

RIETI Policy Discussion Paper

JOB Acts による米国の株式資本市場改革と 周回遅れの日本（概要）

2020年9月

経済産業研究所

コンサルティング・フェロー

田所 創

○資本市場 (capital market) とは、

- ・株式及び、社債、長期貸付金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。直接金融市場と同義。

○株式市場 (stock market) 又は株式資本次章 (equity market) とは、

- ・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本(equity)を企業が、投資家から直接調達する場をいう。狭義の資本市場。「株式市場」というと日本では証券取引所のイメージが強いので、本稿では「株式資本市場」を用いる。

<機能別分類>

- ・プライマリー・マーケット (発行市場): 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市場。
- ・セカンダリー・マーケット (流通市場): 株式が投資家相互で転売され、価格形成・流通する市場。

⇒双方が機能しないと双方とも発展しない。

<制度別分類と規制>

- ・パブリック・マーケット: 上場株式が取引される証券取引所、店頭登録市場・店頭市場等。
- ・プライベート・マーケット: 未上場株式が取引される店頭登録市場、店頭市場・店頭取引等。

「店頭取引」とは証券会社と顧客との相対での取引をいい、「店頭市場」とは一定の証券会社の連携による店頭取引をいう。

「店頭登録市場」とは、本稿では、運営者の下、一つの市場システムが用いられるなど組織化された店頭市場をいう。

⇒プライベート・マーケットは、企業の育成・成長、パブリック・マーケットは、巨大企業への成長加速と投資家の資産形成に寄与する。それぞれのパフォーマンスが、もう一方のパフォーマンスに影響する。

1. 米国では、2012年から資本市場の改革が進められている。米国資本市場は、世界最高水準のマーケットとされているが、なお、このように改革を続けているのはなぜだろうか？

○JOBS Acts (本稿では、以下の一連の法令制定・改正等の動きを「JOBS Acts」と呼ぶ。)

2012年 JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act)

2015年 JOBS Act 2.0(the Fixing America's Surface Transportation Act)

2017年 JOBS Act 3.0 (JOBS and Investor Confidence Act of 2018)(廃案)

2017年～JOBS Act 3.0の提案内容をSECが選択的に実施(Test the waters (IPOの前後の投資家の需要調査)をすべての企業で解禁、内部統制報告書の外部監査の免除対象企業を拡大、適格投資家の範囲を拡大(検討中)等)

2019年春 JOBS Act 3.0の再提案の動き

○世界最大最高のマーケット

- ・米国の資本市場は、現状で、世界で最大の規模の、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。

○時価総額の拡大(表1)

- ・米国の上場企業の時価総額合計は、1996年の8兆4,805億ドルから2018年の30兆4,360億ドルと、3.6倍に拡大(日本は3兆197億ドルから5兆2,968億ドルと1.8倍に拡大)。
- ・米国の上場会社1社当たりの時価総額は、1996年の10.5億ドルから2018年の69.2億ドル(6,919億円)と、6.6倍に拡大(日本は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)。
(1ドル=110円換算。以下、同じ。)(上場企業1社当たりの時価総額で米国は日本の4.3倍)

2. 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(エクイティ)を調達する手段として、十分に機能しているのか？

○米国では、株式資本市場を、スタートアップから中堅・中小企業・大企業までが、資本調達、資本形成・成長の手段として活用。

・米国では、未上場の中小企業・中堅企業、スタートアップが資本(エクイティ)を、プライベート・マーケットで公募(ミニIPO)、私募により調達する。

<資金の用途>

資本→ 新技術・新商品開発、新規投資、市場開拓、財務改善

銀行ローン→ 運転資金、安定収益が見込まれる固定資産の購入等

・JOBS Actsの改革で、米国のプライベート・マーケットは、IT技術の活用等の下でさらに拡充(クラウドファンディング・ファンディングの創設、未上場株式マーケットプレイスの伸長など)。

