の提供を要求することができる。転売後も制限付き株式を継続する。一般的勧誘等は禁止されていた¹⁸²。州法の規定は免除される(証券取引法第 18 条)。

JOBS Act 1.0 では、このルール 144A について、レギュレーション D ルール 506(c)と同様、購入する者が適格機関購入者に限られている以上、勧誘の対象者に適格機関購入者以外が含まれても問題ないという考えのもと、一般的勧誘の禁止を解除した。

○ルール 144A

- ・ 転売の主体： 制限付き株式を有する投資家。

181 山本、前掲書、p.81。黒沼(2004)、前掲書、p.64。

182 山本、前掲書、p.174-175

- ・対象投資家：適格機関購入者に限定。
- ・保有期間：継続開示会社(報告会社)株式は半年、非報告会社株式は1年。
- ・転売後も制限付き株式であることを継続する。
- ・売手又は売手が指定した購入者が発行会社に対して特定情報(事業の概要説明及び直近3年度分の財務諸表)の提供を要求できる。
- ・JOBS Act 1.0 で一般的勧誘・一般的広告の禁止を解除した。
- ・州法の規定は免除される(証券取引法第18条)。

○適格機関購入者(Qualified Institutional Buyers: QIB)の定義(ルール144A(a)(1))

- ・投資ポートフォリオが、
 - －機関投資家：1億ドル以上
 - －登録証券会社(他の証券会社のために株式を購入する者を含む)：1,000万ドル以上
 - －ミューチュアル・ファンドの関係者である登録投資会社：1億ドル以上。
- ・QIBのために株式を購入する登録証券会社。

(4) 証券取引法第4条(a)(7)

さらに、JOBS Act 2.0 では、判例法である第4条(a)(1と1/2)を明確化するため、証券取引法第4条(a)(7)(d)及び(e)を追加した。投資家が私募で購入した制限付き株式等を、開示義務の免除の下、一般的勧誘・一般的広告の禁止、一定の情報提供等の条件のもと、適格投資家に限定して転売するときの条文である。転売前の保有期間は、継続開示会社(報告会社)の株式は半年間、非報告会社の株式は1年間であり、転売後も制限付き株式であることを継続する。株式を販売する投資家と当該投資家によって指定された購入予定者が、発行会社からルール144Aと同程度の情報を得て、これを活用することを可能とすることが求められる。一般的勧誘・一般的広告は禁止される((d)(2))。販売後も制限付き株式であることが継続する。¹⁸³

この条項は、証券取引法第18条の Covered Securities に規定されており、州法の規制の適用が免除される。

外形基準が引き上げられてことに伴い、プライベート・カンパニーが、未上場企業のままで、この証券取引法第4条(a)(7)に基づき適格投資家の範囲内で株式が流通することを前提に、ルール701を活用して、従業員等へ株式による報酬を払うことを促進する効果があると評価されている。

○証券取引法第4条(a)(7)

¹⁸³ Skadden (2015), op. cit..

- ・転売の主体：制限付き株式を販売する投資家。
- ・対象投資家：適格投資家に限定。
- ・保有期間：継続開示会社(報告会社)の株式は半年、非報告会社の株式は1年間。
- ・転売後も制限付き株式であることを継続する。
- ・株式を販売する投資家と当該投資家によって指定された購入予定者が発行会社から会社情報報を得て、これを活用することを可能とすること。
- ・一般的勧誘・一般的広告の禁止は禁止される。
- ・州法の規定は免除される(証券取引法第18条(b)(4)(G))。

JOBs Act 3.0 では、デモ・デイ(Demo Days)に適格投資家が参加して、発行会社が勧誘する機会とするため、SEC にレギュレーション D ルール 502(c)の改正を求める。公的機関、非営利団体や、適格投資家から構成されるエンジェルグループなどが主催するイベントにおける発行会社の勧誘を、私募における一般的勧誘・一般的広告の禁止の対象から除外する(Title I- Helping ANGELS LEAD OUR STARTUPS)。このとき、これら主催団体は、証券会社や投資顧問業の業務を行わないことが条件とされる。

デモ・デイは、ベンチャーフェアやピッチなどとも呼ばれる。スタートアップを支援する団体等が実施するアクセラレーション・プログラムの一環で、シード段階のスタートアップが作成したビジネスプラン等をエンジェル投資家等に発表する場として知られている。このイベントの主催者としては、政府機関などの公的団体に加え、エンジェル投資家のネットワーク、NPO、ベンチャー・キャピタル協会、さらには、SEC が指名した民間企業があげられており、この法案が認められれば、民間団体がエンジェル投資家による投資とスタートアップをつなぐビジネスを展開できるようになると言われている。

4-3-3 日本の株式の転売規制(売出し・私売出し)

(1) 売出し(株式の転売の公募)

日本の金商法では、発行会社が、発行株式の購入を、多数の者に対して勧誘する場合及び適格機関投資家私募、特定投資家私募及び少数人数私募のいずれにも該当しない場合(多数の者等への勧誘)に、株式の募集の届出義務(開示義務)が課せられる。

同様に、株主が、株式を販売(転売)するために、多数の者に対して勧誘する場合、及び適格機関投資家私売出し、特定投資家私売出し及び少数人数私売出しのいずれにも該当しない場合は、以下で述べる開示義務を課す必要性が乏しい一定の場合を除いて、原則として、発行会社に有価証券届出書の提出義務(開示義務)が課せられる。(第2条第4項 有価証券の売出しの定義、金商法第4条第1項 募集又は売出しの届出、第5条 有価証券届出書の提出)。

この三つの私売出しは、株主が行うこと以外は、発行会社が行う適格機関投資家私募、特定投資家私募及び少人数私募と同様の条件による勧誘である。

開示義務を課す必要が乏しい一定の場合として、株主が株式の購入を多数の者等に対して勧誘しても開示義務が課せられず、「有価証券の売出し」¹⁸⁴には該当しない取引が、以下のとおり金商法施行令第1条7の3で幅広く定められている。

(i) 開示義務を課す必要性が乏しいもの

1) 証券取引所及び店頭売買有価証券市場(現在、市場で取引される登録銘柄はない)(証券取引所等)における株式の売買。

2) PTS における上場株式及び店頭売買有価証券(上場株式等)の売買。

3) 上場株式の金融商品取引業者等(証券会社など)、特定投資家(機関投資家など)等との取引。

4) 海外発行株式の金融商品取引業者等、適格機関投資家等との取引。

5) 以下の者を除く株主(投資家)が所有する譲渡制限(転売制限)のない株式(私募、私売出しなどで購入した転売先の制限のある株式以外の株式)の売買。

i) 発行会社。

ii) 発行会社の主な関係者(発行会社の役員、主要株主、主要な株主(法人)の役員、子会社、子会社の役員等。これは、米国の証券取引法の「発行会社の主な関係者(affiliates)」と同様の概念である。

iii) 金融商品取引業者等(金融商品取引業者及び登録金融機関をいう)。

6) 発行会社、発行会社の主な関係者、金融商品取引業者等との間の転売制限のない株式の売買(売買の双方が金融商品取引業者等である場合を除く)。

(ii) 取得勧誘類似行為等

1) 自己株式の販売のための勧誘(発行株式の募集に類似の行為である取得類似行為として、募集と同様に扱われる)(金商法第2条第3項、金商法定義府令¹⁸⁵第9条第1項第1号)。

2) 取引所外取引で行った上場株式の売買情報を証券取引業協会へ通知する行為等(金商法定義府令第13条の2)。

184 一般に、株主が株式を転売するために不特定又は一般の投資家を勧誘することを売出し(広義)という。金商法では、第2条第4項で「有価証券の売出し」を、売出しのうち開示義務の対象となる取引における勧誘に限定している。

185 「金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令」をいう。以下同じ。186 FINRA, “FILING & REPORTING, Market Transparency Reporting Tools, Order Audit Trail”
<https://www.finra.org/filing-reporting/market-transparency-reporting/order-audit-trail-system-oats>.

以上をまとめて、対象の株式の種類と取引の主体を軸に考え方を整理し直すと、「株式の売出し(株主による転売のための多数の者等への勧誘であって開示義務が課せられるもの)」の範囲は、

- 1) 未上場株式の取引、
- 2) 上場株式の取引のうち、証券取引所、PTS における売買、証券会社・機関投資家等間における売買、取得勧誘類似行為等以外の取引、及び
- 3) 海外発行株式のうち、金融商品取引業者・適格機関投資家間の取引以外の取引であって、
 - 1) 転売制限のない株式についての(私売出しに該当するものを除き)、
 - i) 発行会社の主な関係者及び金融商品取引業者等が、その所有する株式を転売するために行う、これらの者以外の者等への勧誘、
 - ii) 金融商品取引業者間で行う株式の売買のための勧誘、又は
 - 2) 転売制限のある株式について、適格機関投資家私募(私売出し)、特定投資家私募(私売出し)又は少人数私募(私売出し)で株式を購入した投資家が転売のために行う、それぞれ、適格機関投資家以外の者、特定投資家以外の者への勧誘等となる。

(2) 私売出し(株式の転売の私募)

株式の私売出しに該当する場合は、

- 1) 発行会社の主な関係者、金融商品取引業者が株主として行う、以下の適格機関投資家私売出し、特定投資家私売出し、少人数私売出し、及び
- 2) 適格機関投資家私募(私売出し)、特定投資家私募(私売出し)又は少人数私募(私売出し)によって株式を購入した投資家が行う、それぞれ、適格機関投資家、特定投資家及び少数の者への勧誘(私売出し)(金商法第 2 条第 4 項第 2 号)となる。

いずれも、米国のような一般的勧誘・一般的広告禁止の規定はなく、私売出しの取扱いを受託した金融商品取引業者等に広告の方法等の制限(金商法第 37 条第 1 項)を含む各種の行為規制が課せられる。

(i) 適格機関投資家私売出し

適格機関投資家私売出しとは、上記の者が行う適格機関投資家のみに対する勧誘であって、当該株式が適格機関投資家以外に譲渡されるおそれの少ないものである場合である。この場合は、有価証券届出書の届出義務(開示義務)が課せられない。

「譲渡されるおそれの少ないものであること」を担保するため、この私売出しの実施に以下のような条件がある(金商法施行令第 1 条の 7 の 4)。

- 1) 私売出しをする株式(株券)の発行者が、継続開示義務を負っていないこと。よって、

継続開示会社は、適格機関投資家のみへの勧誘をしても、これが「募集」とされて、有価証券届出書の届出が義務付けられる。

2) 私売出しをする者は、私売出しに応じて株式を購入する投資家と、適格機関投資家以外の者には譲渡しない旨の契約を結ぶことを条件として勧誘をすること。

3) 私売出しをする者は、勧誘の相手方の投資家に、開示が行われていない株式である旨、及び転売先が適格機関投資家に限定されている旨を告知すること(金商法第23条の13第1項)。

適格機関投資家私売出しで購入した株式を転売するためには、適格機関投資家私売出しによって、再度、適格機関投資家のみを勧誘する。適格機関投資家以外の投資家を勧誘するときは、有価証券報告書の提出による売出しの届出をして行うこととなる(「適格機関投資家取得有価証券一般勧誘」という。金商法第4条第2項)。

(ii) 特定投資家私売出し

特定投資家私売出しとは、上記の者が行う特定投資家のみに対する勧誘であって、金融商品取引業者に委託して勧誘が行われるもので、当該株式が特定投資家以外の者へ譲渡されるおそれの少ないものである。(i)の適格機関投資家私売出しと同様の条件の下で行われる。

(iii) 少人数私売出し

少人数私売出しとは、上記の者が行う1か月以内に50人未満(適格機関投資家を人数から除く)への転売の勧誘であって、当該私売出しの対象である株式が多数の者へ譲渡されるおそれの少ないものをいう。少人数私売出しについて、「多数の者へ譲渡されるおそれの少ないもの」であることを担保するためには、少人数私売出しの対象となる株式が継続開示義務を負っていないことが条件となる(施行令第1条の8の4第3号イ)。よって、継続開示会社は、少人数(50人未満)への勧誘も「売出し」とされて、有価証券届出書の届出が義務付けられる。

少人数私売出しで購入した株式を、開示義務が課せられずに転売するためには、適格機関投資家私売出し、特定投資家私売出しをするか、再度、少人数私売出しで勧誘する。

○金商法上の「私売出し」

株式の売出しの届出義務の免除(開示義務免除)。転売制限あり。

- ・適格投資家私売出し：勧誘先は適格機関投資家に限定(転売先も適格機関投資家に限る)。
- ・特定投資家私売出し：勧誘先は特定投資家に限定(転売先も特定投資家に限る)発行会社が特定証券情報の投資家への提供又は公表する義務。
- ・少人数私売出し：1か月以内に50人未満の者への勧誘。

(3) 売出しの少額免除(転売の小規模公募)

厳格な開示義務が課せられる売出しや転売制限が継続する私売出しに代わり、開示義務が免除されたまま株主が一般の投資家に転売する仕組みとして、日本では、売出しに係る小規模公募(1年間(50人以上勧誘するときは1か月)の募集総額1億円未満の売り付け勧誘に対する開示義務を免除する少額免除)が活用できる可能性がある(金商法第4条第1項第5号)(米国のレギュレーションAは発行会社による公募である)。

ただし、募集総額が1億円未満で1,000万円超の公募では内閣総理大臣への有価証券通知書の提出(非公開)が求められる。1,000万円以下の公募では届出・提出等の義務はない。

この仕組みを用いると、開示義務を果たして売出しをするか、私売出しをしてその後は転売先が制限される株式を、開示義務なく一般の投資家に転売することができる。この小規模免除で株式を購入した一般の投資家は、転売の制限を課せられない。よって、ルール144と同様の機能を果たしうる仕組みではあるが、転売の総額も1億円未満に限られ、投資家への会社情報の提供や開示等の義務もなく、投資家保護も十分とは言えない。さらに、後述するように、日証協の規則で証券会社が原則として投資勧誘を禁止されているため、この小規模免除ではその協力を得られず、この仕組みは活発に活用されるものとなっていない。