○本稿の結論の一部を先出しすると、日本では、上場前の株式資本市場(プライベート・マーケット)については、機能するどころか、一部を除きほとんど存在しない。

⇒日本の未上場中堅・中小企業は、ベンチャー・ファンドから投資を受けられる一部のスタートアップを除いて、プライベート・マーケットで資本を調達することが非常に困難となっている。

○ プライベート・マーケットで資本調達できない日本の中堅・中小企業は、エクイティ・ファイナンスにより資本を調達して、リスクの高い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おかれているのではないか。

- ・ 日本の未上場の中堅・中小企業では、ベンチャー・ファンドから投資を受けられる一部のスタートアップを除き、未上場企業がプライベート・マーケットで資本(エクイティ)を調達できずに、専ら、銀行ローンによる資金調達を行っている。
 - ・ このため、日本の中堅・中小企業では、償還確実性を前提とするデッドファイナンスに基づいた低リスク・低リターンの投資が常態化している。経営者は、調達した直後から返済が始まる銀行ローンによる資金調達と、それに縛られた慎重な投資判断に慣れている。
- ⇒ 日本の中堅・中小企業の経営者は、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。
- ⇒ 日本の資本主義では、中堅・中小企業が、「株式会社」のメリットを生かせていないのではないか？

○(後述するが、)米国では、資本市場が企業の資本形成のために効果的に機能することで、企業の投資とイノベーションと成長が進み、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広く認識されている。

- 本稿では、以上の問題意識の下、中堅・中小企業、スタートアップと株式資本市場を対象として、JOBS Acts による米国資本市場改革の項目に焦点を当てて、
- 米国と日本の 1) 株式資本市場の実態及び構造と、2) これらに関連する証券法制の大枠を比較対照することによって、
 - 日本の市場構造の特徴と、そのような構造が構築された要因となっている日本の証券法制上の問題点を把握する。

- 米国と日本の市場構造及び証券法制を比較するときは、下記の株式資本市場の**機能別・制度別分類**を念頭において評価する。

機能別分類：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)

制度別分類：パブリック・マーケット (上場株式市場) とプライベート・マーケット (未上場株式市場)

- 歴史的に日本の証券取引法(金融商品取引法の前身)は米国の証券取引法・取引所法を参考に制定されており、両者は概ね共通の枠組みを持つ。

本稿では、この共通の枠組みの中で両国で大きく異なり、日本の市場構造に強く影響を与えているところ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。

- 併せて、米国市場と日本市場それぞれの現状と課題、及び証券法制の概要を、JOBS Acts の改革項目に絞り、両国を比較することで、効率的、効果的に理解する。

○株式資本市場 (stock market or equity market)とは(再掲)、

- ・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本(equity)を企業が、投資家から直接調達する場をいう。狭義の資本市場である。

<機能別分類>

- ・プライマリー・マーケット (発行市場): 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市場。
 - ・セカンダリー・マーケット (流通市場): 株式が投資家相互で転売され、価格が形成され流通する市場。
- ⇒双方が機能しないと双方とも発展しない。

○株式会社とは、

- ・リスクの高い事業を始める事業家が、有限責任のもと、返還不要の資金(資本 (equity))を、転売・換金可能な証券を発行して、多数の投資家から集め(@プライマリー・マーケット)、これを投資して、利潤から配当を支払う仕組みである。
- ・株式会社のメリットは、有限責任、返済不要の資本という資金の性格に加えて、これが株式として流通して(@セカンダリー・マーケット)市場性のある投資対象となることにある。

⇒株式会社においては、事業リスクを多数の投資家に分散することができるので、魅力のある事業には、多くの投資家が株式を購入し、多額の資本が集まり、経営者は、経営責任のみを負って、この資本を用いてリスクのある事業に大胆に投資することができる(所有と経営の分離)。

⇒十分に機能する株式資本市場(プライマリー及びセカンダリー)があってこそ、株式会社という仕組みが生きる。

株式資本市場の分類と規制①

<市場の制度別分類と規制>

○パブリック・マーケット： 上場株式を取引する証券取引所、店頭登録市場、店頭市場等

- ・「店頭取引」とは証券会社と顧客との相対での取引、「店頭市場」とは証券会社間の連携の下での一定の範囲の店頭取引をいう。本稿では、特定の市場運営者の下、一つの市場システムが用いられるなど、ある程度組織化された店頭市場を「店頭登録市場」と呼ぶ。

⇐ 株式公募に対する厳格な開示義務

- ・ **株式の募集** (offering) 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(転売)するために、その株式を購入することを投資家に勧誘 (solicit) することをいう。
- ・ 募集は、概念的には、1)発行会社が株式を発行・販売するとき、又は2)株主が株式を転売するときの購入者の勧誘であって、一般又は多数の者を勧誘する **株式の公募**(public offering： PO) *1 と、特定の者又は一定の少数の者を勧誘する **株式の私募**(private offering, or private placement) に分かれる。

1)発行会社が株式の公募を行うときは、発行会社に米国証券取引法第5条(日本では金融商品取引法第4条)の**厳格な開示義務***1が課せられる。株式の公募をする企業は、開示義務の履行に多額のコストを要するため、通常、公募するとともに証券取引所に上場する。

2)株主が株式を転売するとき*2は、厳格な開示義務を課す又は課さない取引の範囲を限定し、厳格な開示義務を課す転売のなかで、一定の条件で厳格な開示義務を免除する公募又は私募を設ける。

*1 転売のための公募を区別して public resale と呼ぶことがある。日本の金商法では厳格な開示義務が課される転売の公募のことを「売出し」という。

*2 米国では株式の登録届け出書の提出 (filling of a registration statement)、日本では有価証券届出書による株式の募集又は売出しの届出という形式をとる。

株式資本市場の分類と規制②

○プライベート・マーケット：未上場株式を取引する店頭登録市場、店頭市場、店頭取引等。

← **厳格な開示義務の減免**：厳格な開示義務が課されない株式の募集(発行会社又は株主による公募又は私募)の範囲は、以下のとおり。この範囲で未上場株式が活発に取引されて、プライベート・マーケットが形成される。

- ・発行会社による－少額の株式の公募(**小規模公募**)
 - －特定の投資家*1又は少数の投資家への勧誘(**私募**)。

*1 特定の者

米国：適格投資家

日本：適格機関投資家

少数の者

米国：洗練された投資家35名以下

日本：一般の投資家50名未満

- ・株主による株式の転売については、
 - －厳格な開示義務が課される株式の転売以外の転売

米国では、発行会社・そのディーラー及び引受け業者(アンダーライター)が関係する取引以外の取引には厳格な開示義務が課せられない。(証券取引法第4条(a)(1))

日本では、転売のための株式の公募には金商法第4条第1項で、原則として厳格な開示義務が課せられ(売出し)、金商法第2条第4項の政令でこの例外取引を列挙する。

- －原則な開示義務が課される株式の転売に該当する場合及び私募で購入した株式の転売であって、一定の条件の下で、厳格な開示義務を免除された公募又は私募*2(本稿では、**私募転売**と呼ぶ)。

<市場参加者と規制>

○証券取引所：登録制(米国)、免許制(日本)

○ATS(米国)：証券会社の登録、PTS(日本)：証券会社の登録及びPTSの認可

○証券会社：ブローカー・ディーラーの登録(米国)、第1種金融商品取引業の登録(日本)。

財務的基盤等の登録要件、勧誘方法等の行為規制、自主規制機関加入義務等が課せられる。

*2：日本の金商法では発行会社による私募に限定して「私募」という(金商法第2条第3項)。売出し(厳格な開示義務が課せられる)の範囲における転売の私募は「私売出し」と呼ばれる(金商法等の法令上の言葉ではない)。