株式の転売規制では、

米国では、発行会社、その依頼した投資運用会社(ディーラー)又は引受け業者(アンダーライター)の3者を除く投資家相互の株式の取引は、原則、開示義務を免除し、この3者と投資家との取引に開示義務を課す。投資家の行為が引受け業者の行為とみなされると開示義務が課せられるためセーフ・ハーバー・ルール等を定めている。日本では、株主による転売のための多数の者等への勧誘は、原則、開示義務を課し(売出し)、例外を政令で幅広く列挙している。結果、主に未上場株式について、発行会社、発行会社の主な関係者又は金融商品取引業者等と投資家との取引、金融商品取引業者間の取引、転売制限のある株式の制限を超えた転売などに開示義務を課す。証券取引所、PTS、機関投資家等間における上場株式の取引は開示義務の対象外とされる。

日本では、発行会社による発行株式の「募集」に課す開示義務と同様、株主による多数の投資家に対する勧誘・販売(転売)に、適格機関投資家私売出し、特定投資家私売出し、少人数私売出しを除いて、原則として、開示義務を課し(売出し)、例外として開示義務を課す必要のない取引を政令で幅広く列挙している。その結果として、株式の転売に関し開示義務が課せられる範囲は、米国と同様の方向で、投資家保護の必要性が高いと認めるものに絞られる。具体的には、主に未上場株式について、発行会社、発行会社の主な関係者

又は金融商品取引業者等がその所有する株式を他の投資家と取引するとき、金融商品取引業者間で取引するとき、転売制限のある株式を制限を超えて転売するときなどに開示義務を課している。

米国と日本の開示義務の課せられる転売の範囲を厳密に比較することは、本稿の目的を超えるが、いずれにしろ、日本では、株主による多数の者への株式の転売の勧誘を原則として開示義務の対象とし、例外を列举することが、規制を包括的かつ複雑にしている。このため、例外取引に該当しないと開示義務の対象になるため、株主間の未上場株式の取引を抑制しているおそれが生じる。

未上場株式について、開示義務の対象となる転売の範囲は、

日本では、1) 発行会社の主な関係者又は金融商品取引業者等の他の投資家への転売、2) 金融商品取引業者等間の取引を原則として開示義務の対象としているが、米国では、これらの者の行為が分売の意図を持つ引受け業者(アンダーライター)の行為に該当した場合に該当するときに開示義務を課す。さらに、引受け業者の行為に該当しない転売の方法を、セーフ・ハーバー・ルールを設けて明確化している。

未上場株式について ATS/PTS で、

米国では、上場株式に加え、未上場株式も開示義務免除の下、ATS で盛んに取引されて

OTC Markets 等の店頭登録市場として機能している。

日本では、上場株式の PTS における取引は売出しの開示義務の対象外とされているが、未上場株の取引については、例えば、金融商品取引業者関東などで開示義務が課せられることがあり、PTS で未上場株式を取り扱うことは現実的ではない。

日本では、PTS による上場株式の取引は売出しの開示義務の対象外とされている。未上場株については、上記の 1)、2)のときなどに開示義務が課せられるため、未上場株式の売出しを PTS で行うことは、現実的ではなく、行われていない。

米国では、私募で購入した転売制限付きの株式を、ルール 144 に基づき転売制限を解除して、広く一般の投資家に転売することができる。

日本の私売出しでは転売制限が継続する。適格機関投資家私募で購入した株式は、引き続き適格機関投資家のみを勧誘する私売出しを続け、少人数私募で購入した株式は、開示義務を課せられずに転売するには、適格機関投資家私売出し、特定投資家私売出しをするか、引き続き少人数私売出しを続けることになる。

ルール 144 では、投資家がフォーム 144 を SEC に提出して、EDGAR で公衆縦覧に供

することや、基本情報を公表すること等を条件にして、制限付き株式の制限を解除して、当該投資家が他の投資家に転売することができる。

日本でも、適格機関投資家私募に応じて購入した株式の適格機関投資家のみ限定した私売出しでは、私売出しに応じて購入した株式についても同様の転売制限が継続する。一般の投資家に開示義務なく転売する仕組みはなく、適格機関投資家以外への譲渡は、開示義務が課せられるため、事実上行われず。適格機関投資家のみへの私売出しを繰り返す。特定投資家私募も同様の取り扱いである。少人数私募では、適格機関投資家私売出し、特定投資家私売出し又は少人数私募を行うことになる(売出しの少額免除の可能性はある)。

適格投資家の範囲は、日本は、事業会社及び個人投資家については、米国と比べてかなり限定的である。(再掲)

米国： 団体・会社は資産 500 万ドル(5 億 5 千万円)超、個人投資家は、個人若しくは世帯で住居以外の資産 100 万ドル (1 億 1,000 万円) 超、又は年収が個人 20 万ドル(2,200 万円)、世帯 30 万ドル(3,300 万円)超。

日本： 法人は有価証券 10 億円以上、個人も 10 億円以上で投資経験 1 年以上 (再掲)。

米国では、私募で購入した株式を転売するときに、セーフ・ハーバー・ルール等に基づき簡易な会社情報の公表、投資家への提供や開示が義務付けられており、一定の投資家保護の下で株式が投資家の購入対象・投資対象となる。

日本では、私募で購入した株式を転売するときに、投資家への会社情報の提供や開示がないので、投資家保護が不十分とはいえず、地元銀行、取引先など発行会社と関係の深い縁故者等ではない投資家が当該会社の未上場株式を投資対象とすることは困難である。

米国では、私募で未上場株式を購入した投資家が(証券会社に依頼して)、この制限付き株式を厳格な開示義務を免除されたままで他の投資家に広く勧誘・販売活動をし、投資家がこれに応じて購入することができるようにセーフ・ハーバー・ルールを定めている。

制限付き株式等を一般の投資家に転売するときのルール 144 では、基本情報(事業概要、発行済株式の総数等、役員等経歴、財務遺書表 3 年分等)の公表に加え、発行会社の主要な関係者が大規模に販売するときは、会社情報のフォーム 144 による SEC への提出・公衆縦覧(開示)が求められる。

また、制限付き株式を制限の範囲で転売する証券取引法第 4 条(a)(7)では適格投資家への基本情報の提供が、ルール 144A では適格機関購入者への特定情報(事業概要及び財務諸表 3 年分)の提供が義務付けられている。

この結果、一定の情報の提供・開示によって投資家保護がなされ、投資の対象となり、

機関投資家、富裕層などの適格投資家や適格機関購入者が転売に応じて購入する。ルール 144 では、発行会社が同意して制限付き株式の制限を解除すれば広く一般の投資家に転売されて市場を流通する。

日本では、適格機関投資家私募・私売出しでも、少人数私募・私売出しでも、発行会社にそのような会社情報や財務情報の投資家への提供や規制当局への提出・公衆縦覧等の義務が課せられていない。これが機関投資家や一般の投資家が私募に応じて未上場株式を投資対象として購入することを困難にしている要因の一つと考えられる。

実際のところ、日本の未上場企業は、スタートアップの VC ファンドからの投資受け入れも、中堅中小企業の増資も、縁故募集による第三者割当増資が行われている。金商法をクリアするためには、株式の販売先を、適格機関投資家を除き半年間に 50 人未満に限定することが優先される。第三者割当て先が 50 人を超えて 1 億円未満の募集総額とするケースはクラウド・ファンディング以外には少なく、募集総額が 1 億円未満、1,000 万円超であれば、第三者割当て先が 50 人未満の少人数私募の範囲であっても、念のため有価証券通知書を提出している場合もあると言われている。

米国では、免除規定やセーフ・ハーバー・ルールを活用して、上場企業など継続開示会社が私募を行い、それに応じて上場株式等を取得した投資家(株主)が私募転売をすることができる。

日本では、金商法で私募・私売出しの対象となる株式から継続開示会社(上場企業、強制開示会社等)の株式を除外しており、継続開示会社は私募・私売出しを活用することができないと考えられている。

米国の私募・転売では、免除規定やセーフ・ハーバー・ルールを活用して、継続開示会社の株式も私募又は私募転売をすることができる。継続開示会社の株式は、私募で購入した後の保有期間が半年間に短縮されており、株式の公募・上場のため開示のため SEC へ提出が義務付けられている資料を活用して、一定の会社情報の開示と行う。

日本では、金商法で、私募・私売出しの対象となる株式から継続開示会社の株式を「適格機関投資家以外の者へ譲渡されるおそれが」多いもの及び「多数の者へ譲渡されるおそれが」多いものとして私募や私売出しの対象から除外しており、継続開示会社は私募・私売出しができず、上場企業の場合は、証券取引所での売却、株式の公募の手順による第三者割当て増資又は自己株式の売出し(取得勧誘類似行為)などを実施しているものと考えられる。

4-4 未上場株式の店頭市場の形成—未上場株式マーケットプレイス—

JOB Act 1.0 では、先述のとおり、レギュレーション D ルール 506(c)の適格投資家を購入者とする私募と、ルール 144A の適格機関購入者を購入者とする制限付き株式の転売において一般的勧誘・一般的広告の禁止を解除した。加えて、以下でみるように、レギュレーション D の未上場株式の私募を取り扱うオンライン・トレーディング・プラットフォーム(以下「プラットフォーム」という)について、一定の条件のもと、取引所法第 15 条 (a) の証券会社(ブローカー・ディーラー)の登録義務を緩和した。これらの規制は、未上場株式マーケットプレイスの発展につながるものである。

プラットフォームや、次節のクラウド・ファンディングの規制緩和には、小規模公募や私募の規制に加えて、証券会社(ブローカー・ディーラー)の登録義務、レギュレーション ATS、OTC 株式市場・マーケットメイカーの規制、ペニーストック・ルールなどが関係する。このため、以下では、まず、これらを順に概観してから、JOB Acts におけるプラットフォーム関連の規制緩和を理解し、関連規制を含めて日本の規制の現状と比較対照する。

4-4-1 米国のブローカー・ディーラー規制と ATS、プラットフォーム

(1) ブローカー・ディーラー規制

ブローカー・ディーラーに対しては、投資家保護と公平・公正な取引維持のため、以下に述べるような SEC・FINRA のルールが課せられ、その取引を監視する厳しい仕組みが構築されている。これらが、顧客に対して規制遵守を求める立場をブローカー・ディーラーに与えている。このため、ブローカー・ディーラーは、投資家の信頼を得て、多数の投資家とのネットワークを構築し、バイサイドの業務に加えて、発行会社の資本の調達を支援するセルサイドの投資銀行として活躍することができる。

(i) ブローカー・ディーラーの登録義務と遵守すべき基準

州際の証券取引(自己売買、委託売買、引受け、仲介等)の業務をする証券会社(ブローカー・ディーラー(日本では金融商品取引事業者))は、フォーム BD を提出して、SEC に登録する義務がある(取引所法第 15 条(a)、(b))。登録されたブローカー・ディーラーは、各種の行動基準に加えて、顧客の資産管理の基準、財務的基準を満たす義務があり、これらを満たしていることを SEC に定期的に報告しなければならない。財務的基準のうち自己資本規制については、純資産(Net Capital)が 25 万ドル又は負債総額の 15 分の 1 のいずれか大きい額以上(負債総額基準)とされ、代替的基準として、純資産(Net Capital)が 25 万ドル又は顧客預かり資産の 2%のいずれか大きい額以上とされている(取引所法ルール 15c3-1)。

(ii) 自主規制機関によるブローカー・ディーラーの規制と監視

登録を受けたブローカー・ディーラーには、自主規制機関の加入も義務付けられる。FINRA の会員になる、又は証券取引所内でのみ取引をする場合は証券取引所の会員になる義務がある。これらの会員として、その規制等に従う(取引所法第 15 条(a))。

FINRA は、会員であるブローカー・ディーラーの行為を自ら規制する自主規制機関である。SEC の監督を受けつつ、SEC と FINRA で共同して、会員を規制し、監視する。SEC の審査の下、規則を定めて、会員の履行を求め、報告を受ける。

FINRA の会員は、FINRA のルール 7410 から 7470 に基づき、基本的に、証券取引所及び OTC 株式市場で行った株式の取引を FINRA に報告することが義務付けられている。FINRA は、OATS(Order Audit Trail System)と称するコンピューター・システムを活用して、会員をシステムに登録させて、全米証券取引所システムの株式の取引から OTC 株式市場の取引まで、すべてについて、売買注文から、価格気配値、成約、取引のキャンセルその他について情報を集め、監視・追跡している¹⁸⁶。

(iii) ブローカー・ディーラーの取引と開示義務の免除

ブローカー・ディーラーは、証券取引法第 4 条(a)(4)の勧誘なき注文(Unsolicited order)と呼ばれる免除規定で、証券取引所又は店頭市場(on any exchange or in the over-the-counter market)において遂行される、第 5 条の株式の登録義務(開示義務)を免除された株式の取引をすることができる。

勧誘なき注文(Unsolicited Order)とは、証券会社が証券取引所や店頭市場で、自らは勧誘していなかった顧客からの注文に応じて遂行する取引をいう。この場合、例えば、顧客の株式の買い手を探す活動をしていても株式の公募に該当しないとされ、発行会社の開示義務が免除される。この規定は、あくまでもブローカー・ディーラー側における第 5 条の株式の登録義務(開示義務)の免除規定である。セーフ・ハーバー・ルールでは、ルール 144(g)に証券法第 4 条(a)(4)の勧誘なき注文におけるブローカーの取引(Broker's transaction)について、他の者のエージェントとして機能していないこと、ブローカーとしては通常の相場を超えたコミッションを受け取っていないことなど、具体的に記載されている。

顧客の側の取引は、それが第 4 条(a)(1)に規定する発行会社、その依頼を受けたディーラー(投資運用会社)又はアンダーライター(引受け業者)以外の者の間の取引であれば、第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が免除される。特に、顧客の株式の売却(転売)が引受け業者(underwriter)の行為に該当するかどうかの問題となる。ブローカー・ディーラーは、勧誘なき注文(Unsolicited Order)として開示義務の免除を受けるためには、顧客の側の行為が、第 4 条(a)(1)の免除規定に適合して第 5 条の開示義務の免除に該当するかどうか、

186 FINRA, "FILING & REPORTING, Market Transparency Reporting Tools, Order Audit Trail"

<https://www.finra.org/filing-reporting/market-transparency-reporting/order-audit-trail-system-oats>.