○世界最大最高の資本市場を擁する米国では、

- * ⇒企業が資本市場から資本(equity)を調達して、収益性の高い事業を展開。
⇒企業が資本形成と高収益を実現すると、これが株式金融資産の価値を拡大。
⇒株式市場に投資家を呼び込み、株式投資が進む。⇒*
- という好循環が存在する。

○株式による金融資産の蓄積：米国では日本と比べて金融資産に占める株式の割合が高い。

- ・金融資産全体では、米国の243兆8,663億ドル(2京6,825兆2,930億円)は日本の8,604兆4,236億円の3.1倍。うち、株式は42兆ドル(4,726兆円)(17.6%)と日本の1,069兆円(12.4%)の4.4倍。
- ・個人金融資産では、米国の84兆ドル(9,282兆円)は日本の1,854兆円の5.0倍。うち、株式は15.5兆ドル(1,715兆)(18.5%)と日本の196兆円(10.6%)の8.7倍。

○米国企業の収益力の高さと株価への反映。

- ・企業のROEでは米国は18.4と日本の9.4の2.0倍、PERでは米国は19.9と日本の11.0の1.7倍。

○ユニコーンの社数は世界全体で310社(2020年1月時点)、その半数が米国企業。

- 1位 米国:151社(48.7%) 2位 中国:82社(26.5%) 3位 インド:13社(4.1%)
4位 イギリス・韓国:6社 5位 インドネシア:4社
日本は、1社(プリファード・ネットワークスのみ)。

○2019年1-9月にIPOを果たしたユニコーンのうちIPO評価額90億ドル(約1兆円超)は5社、すべて米国企業。

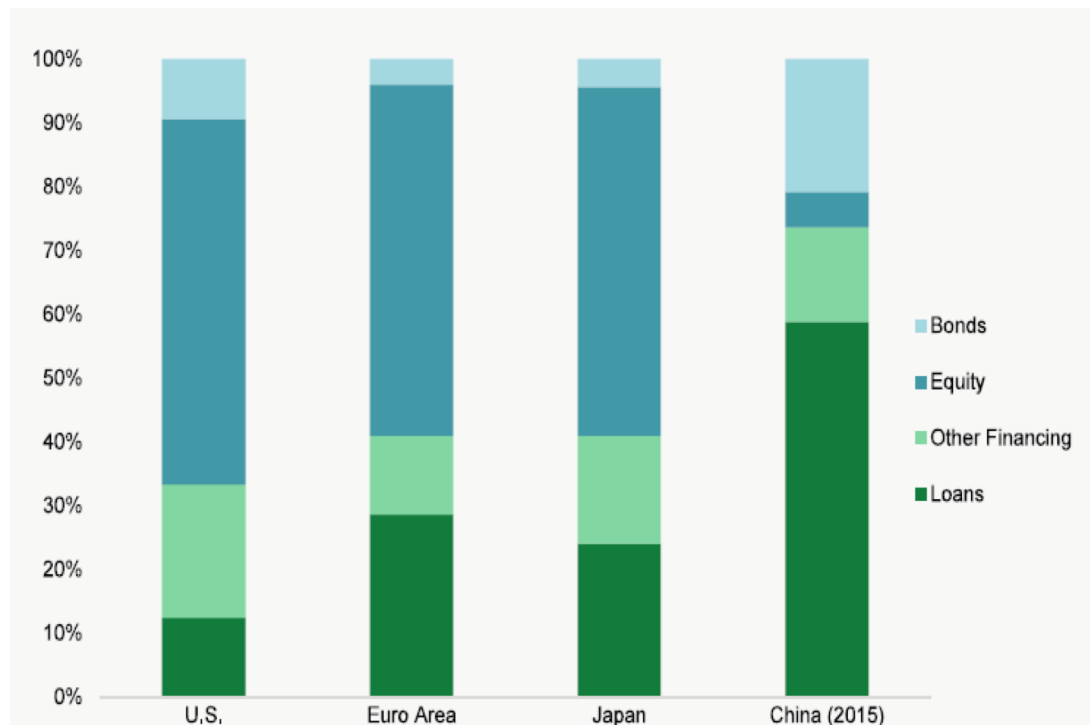
Uber (824億ドル、業態：ライドシェア) Lyft (240億ドル、ライドシェア) Slack (157億ドル、社内ITCツール)
Pinterest(100億ドル、画像検索) Zoom(92億ドル、ビデオ会議)

○米国では、歴史的に、資本市場の見直しを継続している。

○資本市場が、企業の長期資金の調達の間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広く認識されている。この資本市場のパフォーマンスの高さが、他国と比べた米国の優位性であることを、議会、政府、企業など関係者が理解している。

⇒米国では国際競争力上の課題が生じると資本市場を改革する。よって、歴史的に弛まず資本市場の改革が行われる。(問題意識その1の回答)

非金融民間企業の資金調達手段の各国比較(2017)



- ・左記のSIFMA(Securities Industry and Financial Markets Association)作成のグラフでは、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。
- ・SECのレポートでも、左図を用いて、米国の企業は、資本市場によって、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。

米国の資本市場改革: JOBS Actsによる改革の狙い

○米国の歴史上、中小企業向け資本市場改革は過去二回。JOBS Actsは三回目。

第1回目 1970年代後半

- ・小規模公募の限度額を引き上げ。
- ・私募に関するレギュレーションDを制定し、適格投資家制度を導入。
- ・私募で購入した証券を開示義務免除のまま一般投資家に転売するルール144を制定。

第2回目 1990年代前半

- ・小規模な企業の開示書類を簡素化。
- ・VCファンド等の投資会社法の登録義務を緩和。

1990年 私募で購入した株式を開示義務免除のまま適格機関購入者に転売するルール144Aを制定。

1996年 州法の適用がない証券を法定

2008年 ルール144を緩和。一般の投資家へ転売するときの販売額の制限を会社の主な関係者等以外の株主については撤廃。

第3回目 2012年～ JOBS Actsによる改革

- ・資本市場における企業の成長段階に応じた資本(エクイティ)の調達機能を高め、企業が資本市場を資本形成(Capital Formation)と成長の手段として十分に活用できるようにする。
- ⇒ 株式資本市場の市場構造に係る項目について全般的に改革する。

○新興成長企業のIPOの促進と、企業の成長段階に応じた資本形成の促進を狙いとする。

2012年 Jumpstart Our Business Startups Act(JOBS Act)(本稿でJOBS Act 1.0と呼ぶ)

- 1) 上場前後の規制を減免し、総収入10億ドル(1,100億円)未満の新興成長企業(EGC: Emerging Growth Companies)の上場を促進(内部統制関連義務をIPO後5年間免除、SECの非公開審査の導入、テスト・ザ・ウォーターズ(IPO前の需要調査)の解禁)。
- 2) 小規模公募の範囲を拡大(500万ドル→5000万ドル)(ミニIPO)。
- 3) 私募や私募転売における一般的勧誘・一般的広告の解禁によるインターネットの活用を促進。
- 4) 私募を行うオンライン・トレーディング・プラットフォームのブローカー・ディーラの登録を免除。
- 5) クラウド・ファンディングを創設。

2015年 The Fixing America's Surface Transportation Act(FAST Act(JOBS Act 2.0))

- 1) コンフィデンシャル・レビュー(非公開IPO審査)の期間を拡大。
- 2) 私募で購入した株式の転売を認める証券法第4条(a)(1と1/2)という判例法を一部条文化する同条(a)(7)を制定。

2018年～ JOBS and Investor Confidence Act of 2018(JOBS Act 3.0)→廃案 (SECが一部選択的に実施)