例えば、引受け業者(underwriter)の行為に該当するかどうかなどの合理的な調査をする義務が課せられる。この十分な調査の具体的な方法がルール 144(g)(4)Notes(ii)に記載されている。¹⁸⁷

また、発行会社の依頼を受けてディーラーが行う勧誘活動であって、株式の公募の登録届出書の届出前又は発効前に行う勧誘活動が、第 4 条(a)(3)に規定するガン・ジャンピング規制の範囲で行われれば、これも開示義務が免除される。

(2) ATS とブローカー・ディーラー規制

ATS については、これを運用する事業者は、1998 年制定のレギュレーション ATS に基づき、ブローカー・ディーラーの登録、又は証券取引所の登録を行って、それぞれ各種の義務を負う。ATS は、コンピューター・マッチング・システムによってシステム上でのオーダー・マッチングをする(多数の株式の売と買いの注文を規則的に付け合わせる)ことで、実質的に証券取引所と同様の機能を果たしている。レギュレーション ATS を制定したときに、併せてルール 3b-16 を定めて、取引所法第 3 条(a)(1)の「取引所(exchange)」の定義を明確化した。その結果、証券取引所とは、「確立された、裁量性のない方法」によって買い手と売手が取引条件に関する合意形成をすることができるものとされた(ルール 3b-16(a)(2))。これに該当するシステムは、ブローカー・ディーラーの登録を受けてレギュレーション ATS の規制に従うか、又は証券取引所の登録を受けるかのいずれかとなった。

レギュレーション ATS によって課せられる主な義務としては、

- 1) 自主規制機関(FINRA 又は証券取引所)の会員となり、その自主規制に服すること、
- 2) 日々の取引記録、参加者記録、参加者への通知等の記録を保持すること、
- 3) 四半期ごとの取引高をフォーム ATS-R を用いて SEC に報告すること、
- 4) 顧客情報の秘密を保持すること、
- 5) 利益相反の発生を防止すること

などがある。

さらに、ATS は、銘柄ごとの一日平均の取引高(株数)が全米の総取引高の 5%以上になるまでは、最良気配値の公表義務が免除されており、これもダークプール¹⁸⁸と呼ばれる。5%を超えると、FINRA の気配値表示システムに最良気配値を公開すること、全米市場システム(NMS)に参加すること、フォーム ATS により SEC へ業務詳細を報告すること等が

187 SEC, “Responses to Frequently Asked Questions about a Broker-Dealer's Duties When Relying on the Securities Act Section 4(a)(4) Exemption to Execute Customer Orders”, October 9, 2014.

188 ダークプールについては、固まった定義はないが、概して、証券取引所外で、気配値、約定価格、売買高などの取引情報を公表することなく、証券会社が投資家の売りと買いの注文をマッチングさせる仕組みを呼んでいる。金融庁の金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第 19 回)の事務局資料では、「電子的にアクセス可能で、取引前透明性のない(気配情報を公表しない)取引の場」と定義している。

義務付けられる。このように規制が強化されるため、ATS が証券取引所に転換することもある(Nasdaq BX など)。

レギュレーション ATS 導入後 20 年間に取引の高度化が進み、上場株式(NMS Stock)を取引する ATS の透明性を高める必要性が高まった。これに対して、SEC は、2018 年 7 月にレギュレーション ATS を改正して、フォーム ATS-N の記載内容を拡充し、その提出時における SEC による審査を導入した¹⁸⁹。

(3) ブローカー・ディーラーによる店頭市場の形成と規制

(i) OTCBB、OTC Markets とマーケットメイカー

第 3 章第 2 節で述べたとおり、未上場株式の店頭取引(OTC：Over the Counter)が行われる州際の店頭市場(OTC 株式市場)のうち市場運営者がいて組織化された店頭登録市場としては、OTCBB と OTC Markets がある。

OTCBB は FINRA の直営の店頭登録市場であり、一つのトレーディング・システムの上で運営されている。OTC Markets は、OTC Markets Group という民間会社がブローカー・ディーラーの登録を受け、レギュレーション ATS に従って OTC Link という ATS を用いて運営されている。同社はレギュレーション ATS に従い、ATS を運営するブローカー・ディーラーの登録を受けており、取引所法第 3 条(a)(1)の証券取引所の定義から除外されて、同法第 5 条の証券取引所の登録を免除されている(取引所法ルール 3a1-1(a)(2))。

OTC Markets の取引は、マーケットメイカーを通じて行われる。マーケットメイカーは、気配値の公表、自己売買、顧客の注文による気配値の公表又は売買などを行う。マーケットメイカーである証券会社が気配値を公表して、それに対する注文を受けることや、顧客の依頼に応じて気配値を公表することも、証券取引法第 4 条(a)(4)の Unsolicited Orders とされて、開示義務が免除される。注文する顧客の側の取引も、証券取引法第 4 条(a)(1)に基づき発行会社、投資運用会社(dealer)及び引受け業者(underwriter)以外の者の取引などであれば開示義務が免除される。マーケットメイカーには、顧客側の取引が開示義務が免除される取引であることを合理的な調査により確認する義務がある。このため、SEC は、セーフ・ハーバー・ルールとしてルール 15c2-11 を制定し、マーケットメイカーに、顧客の注文に応じて気配値を提示する前に、取引銘柄とその発行会社に関する情報、例えば、目論見書や年次報告書の記載内容、事業活動等を十分に精査することを求める¹⁹⁰。ルール 15c2-11 の下で、FINRA は自主規制としてマーケットメイカーの遵守すべきルールを定め

189 SEC, “Form ATS-N Filings and Information” Modified: June 2, 2020, (SEC, 2020).

190 Ibid. 岩井浩一、保田隆明「新興市場と新規株式公開のレビュー」(金融庁金融研修センター、2010) p.120-121。

ている¹⁹¹。マーケットメイカーには、気配値を公表する発行会社に関する各種の最新の情報を集めること、フォーム 211 を FINRA に提出すること、FINRA へ発行会社を登録し、銘柄のコードを入手すること、気配値を公表して、取引結果を FINRA への報告することなどの義務が課せられる。¹⁹²

(ii) グレー・マーケット

グレー・マーケット(Gray Market)とは、FINRA の会員証券会社が参加する州際の店頭市場(OTC 株式市場)の店頭取引のうち、OTCBB 及び OTC Markets 以外の取引を呼ぶ。グレー・マーケットには、OTC Markets のような共通の ATS は見当たらない。

ブローカー・ディーラーに対する SEC の諸規制と FINRA の自主規制によって市場の仕組みが構築されている。

グレー・マーケットでも、会員証券会社は FINRA の規則に従って、FINRA へ発行会社を登録し、銘柄のコード(trading symbol)を入手すること、この銘柄コードを用いて、取引結果を FINRA へ報告することなどが義務付けられる¹⁹³。

(iii) ローカル・ストック・マーケットとブルー・スカイ・ロー

さらに、各州に存在するローカル・ストック・マーケットという州単位の店頭市場(intrastate market と呼ばれる)については、連邦法と州の証券取引法(ブルー・スカイ・ローと呼ばれる)の規制が、いずれか単独で又は二重に適用される。

州ごとに証券取引法が定められて、公正かつ健全な資本市場の形成と投資家保護の観点から、ブローカー・ディーラーの登録、株式の発行登録、投資顧問業の登録等の規制が設けられている。

一つの州内に取引が限定される証券については連邦法の適用はなく、州法のみが適用される。特に、ローカル・ストック・マーケットにおける株式の公募については、州内の発行会社による州内の投資家に限定された株式公募が証券取引法第3条(a)(11)の免除取引として規定されている。これについては、第5条の株式の登録義務(開示義務)が免除されて、州法の規制のみが適用される。このセーフ・ハーバー・ルールとしてルール 147 及びルール 147A がある。

一つの州内に取引が限定されず、州際で取引される証券については、原則として、連邦

191 ルール 5250, Payments for Market Making、ルール 6432, Compliance with the Information Requirements of SEA Rule 15c2-11、ルール 6540, Requirements Applicable to Market Makers などがある。

192 OTC Markets, "Unsolicited Quote Entry Form".

<https://www.otcm Markets.com/files/unsolicited-quote-form-1514935916031.pdf>

193 FINRA, "OTCBB Frequently Asked Questions4".

<https://www.finra.org/filing-reporting/market-transparency-reporting/OTCbb/faq>

法と州法の両方が適用される。

例外として、連邦法の適用が優先され、州法の適用のない証券(covered securities と呼ばれる)には以下のようなものがある。これらは 1996 年に成立した証券改革法(National Securities Markets Improvement Act of 1996 : NSMIA)で証券取引法第 18 条を修正して設けられた。¹⁹⁴

- 1) 証券取引所に上場されている証券等の全国的に取引される証券。
- 2) 投資会社が発行している証券。
- 3) 適格購入者(accredited buyers、適格投資家と同じ)に販売する証券。
- 4) 証券取引法第 5 条の株式の登録(開示義務)が免除される以下の取引。

i) 第 3 条(b)(2)のレギュレーション A Tier 2 であって証券取引所で取引されているもの又は適格購入者(適格投資家と同じ)に対し募集するもの。

ii) 第 4 条(a)(2)のレギュレーション D ルール 506 に基づき私募で募集される証券(州法で募集通知書の提出を求めることはできる)。

iii) 第 4 条(a)(3)の継続開示会社の勧誘なき注文についての証券会社の取引。

iv) 第 4 条(a)(6)のクラウド・ファンディング。

v) 第 4 条(a)(7)の適格投資家に限定した転売。

(iv) ペニーストックの規制

ペニーストックと呼ばれる 1 株 5 ドル未満の少額の未上場株式等の取引については、投資家保護の観点から特別に規制されている。OTC Markets やグレー・マーケット、さらには、ローカル・ストック・マーケットで、一般の投資家が証券会社を通じてペニーストックを売り買いしており、取り扱う証券会社に対しては、ペニーストック・ルールと呼ばれる一連の規制、即ち、取引所法第 15 条(h)(5)及び SEC の関連規則¹⁹⁵がある。そこでは、ペニーストックを 1 株 5 ドル未満の株式であって、発行会社が、過去三年間の平均収入が 600 万ドル以下、又は創業後 3 年以上の会社であって純資産が 200 万ドル以下、3 年未満の会社で 500 万ドル以下であるものと定義し(ルール 3a51-1)、ペニーストックを取り扱うブローカー・ディーラーに以下の義務を課す。¹⁹⁶

- 1) 顧客にペニーストックに投資することのリスクを示す書面を提供すること。
- 2) 顧客に当該ブローカー・ディーラーが受け取る報酬額を開示すること。
- 3) ブローカー・ディーラーは顧客と取引についての必要事項について書面で合意して、

194 Laura Anthony, “Understanding the NSMIA and Navigating State Blue Sky Laws- Part I”, January 27, 2015, (Anthony L.G., PLLC, 2015).

195 証券取引法第 15 条(h)(5)、同法のルール 3a51-1、及び 15g-1 から 15g-100 までをペニーストック・ルールという。

196 SEC, “Fast Answers, Penny Stock Rules”.

ペニーストックの取引に承認を与えること。

4) ペニーストックを購入した顧客に、毎月、顧客の口座にあるペニーストックごとの市場価値を記載した口座証明書を送ること。

5) 可能であれば、当該ペニーストックの市場での気配値の情報を開示すること

(v) オンライン・トレーディング・プラットフォームの規制緩和と未上場株式マーケットプレイス

1990年にルール144Aが整備され、2008年にルール144が緩和されて、未上場株式のオンライン・マーケットプレイスがセカンダリー・マーケットとして発展している。

さらに、JOBS Act 1.0では、レギュレーションDルール506(c)の適格投資家のみを対象とする私募と、ルール144Aの私募で購入した制限付き株式の適格機関購入者のみを対象とする転売において、インターネット等の活用を促すため、一般的勧誘・一般的広告の禁止を解除した。

併せて、JOBS Act 1.0では、小規模公募の範囲を5,000万ドル以下まで引き上げるレギュレーションA+を設けるとともに、レギュレーションDルール506(c)の私募をするプラットフォームについて、一定の条件のもと取引所法第15条(a)のブローカー・ディーラーの登録義務を緩和した。レギュレーションDルール506(c)の私募をオンラインで行うと、会社の資本規模が小さい割に少額の投資額の株主を多数抱えることになり、発行会社が負担する規制遵守と株主の管理に係るコストが大きくなるおそれがある。これを軽減するため、まず、プラットフォーム運営者からブローカー・ディーラーの登録に要する負担を取り除き、発行会社がプラットフォーム運営者に支払う手数料等を引き下げることを狙いとしている。

このため追加された証券取引法4条(c)では、プラットフォーム運営者を、証券の募集、売却、購入又は交渉、並びに、発行会社による一般的勧誘・一般的広告又はこれに類似する行為をオンラインで行うことを可能とするプラットフォーム又はメカニズムを維持する者と定義する。プラットフォームがレギュレーションDルール506(c)の私募の仲介等を行い、そのために一般的勧誘・一般的広告等をする場合は、当該証券の購入又は売却に関連して報酬を受領せず、顧客の資金又は証券を預からない等の要件を満たすときには、取引所法第15条(a)のブローカー・ディーラーの登録義務の対象業務から除外される。