- ・ 資本市場の規制を伝統的な“one size fits all” approach から方向転換し、多様な資本市場をそれぞれ異なる大きさの企業の異なる資金ニーズに調整し(scale)、仕立てあげる(tailor)。
- 1) 適格投資家の範囲を拡大(廃案後、SEC委員長が商店街の投資家(Main Street Investor)も含むように拡大することを表明)。
 - 2) 上場促進のため上場会社のコンプライアンス・コストを削減。
 - － EGC向けの内部統制関連の義務の免除期間を延長する(IPO後5年を10年に)。廃案後、SECが対象企業の拡大を実施。
 - － SECの非公開審査とテスト・ザ・ウォーターをEGCのみならず全ての企業に導入。
 - 3) 中小規模の未上場会社を対象にM&Aの仲介等を行う場合は、証券業の登録義務を免除。
 - 4) VCファンド運営者の投資顧問業の登録免除の要件である適格投資の範囲にファンドから中小企業向けのセカンダリー投資を加えて、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。

米国と日本の株式資本市場の比較①—市場規模

- ・資金循環表で株式残高の内訳をみると、上場株式の株式資産残高(国内保有)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。
- ・米国の未上場企業は610万社、上場企業は4,397社、日本ではそれぞれ、219万社、3,652社である。米国は、日本と比べて未上場企業数で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、未上場企業の数も少ない。
- ・証券会社や登録外務員数は、米国では3,607社、63万人となっており、日本の266社、7.6万人よりも桁違いに多い。

	米国			日本		米国／日本
	企業数	株式資産額 時価総額)	円換算 (1ドル=110円)	企業数	株式資産額 時価総額)	
株式資産	—	42兆9,710億ドル	4,726兆8,100億円	—	1,069兆3,962億円	4.4倍
株式会社数	6,098,572社			2,191,534社		2.8倍
上場企業	4,397社	30兆4,559億ドル	3,350兆1,490億円	3,652社	439兆5,939億円	社数1.2倍 資産額7.6倍
上場企業数＋未上場企業 の店頭市場銘柄数	11,720社			3,807社		3.1倍
未上場会社	6,094,175社	4兆5,186億ドル	497兆460億円	2,187,882社	418兆420億円	社数2.8倍 資産額1.2倍
証券会社	3,607社 (FNRA会員)			266社 日証協会員証券会社)		13.6倍
登録外務員	629,874人			76,480人		8.2倍

米国と日本の株式資本市場の比較②—資本の調達額

- ・米国企業の資本(equity)の調達額は、2018年では、公募(証券取引所等のパブリック・マーケットからの調達)により2,212億ドル(24兆3,364億円)、私募(プライベート・マーケットからの調達)により123億ドル(1兆3,490億円)に達する。
- ・日本の上場企業の資本の調達額は、公募5,862億円、第三者割当て3,356億円、合計で9,218億円となる。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。
- ・米国の株式の公募の件数は、1,004件であり、1件当たりの資本の調達額は2.2億ドル(242億円)、日本の公募は155件(第三者割当ては308件)、1件当たりの調達額は、公募38億円(第三者割当て11億円)であり、米国の一件当たりの公募額は、日本の公募額の6.4倍となる。
- ・米国は、私募だけで日本の上場企業の公募及び第三者割当ての合計より大きい額を調達している。

米国	公募+私募 合計	公募 調達額計	私募 (Private placement)
2018年	2,335億ドル	2,212億ドル	123億ドル
1ドル=110円	25兆6854億円	24兆3364億円	1兆3490億円
	1,046件	1,004件	42件
1件当たり	2.23億ドル	2.20億ドル	2.92億ドル
	246億円	242億円	321億円

日本	公募+第三者割当 合計	公募計	第三者割当	私募
2018年	9,218億円	5,862億円	3,356億円	データ不明
	463件	155件	308件	
1件当たり	20億円	38億円	11億円	