このとき、ブローカー・ディーラーとしての登録がなくても、プラットフォーム運営の付帯業務として、関連の株式への共同投資、デューディリジェンス業務(報酬を得て、発行会社又は投資者に対する投資助言・推奨をする場合を除く)、標準化された書面の提供等を行うことができる。

この改正により、プラットフォーム運営者が、レギュレーションD(c)の私募をする発行会社やそれに応じることを検討する投資家に対し情報交換や勧誘・販売等の取引がオンラ

インで実行できるシステムを提供することは、売買手数料を受け取らず、顧客の資金又は証券を預からない限りは、ブローカー・ディーラーの登録義務から除外されることになった。

このように、ブローカー・ディーラーの規制と開示義務の免除のもと、従来の OTC 市場のように ATS を活用した店頭登録市場やオンライン・プラットフォーム等を用いた未上場株式の店頭市場など証券会社の仲介等が介在する市場に加えて、プラットフォームを活用して、発行会社による投資家に対する直接の勧誘(Direct Offering)など、投資家相互が直接取引する場を提供するオンライン・マーケットプレイスの発展が図られている。

4-4-2 日本の証券会社の規制と店頭市場

(1) 第一種金融商品取引業

株式の売買、引受け、仲介等、委託売買(証券取引所における顧客の委託に基づく売買)などの業務を遂行する証券会社は、金融商品取引業に該当し(金商法第 2 条第 8 項)、内閣総理大臣から第一種金融商品取引業の登録を受けなければならない(第 28 条、第 29 条)。

主な登録要件としては(第 29 条の 4)、以下のようなものがある。

1) 一般的な要件として、法令違反等がないこと、業務遂行に必要な人的構成・体制を有すること、他に行う事業が公益に反しないこと、役員・使用人に欠格事由がないこと等がある。

2) 体制面・業務面では、株式会社等の法人であること、金融商品業協会に加入すること、帳簿書類を作成・保存すること、事業報告書を事業年度ごとに作成・提出すること、業務・財産の状況の報告等を行うことなどが求められる。

3) 財務面では、資本金及び純資産が、5,000 万円以上であること。ただし、元引受け¹⁹⁷をする者は 5 億円以上、元引受けの幹事をする者は、30 億円以上であること、自己資本規制比率が 120%以上であること。自己資本規制比率については、自己資本から固定的な資産を控除した「固定化されていない自己資本の額」を、発生し得る危険に対応する「リスク相当額」で除して算出する指標と定義される。内閣総理大臣への四半期ごとの報告義務がある。¹⁹⁸

4) その他、連結財務規制、金融商品責任準備金の積立て義務、顧客資産等の分別管理の義務等がある。

197 引受けには有価証券のすべてを取得・販売する「買い取り引受け」と、万が一引受け先がない場合に残部を取得する「残額引受け」がある。引受けのうち、発行会社又は売出しをする株主から直接有価証券を取得することを「元引受け」という。

198 参照条文は、金商法第 29 条の 4 第 1 項第 4 号、同法第 46 条の 6、金商法施行令第 15 条の 7 第 1 項、金融商品取引業等に関する内閣府令第 176 条から第 178 条など。

(2) PTS の認可

私設取引システム(PTS)によって株式の売買を成立させる行為は、金融商品取引業者の行う株式の売買、売買の仲介等のいずれかに該当し、これをするには、第一種金融商品取引業者の登録を受けることが必要である(金商法第 2 条第 8 項第 10 号)。第一種金融商品取引業者は、金商法第 2 条第 8 項第 7 号及び第 30 条第 1 項に基づき PTS を用いることについて内閣総理大臣の認可を得て、日証協の「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」に基づき PTS を運営する。取引所の補完的機能としての位置づけであり、当該銘柄の売買に占める割合が 10% 以内に制限される。これを超えるには、金融商品取引所の免許が必要となる。

開示義務との関係では、PTS による上場株式の売買に関する「売付け勧誘」は、「売出し」の定義から除外される行為とされ、発行会社に株式の売出しの届出義務(開示義務)が課せられない(金商法第 4 条第 1 項、施行令第 1 条の 7 の 3)。よって、未上場株式に係る売付け勧誘については、発行会社の主な関係者が所有する未上場株式を転売するときなど「売出し」の定義に該当して、PTS で未上場株式を販売するときは、株式の売出しの届出義務(開示義務)が生じると考えることができる。法令上は、PTS の対象を上場株式に限定はしていないが、未上場株式を PTS で販売することは、これに開示義務が課せられることがあるとすれば、現実的ではない。

また、以下で説明する日証協の「店頭有価証券に関する規則」では、会員証券会社は原則として未上場株式の投資勧誘を禁止されており、その例外となる取引や投資勧誘に、PTS による取引は含まれていない。

(3) 店頭有価証券の規制

日本では、日証協の「店頭有価証券に関する規則(以下「店頭規則」という)」で、日証協の会員証券会社が未上場株式の購入を勧誘することを原則として禁止している。店頭規則では、未上場会社の株式及び上場会社の上場していない株式を「店頭有価証券」といい、その投資勧誘を禁止する。例外として会員証券会社が許されている未上場株式の投資勧誘は、株主コミュニティ制度、株式投資型クラウド・ファンディング制度及びフェニックス銘柄制度以外に、以下の(i)から(iv)までのものがある。

なお、少人数私募、私売出し、金商法第 4 条第 1 項第 5 号の少額免除(小規模公募)は、この未上場株式の投資勧誘の禁止の例外事項には規定されていない。

(i) 経営権の移転等を目的とした投資勧誘(M&A 仲介)

会員証券会社は、ある株式会社(買付者)が別の株式会社(発行会社／売付者)の議決権の過半数を取得して、当該取得をした買付者又はその指名する者が発行会社の代表者に就任するために、店頭有価証券(未上場株式)を買取る又は売却するための投資勧誘をすること

ができる(店頭規則第3条の2第1項)。

このときの条件として、会員証券会社は、買付けに係る投資勧誘を行うときは、発行会社(売付者)からその対象となる顧客(買付者)の属性、発行会社(売付者)に対する事前調査への協力、当該調査結果の概要の顧客(買付者)への提供等について同意を得ることが義務付けられる(同条第2項)。また、会員証券会社は、顧客へ各種の事前説明をすること、顧客から必要な同意を得ること、日証協へ各種の報告をすることなども求められる(同条第3項から第7項まで)。

このようなM&A仲介事業は、近年は、中小企業の事業承継等の目的を含め盛んに行われている。

(ii) 適格機関投資家に対する投資勧誘

会員証券会社は、未上場株式の適格機関投資家への投資勧誘については、適格機関投資家以外の者には譲渡しない旨の譲渡制限の契約を締結すること等の条件の下で、これを行うことができる(店頭規則第4条第1項)。

適格機関投資家私募と適格機関投資家私売出しについては、金商法施行令に定める各種要件に合致するように投資勧誘を行う。このような私募、私売出しの場合以外に適格機関投資家を投資勧誘するときは、上述の譲渡制限は当該未上場株式が上場する日の前日又は勧誘先の投資家が取得する日以後2年間経過する日のいずれか早い日までの期間とされる。(店頭規則第4条)

この適格機関投資家投資勧誘は、

- 1) 開示義務免除のまま一般の投資家に転売する仕組みもなく、適格機関投資家以外への転売の制限が厳しいこと、
 - 2) 勧誘の対象を適格機関投資家のみとするため、広告・宣伝等に制約が課せられること、
 - 3) 厳格な開示義務が免除される代わりに、投資家への会社情報の提供などの簡易な会社情報の開示等の義務がないため、投資家保護が不十分であること
- 等の要因から、活発に活用される仕組みとはなっていない。

(iii) 店頭取扱有価証券の投資勧誘

店頭有価証券のうち、継続開示会社又は店頭規則で規定する会社内容説明書を作成する会社の発行するもの(店頭取扱証券)については、会員証券会社が適格機関投資家以外の投資家に対して投資勧誘することができる。

有価証券報告書及び会社説明書は総合意見が適正である旨の監査報告書が添付されているものに限る(店頭規則第2条第4号)。会社内容説明書は有価証券報告書の企業情報の部に準拠して作成され、店頭で顧客に縦覧される(店頭規則第5条)。

店頭取扱有価証券の投資勧誘は、取得後2年間は適格機関投資家以外には譲渡しない旨

の契約を結ぶ等の譲渡制限を課すことを条件とし、当該会員証券会社から日証協に届出があり、かつ、日証協が適当であると認めたものでなければならない(店頭規則第6条)。

また、上場企業が発行した店頭取扱有価証券の取引については、会員証券会社は、証券情報等説明書の作成と投資家への交付、協会への報告(協会が公表する)が義務付けられる(店頭規則第8条)。

この店頭取扱有価証券については、会社内容説明書の記載内容が有価証券報告書の企業情報の部に準拠しているため、作成する費用・労力などの負担の大きいこと、2年間の譲渡制限が課せられることなどがあり、流通市場の制度として、店頭取扱有価証券が盛んに取引される状況にはなり得ないものとなっている¹⁹⁹。

(iv) 青空銘柄

店頭有価証券の取扱いで禁止されているのは「投資勧誘」であり、これを伴わない、自己の計算による売買(店頭規則第3条)と顧客からの売買注文の受注は許されている。このような取引で取り扱われる店頭有価証券(未上場株式)は青空銘柄と呼ばれる。青空銘柄について会員証券会社は、以下のような義務が課せられる。

1) 自己売買のときは、公正な価格形成をすること、及び経営の健全性を損なうことのないこと(店頭規則第9条)。

2) 不正な手段を用いた店頭取引、自己の資力や取引状況に比して過当とみられる店頭取引、買いあおり又は売崩し、成り行き注文の受託、信用取引、未発行店頭有価証券等の店頭取引等を行わないこと(同第11条から第14条まで)。

3) 店頭有価証券取引の投資勧誘禁止の例外となる取引を除き、会員証券会社間の流通を目的とする店頭取引を行わないこと(同第15条)。

4) 価格情報を提示する際、会員名、取扱い部店名、当該価格情報が売り気配でも買い気配でもないこと等を明記すること(同第17条)。

この青空銘柄については、データも見当たらず、実態は不明であるが、証券会社による未上場株式の投資勧誘が原則禁止されているなかで、投資家が活発に活用するものとはなりにくい状況にあると言われている。

199 黒沼(2018)、前掲書、p.374。

未上場株式の店頭取引と店頭市場については、

米国では、証券会社は、PSO による発行会社の未上場株式の私募・小規模公募等による資本の調達を積極的に支援している(投資銀行)。また、私募転売(PSR)を活用した株主の転売を仲介等で支援し、未上場株式のセカンダリーの店頭市場を形成している。

日本では、未上場株式の取引が厳格に規制されている中で、日証協の店頭規則でも、会員証券会社が未上場株式を投資勧誘することを原則禁止している。同規則の例外として、株主コミュニティ、M&A 仲介、適格機関投資家等投資勧誘、及び店頭取扱有価証券制度が設けられているが、M&A 仲介以外は、規制・規則の制約が強く、取引の実態は乏しいと言われている。

米国では、証券会社は、発行会社の未上場株式の私募・小規模公募等による資本の調達を積極的に支援している。また、私募転売(PSR)を活用した株主の転売を仲介等で支援し、未上場株式のセカンダリーの店頭市場を形成している。

米国では、証券会社は、小規模公募(レギュレーション A)、私募(レギュレーション D ルール 506)などのプライベート・ストック・オフアリング(PSO)を活用して、発行会社の未上場株式の私募・小規模公募等による資本の調達を積極的に支援する投資銀行として活躍している。また、証券会社は、私募転売(PSR)のための制限付き株式の転売(ルール 144、ルール 144A)などの各種のセーフ・ハーバー・ルールや、FINRA のルール又は各州の証券法の規制と監視の下で、未上場株式の仲介、引受け等をして、委託売買、自己売買など未上場株式を盛んに取引している。FINRA のルールでは、会員証券会社は、州際で取引する株式すべてに取引銘柄記号(trading symbol)を取得し、個別の取引を FINRA に報告する義務が課せられる。

以上の制度と監視の下で、証券会社が仲介等をする未上場株式の店頭取引が活発に行われて、未上場株式の店頭市場であるグレー・マーケット、ローカル・ストック・マーケットなどが発展している。

日本では、日証協の店頭規則で、会員証券会社は未上場株式の取扱いを原則禁止されている。例外として、株主コミュニティ、M&A 仲介、適格機関投資家等投資勧誘、及び店頭取扱有価証券制度が設けられている。例外として、株主コミュニティ、クラウド・ファンディングはあるが極小規模であり、M&A 仲介以外は、規制上の制約が強く、取引の実態は乏しいと言われている。小規模公募や少人数私募では、発行会社は自ら公募又は私募をすることになるが、証券会社の顧客との関係性が活用できない状況では大変困難である。

米国でさえも、証券会社の仲介等の関与なく、発行会社が自己募集で、本格的な資本調達のために、私募や小規模公募(募集・売出しの少額免除)をすることは大変困難であると言われている。調査能力、事務能力、信用力等を十分に有さない発行会社が、証券会社の顧客のネットワークを活用せずに、自ら小規模公募や私募による勧誘を実施することは大

変困難である。日本では、証券会社の仲介等の支援がないなかで、未上場企業の積極的な資本調達のための未上場株式の少額公募や適格機関投資家私募は、実際のところほとんど行われていないと考えられる²⁰⁰

証券会社による未上場株式の店頭登録市場については、

米国では、証券会社(ブローカー・ディーラー)が設ける ATS を基盤として、ブローカー・ディーラーの店頭取引における勧誘なき注文による開示義務の免除と、顧客の開示免除の調査義務、マーケットメイカーの発行会社の調査義務等の規制のもと、OTC Markets が店頭登録市場として機能している。

日本の PTS は上場株式の取扱いに対象が制限されている。PTS を使った未上場株式の店頭登録市場や店頭取引はない。未上場株式の投資勧誘が原則として禁止されているなか、未上場株式の店頭登録市場も株主コミュニティやクラウド・ファンディング以外に存在しない。

米国では、証券会社は、OTC(店頭取引)等で「勧誘なき注文」を受けると、発注した顧客の側でも開示義務が免除されていることを確認する義務の下、自らの行為には開示義務を課せられずに、未上場株式の取引ができる。さらに、証券会社が証券取引所類似の機能を果たす ATS を活用して上場株式及び未上場株式の双方で店頭登録市場が整備されている(例えば、未上場株式を取り扱う OTC Markets は、ATS である OTC Link を活用している)。

日本では、日本では、PTS による上場株の取扱いが、開示義務が課せられる売出しから除外される取引とされている。未上場株式を取り扱う PTS を用いた店頭市場での売買は開示義務の対象となり得るので、事実上実施されていない。日証協の PTS に関する規則も上場株式の取扱いについてのみ定めている。よって、PTS(ATS と同じ) は上場株のみを取り扱っている。

PTS が未上場株式を取り扱うことは、売出しの定義に該当して開示義務が免除されない場合があり、また、日証協の未上場株式の投資勧誘禁止の例外にも該当しないので、事実上、PTS では未上場株式を取り扱うことはない。こうしたこともあり、証券会社が主導して、米国のような未上場株式の店頭登録市場を整備することは難しい。

200 神作裕之、大崎貞和、小野傑、湯山智「官学フォーラム：イノベーションとファイナンスイノベーションとベンチャーファイナンスの現状と課題～年金基金等の機関投資家参入、規模拡大、非上場株式市場のビジネスモデル多様化などが望まれる～第5回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」報告」『月刊資本市場 2019 年 10 月号』(日本証券経済研究所、2019)の、特に、p.57-59 の増島雅和弁護士(森・濱田松本法律事務所)の報告が大変参考になる。

オンライン・トレーディング・プラットフォームと未上場株式マーケット・プレイス

米国では、レギュレーション D の私募をするオンライン・トレーディング・プラットフォームを運営する業務は、ブローカー・ディーラーの登録の対象業務から除外された。他のセーフ・ハーバー・ルールも活用されて、未上場株式のオンライン・トレーディング・プラットフォームがセカンダリーのマーケット・プレイスとしても伸長している。小規模公募や私募を扱うプラットフォームも登場し活動している。

日本では、厳格な開示義務が減免される範囲が狭いなか、PSO と PSR が未整備で、未上場株式マーケットプレイスどころか、未上場株式のプライベート・マーケットが、制度として、極小規模な株式コミュニティや株式投資型クラウド・ファンディングを除きほとんど成立していない。

米国では、未上場株式の取引については、転売制限のあるレギュレーション D ルール 506 が特に選好されて、外形標準を超えて証券取引法第 5 条の株式の登録義務(開示義務)が生じる総資産 1,000 万ドル(11 億円)以上又は株主 2,000 人以上にならないようにコントロールしながら、株式公募の厳しい開示義務を回避しつつ、プライベート・マーケットで未上場株式を売却して資本を調達している。セーフ・ハーバー・ルール等の法制度が整備され、未上場株式マーケットプレイスで、私募、小規模公募等のプライベート・ストック・オフリング(PSO)や私募等で購入した株式の転売(私募転売(PSR))が行なわれ、未上場株式が盛んに取引されている。

日本では、厳格な開示義務が減免される範囲が狭いなか、PSO と PSR の仕組みが未整備で、未上場株式マーケットプレイスどころか、未上場株式のプライベート・マーケットが、制度として、極小規模な株式コミュニティや株式投資型クラウド・ファンディングを除きほとんど成立していない。

日本では、そもそも

- 1) 厳格な開示義務が免除される範囲が狭く、
 - 2) 開示義務に代わる簡易な会社情報の開示等の仕組みがなく、投資家保護が不十分で、
 - 3) 適格機関投資家私募の場合は、勧誘先が限定されてインターネット等による広告・宣伝が制約を受け、また、一般の投資家に転売する仕組みもなく、
 - 4) 少人数私募と小規模公募は、証券会社の協力を得られない
- 等のため、未上場株式は、株式会社の資金調達手段にも投資家の投資対象にもなりにくい。

このように、日本は、PSO 及び PSR が行えず、未上場株式マーケットプレイスが活用される状況にはない。

米国のブローカー・ディーラーの登録要件では、財務基準は、純資産(Net Capital)が 25 万ドル又は総負債の 15 分の 1 のいずれか大きい額以上、代替的基準として、25 万ドル又は顧客預かり資産の 2.0%のいずれか大きい額を以上とされる。

日本の第一種金融商品取引業の登録要件では、自己資本規制比率が 120%以上、最低資本金及び純資産額が 5,000 万円以上、ただし、元引受けをする者は 5 億円、元引受けの幹事会社は 30 億円とされる。

両国の基準の比較分析は、本稿の対象範囲を超える。ただし、米国にはない日本のみの基準である元引受け及びその幹事に対する最低資本金及び純資産額の規制は、IPO 時や上場後の公募における元引受けを想定した金額と考えられる。

この日本の元引受け幹事及び元引受けについての要件は、成長企業が IPO や私募・小規模公募等の際に元引受け幹事や元引受けを依頼できる証券会社を限定している。例えば、地域の小規模な企業が地元の中小証券会社に私募の引受けを依頼するときなど、小規模な証券会社が少額の適格機関投資家私募等において元引受けをすることなどは困難となっている(表 12-2 で日本の証券会社 268 社中資本金 10 億円未満は 137 社と半分強を占める)。

プライベート・マーケットの規制体系は、米国は事後監視型、日本は事前防止型といえる。

以上を概括すれば、米国では、多様なセーフ・ハーバー・ルールの制定、インターネットを活用した会社情報の開示と規制当局による効率的な取引監視等によって、市場取引の透明性を高めることで、市場の運営コストや行政コストを抑えながら、一定の投資家保護が確保されて、未上場株式が投資対象となり、流通する。

一方、日本では、米国と比べて、開示義務が免除される範囲や、適格機関投資家の対象者が格段に狭く、かつ、免除された範囲においては、簡易な会社情報の開示等の義務がなく、投資家保護の仕組みも整備されていないので、未上場株式が投資対象とならず、プライベート・マーケットが発展しない。

日本では、規制体系がいわゆる事前防止型の厳格なものとなっている。今日であれば、日本でも、米国の仕組みを参考に、他の国々と同様に、IT 技術を活用しながら、市場参加者の説明責任を高め、市場の透明性を高めて、行政コストを抑えながら、事後監視型の規制へと切替え、未上場株式の市場を整備することが可能であると考ええる。

4-5 クラウド・ファンディング

JOBs Act 1.0 は、タイトルⅢの「クラウド・ファンディング(Crowd Funding)」において、株式投資型クラウド・ファンディングの法制化を実現した。2012 年の連邦議会での JOBs Act 1.0 の審議の際には、最終段階で、上院がクラウド・ファンディングを運営するファンディング・ポータルに登録義務の追加を提案し、これに下院も同意して JOBs Act 1.0 が成立した。その後、ようやく、2016 年に、SEC がレギュレーション・クラウド・ファンディングを定め、クラウド・ファンディングが始まった。日本では、米国の動きを受けて、2014 年に金商法を改正し、翌年には改正法を施行して実現した。

今後、日本で仮に未上場株式のプライベート・マーケットを拡大するときは、その場合の参考になることも含まれており、以下ではやや詳しく解説する。

4-5-1 米国でのクラウド・ファンディング

(1) クラウド・ファンディングの法制化の意義

クラウド・ファンディングとは、発行会社が、インターネットを通じて株式公募をして、多数の投資家からそれぞれ少額の資金の投資を集めて、まとまった金額の資金を調達する仕組みをいう。オバマ大統領が JOBs Act にサインしたときのスピーチでも、証券取引法の歴史的な 80 年ぶりの改正であり、オンラインによって、投資家を銀行や富裕層から一般国民に広げるものと賛辞していた²⁰¹。

米国では、発行会社や株主が、証券会社を通じて、一般の投資家や機関投資家等を募ることで、レギュレーション A に基づく小規模公募、レギュレーション D ルール 504 の小規模私募(1 年間で 500 万ドル(5 億 5 千万円)以下)、ルール 506(b)の洗練された投資家 35 名以下を対象とした私募及びルール 506 (c)の適格投資家を対象とした私募などが行われていた²⁰²。

しかしながら、多数の案件について、より少ない募集総額で、より多数の投資家からそれぞれ少額の投資を集める株式の公募をこれらのルールを遵守して実施することは、コストが増大し、大変ハードルの高いことであった。募集届出通知書の SEC への提出、目論見書の投資家への交付をはじめ、投資家との情報共有など、事務処理も煩雑となり、全体としてのコストは大きくなる。既存のプラットフォームを活用するとしても、小規模な発行

201 The White House (2012), 前掲書で “Because of this bill, start-ups and small business will now have access to a big, new pool of potential investors - Namely, the American people “とある。

202 斎藤・吉川、前掲書、p.121-122。既存の規制との関係については、松尾順介「株式投資型クラウド・ファンディングの世界的拡大と規制の関与」(公共政策研究、2015)が詳しい。

会社やプラットフォーム運営者(証券会社)にとっては負担が大きく、ルールに即した実施が困難になる。

JOBs Act では、このクラウド・ファンディングを運営するコスト増と小規模な発行会社の募集コストを、インターネットの仕組みを活かし、投資家保護と両立させながら、実行可能な範囲に低減させた。具体的には、運営者に新たな登録制を設けるとともに、ブローカー・ディーラー又はSECにファンディング・ポータルに登録をした運営者がプラットフォームを通じて取引する小口少額の株式の募集について、証券取引法第5条の開示義務を免除した。さらに、募集総額及び個々の投資家の投資上限額を設けるとともに、広告・宣伝及び情報開示はインターネットを用いた方法のみに限定するなど、募集方法、運営方法に一定の制限を設けて投資家保護を確保しつつ、コスト負担を低減した²⁰³。

投資対象としては、これまで資本の調達が難しかったアーリー・ステージの小規模な事業が念頭に置かれており、クラウド・ファンディングの仕組みを活かして、株式による資本形成において、発行会社と投資家それぞれの裾野を広げることになった。

(2) 募集総額・投資家の投資額の制限と開示義務の免除

JOBs Act 1.0 では、クラウド・ファンディングを法制化するため、証券取引法第4条(a)(6)を追加し、以下の募集額、投資額の株式の募集であって、証券取引法第4A条(a)の仲介者(intermediary)の条件に従うブローカー・ディーラー又はファンディング・ポータルのプラットフォームを活用したものについて、第5条の株式の登録義務(開示義務)を免除した。

募集の総額は、1年間間で107万ドル(1億1,770万円)以下とされる(2020年時点)。

個々の投資家の1年間の投資額は、

- 1) 投資家の年収又は純資産が10.7万ドル(1,177万円)未満の場合は、年収又は純資産のいずれか小さい額の5%相当額と、2,200ドル(242,000円)のいずれか大きい額²⁰⁴以下、
- 2) 投資家の年収及び純資産が10.7万ドル以上の場合は、年収又は純資産のいずれか小さい額の10%相当額以下(10.7万ドル(1,177万円)が上限)とされた(証券取引法第4条(a)(6)、レギュレーション・クラウド・ファンディング Subpart A 100(a))。

なお、クラウド・ファンディングを通じて投資し、新たに株主となった者の人数は、強制的に継続開示義務が課せられる株主数のうちには加えられない(取引所法12条(g)(6))。

(3) クラウド・ファンディングを運営する仲介者(intermediary)の義務

クラウド・ファンディングを運営する者をファンディング・ポータル(funding portal)と

203 中村、前掲書、p.7。

204 Regulation CF Subpart A 100(a)(2)(i)に“The greater of \$2,200 or 5 percent of the lesser of the investor's annual income or net worth if either the investor's annual income or net worth is less than \$107,000”とある。

呼ぶ。ファンディング・ポータルは、証券取引法第4条(a)(6)及び取引所法第3条(a)(80)に基づき、他人の勘定による株式の取引において仲介者(intermediaries)として行為する者に含まれ、投資助言、推奨、証券の勧誘等を行わないとされる(証券取引法第4A(a))。ファンディング・ポータルは、SECのルールに従うこと、FINRAの会員となること等の要件を満たせば、ブローカー・ディーラーの登録義務が免除される(証券取引法第3条(h))。

クラウド・ファンディングを運営するブローカー・ディーラー及びファンディング・ポータルに対して、主なものとして、次のような義務を課した(取引法第4A条(a)(1)から(12)まで)。

- 1) ブローカー・ディーラーの登録又はファンディング・ポータルの登録を受けること。
- 2) 自主規制機関に登録すること。
- 3) SECのルールの下で一定の自社の会社情報を開示すること。
- 4) 投資家へ投資全額を失うリスクがあることを提示すること、詐欺のリスクを低減すること²⁰⁵。
- 5) 発行会社が証券取引法第4条(b)に基づき、投資家に提供する情報をSEC及び潜在的投資家へ提供すること。
- 6) 目標募集金額に達してはじめて集まった資金を発行会社に提供すること。

(4) 発行会社の義務

クラウド・ファンディングを活用して株式公募をする発行会社は、主なものとして、以下のような義務が課せられる(証券取引法第4A条(b)、レギュレーション・クラウド・ファンディング Subpart B)。