米国と日本の株式資本市場の比較③—パブリック・マーケット

- ・米国では、上場株式の売買高(株数)のうちの60%が13ある証券取引所で行われ、この半分近くがNYSE(12.8%)とNASDAQ(16.0%)の二つで取り扱われている。40%ある上場株の取引所外取引(店頭市場)も、NYSE取引所外(11.6%)とNASDAQ取引所外(23.8%)が中心である。
- ・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。プライベート・マーケットの取引実態が乏しいことに加え、パブリック・マーケットの上場株式の取引のうち85.1%が4つの証券取引所、85.0%が東京証券取引所で行われている。残りの14.9%の証券取引所外の取引もほぼ東京証券取引所に関連する取引と言われている。

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	100.0%
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 386.5億株	85.1%
NYSE	6.7億株	12.80%	東京証券取引所	640兆2,755億円 386.1億株	85.0%
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	21.0億株	40.00%	取引所外取引	112兆円	14.9%
		件数 調達額 2017年)			件数 調達額 2017年)
公募	SFMA	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。)		

- ・米国では未上場株式の店頭市場(OTC株式市場)が発展している。市場運営者により組織化された店頭市場である店頭登録市場のOTC Marketsでは、OTC LinkというATSのもと、米国企業3,931銘柄を取扱う。
- ・OTC Marketsを除く州際の店頭市場のグレー・マーケットでは2,763銘柄が取り扱われている。
- ・各州のローカル・ストック・マーケットでは、データは見当たらない。関連のSECのデータでは、レギュレーションDの私募を2009年から2017年までに行った企業の実数は83,802社に上る。
- ・日本では、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19銘柄、クラウド・ファンディングが累計97件、調達額が31億円と小規模である。その他、M&AとVCファンドからの投資を除きデータは見当たらず、未上場株式の取引の実態は乏しいと言われる。

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
未上場株式の州際のOTC市場	5,694銘柄	①			株主コミュニティ銘柄 19銘柄	
うち OTC markets (2020年2月銘柄数)	3,931銘柄	②				
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	SFMA	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		

米国の株式資本市場：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

○パブリックマーケット(上場株式)(4,397社)

- ・13の証券取引所(NYSE、NASDAQなど)

NMS 全米証券取引所連携システム

UTP 未上場上場株式取引特権

13の証券取引所がネットワークで
一体化されて取引

- ・上場株式店頭市場(OTC)

第2市場(証券取引所会員証券会社)

第3市場(非会員会社)

ATS(Alternative Trading System)

**オンライン・トレーディング・
プラットフォーム**

○プライベートマーケット(未上場株式)

- ・OTC株式市場(州際未上場株式店頭市場)(5,694銘柄)

店頭登録市場(OCT Markets- OTC・LINK(ATS) 他)

OCT Markets (OTCQX,OTCQB,PINK市場)

グレー・マーケット(州際店頭市場)

**未上場株式マーケットプレイス
(主要4社で200~300銘柄)**

- ・ローカル・ストック・マーケット **クラウドファンディング(591社)**

(各州ごとの店頭市場)(83,802社(参考値：レギュレーションD実施企業(2009年—2017年))

- ・PINK市場以下で、1株5ドル未満のペニーストックの取引も盛ん。

**SEC
EDGAR**

電子情報収集分析検索
システム(Electric Data
Gathering, Analysis
and Retrieval))

**FINRA
OATS**

金融商品取引業規制機構
(Financial Industry
Regulatory Authority)
市場取引監視システム
(Order Audit Trail
system)

⇐ **VCファンド**
2018年1,402億ドル
(15兆4,220億円)

○2011年の調査結果に、米国のような多層的なプライベート・マーケットの整備や未上場株式マーケットプレイスの振興は、既に、中国、韓国、欧州(英国、オランダ)、インド、シンガポール、イスラエルなどの国々においても進められているとある。