- 1) フォームCを用いて、会社の概要²⁰⁶、事業内容及び事業計画、財務状態(53.5ドルを超える募集では外部監査が必要)²⁰⁷、発行目的及び目標募集金額、公募価格とその決定方法、最終募集期限、予定資金使途等の情報を記載した募集届出書(offering statement)を作成し、SECに提出し、公衆縦覧に供すること。
- 2) 発行会社には、同様の情報を投資家及びクラウド・ファンディング運営者に提供して、これを投資家が入手することを可能にすること。
- 3) さらに、発行会社には、広告の禁止、募集の進捗状況の定期的更新、定期的な経営状況のSECへの報告等の義務が課せられる。

205 SECがルールにより設ける各種の措置(各役員・取締役及び20%超の株式を保有する株主の履歴・違反歴の入手を含む)をとることが求められる

206 会社の概要は、発行会社の名称、法的地位、住所及びウェブサイト、取締役・役員・20%超保有株主の名称等とされている。

207 財務資料は、募集総額ごとに、10.7万ドル以下の場合、直近の所得税申告書及びCEOによる証明付きの財務書類、10.7万ドル超53.5万ドル以下の場合、独立の公認会計士がレビューした財務書類、53.5万ドル(又はSECがルールにより定める金額)超の場合、監査済財務書類とされている。

(5) 州法の規制との関係

証券法第 4 条(6)のクラウド・ファンディングで取引される証券は、証券法第 18 条の州又は地方自治体の法令又は処分の対象とすることができない証券(Covered Securities)に追加された(証券法第 18 条(b)(4)(C))。

各州の証券市場を活性化させることも狙いとして、各州が、州内の発行会社による州内の投資家に限定した公募(ローカル・クラウド・ファンディング)について、州法で、連邦法以上の投資可能額等を設定して、クラウド・ファンディングの活動を促進している²⁰⁸。

4-5-2 日本の株式投資型クラウド・ファンディング

日本では、以下のように、米国とほぼ同様の制度設計で株式投資型クラウド・ファンディングを設けている。2014 年 5 月に金商法を改正して、新規・成長企業へのリスクマネー供給促進を目的に、少額電子金融商品取扱業務の登録制度が、創設された。

投資型のうち非上場の株式に係るもの(株式投資型クラウド・ファンディング)については、日証協の自主規制の対象とされ、日証協がその「株式投資型クラウド・ファンディングに関する規則」によって、店頭有価証券の投資勧誘禁止の例外の一つとして詳細なルールを定めている。

(1) 第一種少額電子募集取扱業務の登録と募集総額・投資額の制限

第一種少額電子募集取扱業務を、電子募集取扱業務のうち非上場株式等の「募集」又は私募の取扱いであって以下の要件を満たすものと定める(金商法施行令第15条の10の3)。

1) 発行総額については、同一の発行会社が資金調達をすることができる金額は、1 年間に 1 億円未満までとする。

2) 投資家の投資額も制限し、投資家は、同一の会社が発行する同一種類の株式につき 1 年間に 50 万円以下まで投資することができるものとする。

株式投資型クラウド・ファンディングの事業をするときは、第一種金融商品取引業の登録を受けて、第一種少額電子募集取扱業務を行うか、第一種少額電子募集業務のみの登録を受ける。この場合、登録要件は、第一種金融商品取引業の登録と比べて、最低資本金要件が 1,000 万円に緩和され、兼業規制と自己資本規制比率は非適用となり、投資者保護基金加入義務が免除されている(金商法第 29 条の 4 の 2)。

(2) 登録第一種少額電子募集取扱い業者の義務

登録を受けた第一種少額電子募集取扱い業者(運用者)には、以下のような義務がある。

1) 発行会社の財務状況、事業計画の妥当性や資金使途等を審査し、適当と認めたものの

208 Amy Cortese, "The Way for Local Business to grow", OP-ED CONTRIBUTOR, New York TIMES, Oct. 24, 2014.

みを取扱うこと。

2) 当該株式とその株式を発行する会社の概要や、資金調達等の内容をそのウェブサイトにおいて公表すること。

(3) 発行会社の遵守事項

発行会社には、発行者の会社情報等に関する当局への提出・公衆縦覧(開示)等の義務はない。運用者には、発行会社に以下の義務を課し、遵守させる義務がある。

1) 運用者が取引をする投資家の投資経験や、投資家からの預かり資産の額等の取引開始基準を定め、発行会社はこの基準を含め適合性を確認することができた投資家との間でのみ取引をすること。

2) 投資勧誘方法を、ウェブサイト及び当該サイトからの電子メールによるものに限ること(電話、訪問等其他の方法による勧誘は行わないこと)。

3) 投資家から確認書を徴求すること。投資家に契約締結前に書面を交付すること。

4) 会社の事業の状況について株主に定期的に情報提供をすること。

5) 投資家が株式取得の申込みの日から8日間は申込みの撤回又は契約の解除をすることができるクーリングオフを認めること。

なお、日証協のホームページでも「株式投資型クラウド・ファンディングにより取得した株式は取引所に上場しておらず、流通取引を前提としていませんので、換金性が著しく乏しいものです」と記載し、注意喚起をしている²⁰⁹。

クラウド・ファンディングの募集総額と投資可能額は、

米国では、1年間1案件の募集総額は1億1,770万円以下、投資家1人の投資額は資産・年収に応じて年間1,177万円を上限。

日本では、発行会社の公募案件ごとに募集総額1億円未満、1人の投資額は一律50万円を上限。

日本では、米国と同様の骨格の制度を設けているが、米国のような、投資額の年収に応じた上限等の基準は導入しない代わりに、一件一人50万円以下(件数の制限なし)と投資額に一律の上限を課している。発行会社の立場に立つと、まとまった資金を得るのに必要となる株主の数が、日本のほうが遥かに多くなる。米国では、発行企業が上限の107万ドル募集するために最少10人の投資家が必要となる。日本の場合は、発行企業が1億円弱募集するために最少200人弱の投資家の投資が必要となる。

209 日証協「株式投資型クラウド・ファンディング」日証協ホームページ

<http://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucrowdfunding/seido/gaiyou/index.html>

なお、米国では、発行会社は、簡易な募集届出書を SEC に提出・開示する義務がある(募集額が 53.5 万ドルを超えるときは監査付財務諸表も求められる)。日本では、発行会社には、発行者の会社情報等事業に関する当局への提出・公衆縦覧型の開示等の義務はない。

クラウド・ファンディングのベースとなるプライベート・マーケットは、米国では、レギュレーション A やレギュレーション D ルール 504 の 500 万ドル以下の少額募集などの発行・投資の実績がある。クラウド・ファンディングを導入して、より多数の投資家からのより小さな投資額でも低コストで募集が実現可能な仕組みを設け、参加する発行会社と投資家の裾野を広げていく土壌がある。

日本では、未上場株式の店頭市場が極小規模であり、発行実績も投資経験も乏しい。

米国では、レギュレーション A の Tier 1(募集総額 1 年間で 2,000 万ドル(22 億円)以下の株式の公募)、レギュレーション D ルール 504 (募集総額 500 万ドル(5 億 5 千万円)以下での株式の公募)などが行われている。スタートアップや中堅・中小企業が、適格投資家及び一般の投資家に対してプライベート・マーケットで未上場株式の公募による資本の調達(PSO)を行った実績や、これに投資家が応じた経験など、発行会社、投資家それぞれに十分にあるなかでの、その裾野の拡大としてのクラウド・ファンディングである。

日本では、取引実績のデータのある未上場株式の市場は、クラウド・ファンディングの他には、株式コミュニティ程度のため、企業の発行実績も少額の株式投資の経験のある投資家も存在が乏しいなかでクラウド・ファンディングを展開している。

クラウド・ファンディング後の資本調達・資本形成のためには、

米国では、クラウド・ファンディングで一定の規模に成長すれば、PSO によって、未上場の段階でさらなる資本の調達をすることができる。

日本では VC ファンドからの投資以外にはクラウド・ファンディングを繰り返す以外に IPO までに資本を調達する手段が乏しい。

米国ではクラウド・ファンディングによる株式の小規模公募の後も、成長して一定の規模に達すれば、レギュレーション D の私募やレギュレーション A の小規模公募等で他の PSO で資金調達が可能である。

一方、日本には、クラウド・ファンディングを繰り返す以外には、IPO までは、資本を調達する仕組みが、VC ファンドからの投資以外にほぼ存在しない。

クラウド・ファンディングで購入した株式の転売については、米国では、私募転売の仕組みの下、未上場株式マーケットプレイスなどのセカンダリー・マーケットが発達していて、クラウド・ファンディングで発行会社が一定規模に成長すれば、その株主(投資家)は、セカンダリー・マーケットで当該会社の未上場株式の転売が可能である

日本では、私募転売ができず、非上場株式のセカンダリー・マーケットが未整備のため、投資家も IPO まで転売による資金回収が困難となっている。

米国では、ローカル・ストック・マーケットが発展し、ペニーストックも流通しており、ルール 144 やルール 144A などの私募転売による未上場株式のセカンダリー・マーケットも発達しつつあり、クラウド・ファンディングで購入した株式を早期に転売できるようになることが期待される。クラウド・ファンディングを始めたファンディング・ポータルが、セカンダリー・マーケットへの展開を図ることも行われている。

日本では、非上場株式のセカンダリー・マーケットが未整備であり、投資家は IPO まではクラウド・ファンディングで購入した株を転売する可能性は低い。

4-6 ファンドからの投資による資本形成の促進

JOBS Act 3.0 では、資本市場への投資家の参加をさらに増やすため、金融仲介の促進を柱の一つにして多くの提案を盛り込んでいる。

主な提案としては、小規模な未公開会社の M&A を仲介する証券会社(ブローカー・ディーラー)の登録を免除することや、VC ファンドによるセカンダリー・マーケットにおける投資を促進するためにファンドの運用責任者の登録要件を見直すことなどが盛り込まれている。第 3 章第 1 節第 4 項でみたように、米国では既に巨額の資金がファンドから企業に提供されているが、そのなかでもさらなる見直しを図っている。

日本でも VC ファンドや PE ファンドが投資額を伸ばしているが、米国との規模の格差は依然として大きい。特に、VC ファンドは、未上場株式のセカンダリー・マーケットがほぼ存在しないことから、株式を転売してリスクを軽減することができないため、機関投資家等からの出資が抑制されてファンドの規模の拡大に限界が生じている。ファンドの規模が不十分なことから、VC ファンドからのスタートアップへのグロース段階の投資が不足していると言われている。このため、スタートアップも VC も早期の IPO を進める結果、小規模な IPO となってしまう、上場後の成長も鈍いベンチャー企業もみられる。

この分野は資本市場の一大分野であるが、JOBS Act 3.0 での提案も限定的であるので、本稿では主要な二つの提案内容と関連する日本の法制度を簡単に紹介することに留める。

(1) 中小規模会社の M&A の仲介事業の促進

M&A の仲介事業者(M&A ブローカー(M&A Broker)。Main Street Broker と呼ばれる)には、SEC にブローカー・ディーラーの登録をする義務がある(取引所法第 15 条(a))。

JOBS Act 3.0 では、このうち、減価償却前利益(EBITDA)が 2,500 万ドル未満又は総収入(Gross Revenues)が 2 億 5,000 万ドル未満の小規模の未公開会社(privately held companies)の M&A であって、経営権の移転を伴うものを取扱う仲介業者については、このブローカー・ディーラー登録義務を免除することを提案している。(Title III-Small Business M&A and Brokerage Simplification)。

比較的小規模な企業の経営権の移転を促進するために、米国では JOBS Act 3.0 で、この分野の M&A 仲介業務をブローカー・ディーラーの登録義務の対象から除くことを提案をしている。

日本でも、M&A 仲介等については、日証協が未上場株式の投資勧誘禁止の例外取引として制度を整備し、証券会社の仲介等により盛んに行われている。

日本では、M&A の仲介事業は、第一種金融商品取引業の登録を受けた証券会社が行うべき業務となっている(金商法第 2 条第 8 項第 2 号)。媒介を伴わない単なる仲介や相談はこの登録の対象外とされて登録第一種金融商品取引業者以外でも行われている。

株式等の媒介は、商法 543 条の仲立営業と解されて、他人の売買が成立するように尽力する行為であり、第一種金融商品取引業の登録を要する業務である。ただし、第一種金融商品取引業者が実施できる付随業務として、登録対象ではないもののなかに、企業買収に関する「相談に応じ、又はこれらに関し仲介を行うこと。」が規定されており、有価証券の売買の媒介を伴わない事業譲渡や組織再編行為の仲介の場合は業としての登録は不要となっている(金商法第 35 条第 1 項第 11 号)。²¹⁰

日証協の店頭規則では、会員証券会社は、原則として、店頭有価証券(未上場株式等)の投資勧誘を禁止されているが、経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘は、例外の一つとして許されている(店頭規則第 3 条の 2)²¹¹。このため、店頭規則で、投資勧誘の行為規制や説明義務、媒介をする前の確認事項、日証協への報告等を規定している。この仕組みに基づき、日本でも、M&A 仲介等に伴う未上場株式の取引については、証券会社の仲介等により盛んに行われている。

(2) ベンチャー・キャピタル・ファンドからのセカンダリー投資の促進

プライベート・ファンドは、投資会社又は組合が私募により資金を集めて株式に投資する集団投資スキームである。

私募に係る証券の規制が課せられる他に、ファンドの運用責任者に対して登録義務等の規制が課せられる。運用者は、企業から株式を購入して投資するなど証券の取引をすることから、ブローカー・ディーラーの登録をする義務がある(取引所法第 15 条(a))。

米国では、ドッド・フランク法で、VC ファンド、PE ファンド及びヘッジ・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(fund advisors)は 1940 年投資顧問法に基づき、SEC に投資顧問業の登録することを義務付けている(ドッド・フランク法第 402 条、投資顧問法第 203 条(a))。投資顧問とは、報酬を得て、証券の価値と売買について助言する業務をする者をいう。

ただし、VC ファンドは、

1) スタートアップ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)以外の投資が投資運用資産の 20%以下となる場合に、1940 年投資顧問法第 203 条(l)(1)に基づく SEC への登録義務が免除される。適格投

210 黒沼(2016)、前掲書、p.587。

211 日証協、「店頭有価証券に関する規則(平 17.3.15)」

http://www.jsda.or.jp/about/jishukisei/webhandbook/105_kabushiki/files/180401_tentou.pdf

資とは、上場会社、外国の上場会社、子会社、投資会社、投資会社の親会社等以外の会社へのプライマリーの株式投資等と定義されている。(投資会社法ルール 203(l)-1)

JOBs Act 3.0 は、SEC に対して、適格投資の定義を見直し、これに、セカンダリー市場で取得した株式も含めることなどによって、通常はアーリー・ステージからプライマリーの投資をする VC ファンドがセカンダリー投資をすることを促進しつつ、登録免除の条件を満たしやすくする提案をしている(Title XXV- Developing and Empowering our Aspiring Leaders)。これは、VC ファンドの収益の安定性を高めることにも貢献する。

VC ファンドにセカンダリー・マーケットでの投資を促すために、
米国では、JOBs Act 3.0 で、VC ファンドが投資運用業の登録免除等を受ける要件である適格投資の範囲を見直し、これにセカンダリーの投資を加える提案している。
日本では、適格機関投資家に加えて一般の投資家 49 名までが出資して組成するファンドの運用者は、適格機関投資家等特例業務の届出をすれば、第二種金融商品取引業及び投資運用業の登録を免除される。

日本では、VC ファンドや PE ファンドは、通常、投資事業有限責任組合などとして組成される。私募で出資金を集め、ベンチャー・キャピタル(VC)又は投資会社が無限責任組合員(業務執行者)として業務執行する。業務執行者は、第二種金融商品取引業の登録及び投資運用業の登録を受ける義務がある。当該組合が、出資財産の 50%超を有価証券に対する投資に充てる場合は、当該組合は開示義務の対象となる(金商法第 3 条第 3 号、金商法施行令第 2 条の 9、同 10)。

適格機関投資家及び 49 人以下の特例業務対象投資家を相手方として投資勧誘を行い、これを主として有価証券又はデリバティブ取引に対する投資する行為は、第二種金融商品取引業の登録及び投資運用業の登録を要せず(同法第 63 条第 1 項)、代わりに業務執行者が、適格機関投資家等特例業務の届出を要することとしている(同条第 2 項)。この適格機関投資家等特例業務では、

1) 集団投資スキームの出資者の構成は、1 名以上の適格機関投資家と 49 名以下の適格機関投資家以外の投資家とする。ただし、49 名以下の特例業務対象投資家は、届出者と密接に関連する者や一定の投資判断能力を有する者²¹²に限定される。また、

212 49 名以下の特例業務対象投資家とは、適格機関投資家等以外の投資家であって、国、地方公共団体、日本銀行、金融商品取引業者、ファンド資産運用等業者、ファンド資産運用等業者と密接な関係を有する者、上場会社(純資産又は資本金 5,000 万円以上)及び金融商品取引業者並びにこれらの子会社等、政府機関、機関投資家、個人(投資性金融資産(有価証券等)が 1 億円以上かつ証券口座開設 1 年経過)、法人(投資性金融資産 1 億円以上)、投資会社・組合等である(金商法施行令第 17 条の 12、金融商品取引業に関する内閣府令第 233 条の 2)。非上場企業へ資産の 80%を超えて投資するベンチャーファンド等について

- 2) 届出者に金融商品取引業者と同様の行為規制を課し、事業報告書の作成・提出義務、投資者向けの説明書類の作成・公開義務を課す。さらに、
- 3) 内閣総理大臣は必要に応じ追加の報告や資料の提出を求めることができる。

は、この適格機関投資家以外の者に、上場企業の役員、弁護士・公認会計士等であって会社の設立・増資・新規事業の立ち上げ、上場等に関する実務経験のある者などを含めることができる(同府令第233条の3)。

5 おわりに一周回遅れの意味するところー

以上、JOBS Acts による米国の資本市場改革について、その改正項目に焦点を当てて、これに関連する分野の市場の実態と構造及び証券法制を概観し、日本のそれと比較した。本稿では、両国の法制度の比較対照までとし、市場構造と法制度の直接の因果関係を検証していないが、相違点の単純な比較対照でも、以下で概括するように、米国と比べた日本の証券法制の特徴が理解でき、また、いくつかの政策的な含意も見出された。

米国では、歴史的に株式資本市場を企業の資本形成の手段として改善していく努力が継続的に行われている。JOBS Acts による一連の改革では、企業がその成長段階に応じて資本を調達することを可能とするように株式資本市場を構築し、市場の恩恵を受ける中堅・中小企業・スタートアップと投資家の範囲をできる限り広げるための創意工夫が続けられている。

未上場株式の取引とプライベート・マーケットの拡大は、セーフ・ハーバー・ルールを制定し、改良しながら進められてきた。米国では、1970 年代後半から、レギュレーション D、ルール 144、レギュレーション A などのセーフ・ハーバー・ルールを制定し、株式の募集の総額に応じて負担を軽減した簡易な会社情報の開示等によって、一定の投資家保護を確保して、未上場株式の市場流通性を高めてプライベート・マーケットを拡大してきている。

米国の市場構造は、13 の証券取引所を頂上として、その周辺の上場株式の店頭市場、未上場株式の店頭登録市場である OTC Markets の OTCQX、OTCQB 及び Pink、証券会社のネットワークによる店頭市場である州際グレー・マーケット、各州内を中心としたローカル・ストック・マーケットと裾野広く連なっており、多層的・多極分散的な構造となっている。

13 の証券取引所もそれぞれシステム化されていて、非上場株式取引特権の下、全米市場システムによってオンラインで一体となって運用されている。店頭登録市場の基盤である ATS、証券会社が顧客に提供するオンライン・トレーディング・プラットフォームやマーケットプレイス、さらには、クラウド・ファンディングも成長し、これら各市場のシステムがリンクされて仮想的にまとまった一つの市場システムのように運営されている。同時に規制当局でも、SEC のオンライン・データベースである EDGAR による会社情報の蓄積と開示、FINRA の OATS による証券取引所や店頭取引のオンラインの報告・監視・追跡の仕組みなどが稼働している。

このように、米国では、証券取引所から店頭市場まで多様に市場の整備を進めて、創業から上場後までの、企業の成長過程の段階に応じて、資本を調達する機会を提供しており、

インターネットの活用がこれらの市場の発展を推し進めてきた。これらに対する取引の監視も、証券取引所や証券会社からのデータの取得等のために IT がフル活用されている。IT 技術がこれらの市場の効率的で網羅的な監視を容易にし、規制を緩和することを可能とし、店頭市場の発展を促してきた面も大きい。

一方、日本では、パブリック・マーケットの、そのなかでも東京証券取引所とその取引所外取引と二つの PTS にほぼ市場取引が集中し、プライベート・マーケットは制度としては株主コミュニティ、株式投資型クラウド・ファンディングの二つがあるがいずれも小規模に留まり、これらや VC ファンド等からの投資、M&A による取引を除くとデータは見当たらず、証券会社が原則として投資勧誘を禁止されているなか、未上場株式の取引の実態は乏しいと言われている。

この日本の独自の市場実態・構造の要因には、法制面、運用面、技術面の三つでの「遅れ」があると考えられる。日本の市場構造と、その法制度及び運用は、投資家保護を完遂することをゴールとするのであれば、事前予防的な規制が徹底されていて、完成度は高いと考えられる。だが、企業の資本形成のために株式資本市場の資本調達機能を充実させることをゴールとすれば、以下の三点は「遅れ」とすることもできよう。

(1) 法制度面では、日本では、未上場の発行会社による主体的な資本調達である未上場株式の私募、小規模公募などのプライベート・ストック・オファリング(PSO)や、私募で購入した株式を転売する私募転売(PSR)の制度化が進んでいない。現状のように、極狭い範囲で開示義務を単に免除する(私募の場合は転売制限も課せられる)のみでなく、発行会社から投資家への情報提供や規制当局を通じた開示・公衆縦覧の仕組みを設け、一定の投資家保護を確保し、未上場株式の流通性を高め、併せて、価格情報等の取引情報の共有を進めるなど、プライベート・マーケットの市場制度を整備する必要がある。転売制限を解除する仕組みも必要であり、また、適格機関投資家の範囲も、機関投資家や大会社、超富裕層から、より一般の事業会社や投資家に拡大することも必要である。

(2) 運用面では、日本の証券会社は、原則として、未上場株式の投資勧誘が禁止されており、未上場株式を発行するプライベート・マーケットにおけるセルサイドのビジネスモデルを確立していない。証券会社が、IPO の主幹事をする一部大手を除いて、パブリック・マーケット周辺でのバイ・サイド・リテール分野に事業活動のかなりの割合を割いており、プライベート・マーケットでの活躍が乏しい。顧客である未上場企業のエクイティ・ファイナンスを支援する投資銀行として、スタートアップに加えて地方にも数多く存在する有望な中堅・中小企業の未上場株式による資金調達を支援するビジネスモデルを起動させれば、日本の中堅・中小企業の競争力と成長力を再構築することも可能であろう。

このなかで、地域における未上場株式の店頭取引・店頭市場が活発になる可能性もある。

地域証券会社による株主コミュニティの取り組みや、地方証券取引所の成長企業育成支援²¹³なども進められているが、地域の株式のプライベート・マーケットが核となり、地域で株式資本市場の裾野を広げていくことは、新たな自立した経済基盤を形成する地域経済の再生の一つの方向であろう。

(3) 技術面では、日本では、オンラインのプライベート・マーケットを整備する上で必要であるトレーディング・プラットフォームと PTS のようなマッチング・システムがオンラインでネットワーク化された分散型であり、かつ統合された市場システムと、これを通じた市場取引の網羅的な監視システムの整備が十分には進んでいない。未上場株式の電子化から始めて、PTS と多くのトレーディング・システムやマーケットプレイスがネットワークで一体となって機能し、IT を活かして規制コストを抑えつつ、効率的な会社情報の公衆縦覧と自主規制機関を通じた取引情報の収集による市場の事後監視がオンラインで行われるといった方向に進むことが期待される。

(4) 最後に、本稿の検証の範囲を超えているが、三つの「遅れ」に加えた 4 つ目は、米国や日本でも進められている第 4 次産業革命によって株式資本市場に押し寄せるイノベーションの潮流への対応である。

既に、クラウド・ファンディングの登場は、株式を発行する企業が、直接インターネットを使って無数の一般の投資家から資本を調達する (direct public offering: DPO) 時代を到来させた。

オンラインのセカンダリー・マーケットにおいては、流動性の低い未上場株式をマーケットプレイスで個人株主が証券会社の仲介なしに他の個人投資家と個人間で (peer to peer)、取引する状況も生まれている²¹⁴。

ニューヨーク証券取引所 (NYSE) では、IPO のように発行会社が株式を発行せずに、株主が既存の株式を証券取引所に売りに出すことで上場するダイレクト・リスティングが始まっている。プライベート・マーケットで未上場株式が機関投資家等の間を流通し、市場価格が形成されていることがこのダイレクト・リスティング実現の背景にある。

ブロック・チェーン (分散型台帳) 技術に対しては、SEC では、暗号資産と ICO (イニシャ

213 北陸の今村証券(株)の株主コミュニティ、名古屋証券取引所の地域企業の株式上場に向けた成長支援の例などがある。<https://www.imamura.co.jp/service/community/index.html>

http://www.nse.or.jp/news/2013/1021_4792.html

214 未上場株式マーケットプレイスの大手、シェアーズボストの創始者であるグレッグ・ブロガーは、同社のホームページに掲載中のブログで、「未上場企業の株式を売ることは、上場株式をオンラインで売ることよりも、家売ることのほうに、大変よく似ている。」と述べている。Greg Brogger, “What Selling Shareholders Should Know”, Blog, Private Market Insights, (SharesPost, 2019).

ル・コイン・オフアリング)についての検討を進め、既に、2019年4月にICOに関するガイドダンスを発行し、同年7月にはSECの承諾の下でレギュレーションA+に基づくIOCが行われた。一方で、2020年に入り、未登録の仮想通貨の公募に対して、SECによる調査や処罰も行われている。

米国の資本市場改革のアジェンダには、近い将来、第4次産業革命を実践する具体的な提案が掲げられるであろう。資本市場の抜本的なトランスフォーメーションとなる可能性もある大変革のなかで、米国の株式資本市場で整備されているITネットワークで一体化された多層的・多極分散的な市場システムは、この変容のための基盤となるものと思われる。

参考文献

Laura Anthony, “Understanding the NSMIA and Navigating State Blue Sky Laws- Part I, January 27, 2015”, (Anthony L.G. PLLC, 2015).

<http://lawcast.com/2015/01/27/understanding-nsmia-navigating-state-blue-sky-laws-part/>

Scott Bauguess, Rachta Gullapalli, and Vlandimir Ivanov, “Capital Raising in the U.S. : An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009 - 2017”, Division of Economic and Risk Analysis : DERA, SEC, (SEC, 2018).

https://www.sec.gov/files/DERA%20white%20paper_Regulation%20D_082018.pdf

Alan L. Beler, Tsunemasa Terai, Richard M. Levine, “LOOKS CAN BE DECEIVING—A COMPARISON OF INITIAL PUBLIC OFFERING PROCEDURES UNDER JAPANESE AND U.S. SECURITIES LAWS”, Law and Contemporary Problems vol.55: No.4, Autumn 1992, (Duke University school of Law, 1992).

Greg Brogger, “ What Selling Shareholders Should Know ” , Blog, Private Market Insights,(SharesPost, 2019)

<https://sharespost.com/insights/articles/what-selling-shareholders-should-know/>

Cboe, “U.S. Equities Market Volume Summary”.

https://markets.cboe.com/us/equities/market_share/

Jay Clayton “Rulemaking Over the Past Year, the Road Ahead and Challenges Posed by Brexit, LIBOR Transition and Cybersecurity Risks”, SEC Chairman Speech, Dec. 6, 2018, (SEC, 2018).

<https://www.sec.gov/news/speech/speech-clayton-120618>

Ernst & Young, “Why are more companies staying private? Meeting of SEC Advisory Committee on small and emerging companies, 15 February 2017”, (Ernst & Young, 2017).

<https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/giovanetti-presentation-acsec-021517.pdf>

Ewens, M. and J. Farre-Mesa, “The deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs”, (SSRN, 2018).

FINRA, “ATS Transparency Data Quarterly Statistics”.

<https://www.finra.org/filing-reporting/OTC-transparency/ats-quarterly-statistics>

FINRA, "FILING & REPORTING, Market Transparency Reporting Tools, Order Audit Trail System (OATS) ".

<https://www.finra.org/filing-reporting/market-transparency-reporting/order-audit-trail-system-oats>

FINRA, "MARKET STATISTIC HISTORICAL DATA".

<https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/reports-studies/2019-industry-snapshot/market-data>

FINRA, "OTCBB Frequently Asked Questions".

<https://www.finra.org/filing-reporting/market-transparency-reporting/OTCbb/faq>

FINRA, "2019 FINRA Industry Snapshot", (FINRA, 2019).

<https://www.finra.org/sites/default/files/2019%20Industry%20Snapshot.pdf>

Vijay Govindarajan, Shivaram Rajgopal, Anup Srivastava and Luminita Enache, "Why We Shouldn't Worry About the Declining Number of Public Companies", Harvard Business Review, August 27, 2018, (Harvard, 2018).

<https://hbr.org/2018/08/why-we-shouldnt-worry-about-the-declining-number-of-public-companies>

Jeb Hensarling, chairman of House Financial Services Committee , "To Restore US Competitiveness : Pass the JOBS Act 3.0," Wall Street Journal July 15, 2018, (Dow Jones & Company, Inc. 2018).

<https://www.wsj.com/articles/to-restore-u-s-competitiveness-pass-the-jobs-act-3-0-1531680369>

Darrell Issa, "March 22, 2011 Letter from Chairman Issa of House Committee on Oversight and Government Reform to Chairman Schapiro of SEC", (House Committee on Oversight and Government Reform, 2011).

Investment News, "Clayton wants retirement investors to have more access to private funds, April 9, 2019".

<https://www.investmentnews.com/clayton-wants-retirement-investors-to-have-more-access-to-private-funds-79000>

Martin Kenny, Donald Pltto, Jay R. Ritter, "Post-IPO Employment and Revenue Growth for U.S. IPOs, June 1906-2010", Report for the Kauffman Foundation, (the Ewing Marion Kauffman Foundation, 2012).

Kaite Kolchin, "SIFMA Insight: US Equity Capital Formation Primer, November, 2018", (SIFMA, 2018).

<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2018/11/SIFMA-Insights-Capital-Formation-Primer-FINAL.pdf>

David F. Larcker, Brian Tayan, and Edward Watts, "Cashing It InPrivate-Company Exchanges and Employee Stock Sales Prior to IPO", Stanford Closer LOOK series 1, September 12, 2018. (Stanford, 2018).

Jose M. Mendoza, Erik P.M. Vermeulen, "The "New" Venture Capital Cycle (part I), The Importance of Private Secondary Market Liquidity", Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 1/2011, (Lex Research, 2011).

Rena S. Miller, and Gary Shorter, "U.S. Initial Public Stock Offerings and the JOBS Act", CRS report, September 27, 2012, (Congressional Research Service, 2012).

Steven T. Munchin, and Crag S. Phillips, "A Financial System, That Creates Economic Opportunities—Capital Markets Report to President Donald J. Trump", (U.S. Department of the Treasury, 2017).

Alan R. Palmiter, "Securities Regulation, seventh Edition", (Wolters Kluwer, 2017)

Mary L. Schapiro, "April 6, 2011, Letter From SEC Chairman Mary L. Schapiro to The Honorable Darrell E. Issa, Chairman, U.S. House Committee on Oversight and Government Reform", (SEC, 2011).

<https://www.sec.gov/news/press/schapiro-issa-letter-040611.pdf>

The Staff of the Office of the Chief Accountant of SEC, "Study and Recommendations on Section 404(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 For Issuers With Public Float Between \$75 and \$250 Million", (SEC, 2011).

The Staff of SEC, "Report to the Commission Regulation Crowdfunding, June 18, 2019", (SEC, 2019).

https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019_0.pdf

SEC, Alternative Trading System ("ATS") List ", January 2020, (SEC, 2020).

<https://www.sec.gov/foia/docs/atlist.htm>

SEC, “Fast Answers, Penny Stock Rules”

<https://www.sec.gov/fast-answers/answerspennyhtm.html>

SEC, “Form ATS-N Filings and Information” Modified: June 2, 2020, (SEC, 2020).

<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/form-ats-n-filings.htm>

SEC Investor Publications, “Rule 144: Selling Restricted and Control securities”, Jan. 16, 2013, (SEC, 2013).

<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsrule144htm.html>

SEC, “Public Companies”, Investor. gov..

<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/how-stock-markets-work/public-companies> Press Release

SEC, “Regulation D Offerings, Rule 506 of Regulation D”, Fast Answers

<https://www.sec.gov/fast-answers/answers-rule506htm.html>

SEC, “Responses to Frequently Asked Questions about a Broker-Dealer's Duties When Relying on the Securities Act Section 4(a)(4) Exemption to Execute Customer Orders”, October 9, 2014.

<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/faq-broker-dealer-duty-section4.htm>

SEC “Rule 504 of Regulation D: A Small Entity Compliance Guide for Issuers”, January 20, 2017.

<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/rule504-issuer-small-entity-compliance.html>

SEC, “SEC Adopts New Rule to Allow All Issuers to ‘Test-the-Waters’ ”, FOR IMMEDIATE RELEASE. Sept. 26, 2019”, (SEC, 2019).

<https://www.sec.gov/news/press-release/2019-188>

SEC, “Recently Enacted Transportation Law Includes a Number of Changes to the Federal Securities Laws, Dec. 10”, SEC Announcement (SEC, 2015).

<https://www.sec.gov/corpfin/announcement/cf-announcement---fast-act.html>

SEC, “SEC Adopts Amendments to Reduce Unnecessary Burdens on Smaller Issuers by More Appropriately Tailoring the Accelerated and Large Accelerated Filer Definitions”, FOR IMMEDIATE RELEASE, March 12, 2020”, (SEC, 2020).

<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-58>

SEC, “SEC's Division of Corporation Finance Expands Popular JOBS Act Benefit to All Companies”, FOR IMMEDIATE RELEASE, June 29, 2017.

<https://www.sec.gov/news/press-release/2017-121>

SEC, “SEC Proposes to Update Accredited Investor Definition to Increase Access to Investments”, FOR IMMEDIATE RELEASE 2019-265, (SEC, 2019).

<https://www.sec.gov/news/press-release/2019-265>

SIFMA, “U.S. Capital Markets Deck, September 2018”, (SIFMA, 2018).

<https://www.sifma.org › resources › research › us-capital-markets-deck-2018>

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Fiom LLP and Affiliates, “New Capital Formation Changes and Reduced Disclosure Burdens Enacted As Part of ‘FAST Act’”, Capital Markets Alert, Dec. 8, 2015, (Skadden, 2015).

<https://www.skadden.com//media/files/publications/2015/12/newcapitalformationchangesandredceddisclosureburd.pdf>

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flam LLP and Affiliates, “The JOBS Act 3.0: Regulatory Reforms Pass House of Representatives”, Dec. 8, 2015, (Skedded, 2018).

<https://www.skadden.com//media/files/publications/2018/07/thejobsact30regulatoryreformspasshouseofrepresenta.pdf>

The staff of the U. S. SEC, “Report to the Commission, Regulation Crowdfunding, June 18, 2019”, (SEC, 2019).

Eva Su, “Capital Markets, Securities Offerings, and Related Policy Issues, updated July 26, 2018“, Congress Research Report, (Congressional Research Service, 2018).

Eva Su, and Gary Shorter “JOBS and Investor Confidence Act (House-Amended S.488) : Capital Markets Provisions, update September 7, 2018“, Congress Research Report, (Congressional Research Service, 2018).

The IPO Task Force, “Rebuilding the IPO On-Ramp Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth, (October 20, 2011)”.

https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf

United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, “Legislative Proposals on Capital Formation and Corporate Governance”, Full Committee Hearing, February 28, 2019, (United States Senate, 2019).

<https://www.banking.senate.gov/newsroom/minority/brown-opening-statement-at-banking-committee-hearing-on-capital-formation-and-corporate-governance>

The White house, “Startup America”, (The White house, 2011).

<https://obamawhitehouse.archives.gov/economy/business/startup-america>

The White House, Office of the Press Secretary, “Remarks by the President at JOBS Act Bill Signing”, For Immediate Release April 5, 2012, (The white house, 2012).

<https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>.

Will Kenton, “Third Market- Definition”, Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/t/thirdmarket.asp>

太田珠美 「日米株式市場の相違点」『大和総研レポート』（大和総研、2014）。

岡田功太、下山貴史 「米国の IPO 活性化及びスタートアップへの投資促進に係る政策－JOBS Act 3.0 を中心に－」『野村資本市場クォーターリー：2019 年夏号』（野村資本市場研究所、2019）。

折原正訓、磯部昌吾「上場企業と非上場企業の資本構成－法人企業統計を活用した分析－」（財務総合政策研究所、2014）。

神作裕之、大崎貞和、小野傑、湯山智「官学フォーラム：イノベーションとファイナンスイノベーションとベンチャーファイナンスの現状と課題～年金基金等の機関投資家参入、規模拡大、非上場株式市場のビジネスモデル多様化などが望まれる～第5回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」報告」『月刊資本市場 2019 年 10 月号』（公益財団法人資本市場研究会、2019）。

神田 秀樹、山下友信『金商法概説 第2版』（有斐閣、2017）。

金融庁総務企画局「届出前勧誘に該当しない行為の明確化、平成 25 年 10 月 25 日」事務局説明資料(金融庁、2009)。

金融庁総務企画局「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）、平成 28 年 8 月」（金融庁、2016）。

金融法委員会「金融商品取引法の開示規制上の『勧誘』の解釈を巡る現状と課題」(金融法委員会、2010 年)。

黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、2004)。

黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣、2016)。

後藤潤一郎「変貌する米国上場市場におけるマーケットの自浄作用」、JPX ワーキングペーパー(2020 年 1 月 30 日)、((株)日本取引所グループ、2020)。

斎藤芳充、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』(野村資本市場研究所、2018)。

佐賀卓雄「アメリカ株式市場における公募・私募の曖昧化について」『証券経済研究第 108 号、2019 年 12 月』(公益財団法人証券経済研究所、2019)。

清水葉子「米国のダークプールとその規制について」『証券経済研究 第 69 号 2010 年 3 月』(公益財団法人証券経済研究所、2010)。

神宮健「中国の創業板市場について」『季刊中国資本市場研究、2019 Autumn』Chinese Capital Markets Research (野村財団、2009) p.65。

鈴木良隆「日本における株式会社制度の導入と「信用」の根拠—結社の原理を巡って—」(研究年報 経済学、2017)。

武田洋子、藤原文也「米国における IPO 市場の特徴について」(日本銀行、1999 年)。

中村聡、公益財団法人日本証券経済研究所 金商法研究会(2012 年 11 月 12 日開催)報告「米国 JOBS Act による証券規制の変革」『金商法研究会研究記録第 40 号』(日本証券経済研究所、2012)。

日本証券業協会 「株主コミュニティの売買金額が 20 億円を突破しました」2019 年 11 月 27 日報道発表資料。

https://www.jsda.or.jp/about/houdou/2019/20191127_kabucommunity_ruikeibaibai.pdf

公益財団法人日本証券経済研究所『図説アジアの証券市場 2016 年版』(日本経済研究所、2016)

公益財団法人日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場 2019 年版』(日本証券経済研究所、2020)。

公益財団法人日本証券経済研究所『図説日本の証券市場 2018』(日本証券経済研究所、2019)。

PwC Japan「日本におけるプライベート・エクイティ・マーケットの動向と日本企業への活用に関する提言 2018-03-30」(PwC Japan、2018)。

<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/private-equity.html>

二上季代司「取引所外取引の様々な形態について」『証研レポート 1706 号』(日本証券経済研究所、2018)。

淵田康之「リスクマネーの供給と消費者保護」『野村資本クォーターリー2013 秋号』(野村資本市場研究所、2013)。

細野薫、滝沢美帆「未上場企業による IPO の動機と上場後の企業パフォーマンス」『RIETI Discussion Paper Series』(経済産業研究所、2015)。

前田庸『会社法入門 第 13 版』(有斐閣、2018)。

松尾順介「株式投資型クラウド・ファンディングの世界的拡大と規制の関与」(公共政策研究、2015)。

満井美江「米国の証券私募制度における適格投資家の見直し」『比較法制研究第 39 号』(国土館大学、2016)。

三菱 UFJ グループ「【全 22 社一挙掲載】2019 年に IPO を果たした海外ユニコーン企業の顔ぶれ(前編)」 「同(後編)」 MUFG Innovation Hub (三菱 UFJ グループ、2019)。

<https://innovation.mufg.jp/detail/id=364> <https://innovation.mufg.jp/detail/id=365>

山本雅道『アメリカ証券取引法入門 第 2 版』(第一法規、2019)。

若園智明「米国における資本形成の変遷： 公募市場と私募市場」『証券経済研究第 107 号、2019 年 9 月』(公益財団法人証券経済研究所、2019)。