日本の株式資本市場：プライベートマーケットが未発達な 東京証券取引所一極集中構造

○パブリックマーケット(上場株式) 3,652社

・証券取引所

東京証券取引所

名古屋証券取引所 福岡証券取引所 札幌証券取引所

(証券取引所の取引高の99.9%が東京市場)

市場第1部、第2部、

ジャスダック、マザーズ、TOKYO・PRO・Market

Arrowhead+自主監視

東京証券取引所株式売買システム

ネット証券

← **金融庁**

EDINET

金融庁電子開示システム
(Electronic Disclosure for
Investors' Network)

SESC

証券取引等監視委員会

・上場株式店頭市場(取引所外取引) **PTS(2)**

○プライベートマーケット(未上場株式)

・株主コミュニティ(19銘柄)

・クラウドファンディング(累計91銘柄)

VCファンド

2018年 4,254億円

- ・未上場株の取引は、小規模な株式コミュニティ及びクラウドファンディングや、M&A仲介、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。(VCファンドは、米国は日本の36倍(2018年、15兆4,220億円/4,254億円))
- ・このように、日本では株式のプライベート・マーケットは一部の小規模な制度を除きほとんど存在せず、未上場株式の取引の実態は乏しいと言われている。

米国企業の成長段階に応じた資本形成

第3章

GLOBAL
MAJOR

プライベート・マーケットとパブリック・マーケットの両方が発展した米国では、

- ① 機関投資家、富裕層から一般の投資家までプライマリーの未上場株式に投資する。
- ② 中堅・中小企業・スタートアップの未上場株式が、セカンダリーマーケットで投資家間で流通する(よって、投資家は①のプライマリーの投資もできる)。
- ③ スタートアップがIPOの前にプライベート・マーケットで資本を調達し、十分に成長・資本形成することで、多くのユニコーンが生まれる。
- ④ 十分に成長した後にIPO→上場市場で巨額の資金調達→グローバルに急成長する。
- ⑤ 以上の結果、証券取引所の株価上昇・時価総額が拡大。さらに、株式市場に投資家を呼びこみ、市場のパフォーマンスが向上(世界最大最高の資本市場)
⇒ 未上場企業が個人の資産形成に寄与。

<パブリック・マーケット>

13証券取引所

NYSE、
NASDAQ他

第2市場
第3市場
(ATS)

<プライベート・マーケット>

<プライマリー・マーケット>

- ・プライベート・ストック・オフリング(PSO)
- ーレギュレーションAの小規模公募
(ミニIPO)(5千万ドル以下)
- ーレギュレーションD506の私募(金額無制限)
- ーレギュレーションD506の小規模公募
(500万ドル以下)
- ークラウドファンディング(107万ドル以下)

<セカンダリー・マーケット>

- ・私募転売(PSR)
- ールール144、ールール144A
- ー証券取引法第4条(a)(1・1/2)
- ー同条(a)(7)

オンライン・トレーディング・プラットフォーム

未上場株式
マーケットプレイス

IPO*

Unicorns

【Post IPO 段階】

Private to
Private

店頭登録市場(OCT Markets)
OTC・LINK(ATS)
OTCQX、OTCQB、PINK

【グロース段階】

←グロースファンド
(PEファンド、ミューチュアルファンド)

*創業からIPOまでの期間
・IT系：5年～8年
・ハード系・バイオ系：10年から5年

ローカル・ストック

・マーケット(州内市場)

グレー・マーケット
(州際店頭取引市場)

クラウドファンディング

成功した企業の時価総額推移

【ミドル段階】

←銀行・社債

←ベンチャーファンド

【初期段階】

【創業時】・自己資金・Friends & Family Round(友人・家族からの資金)

プライベート・マーケットがほとんど発展していない日本では、

- ① 創業するときは、米国同様、自己資金と友人・家族から集めた資金で事業を開始。その後は、銀行からの融資で資金を調達する。
- ② 資本を調達する場合は極一部でクラウド・ファンディングを活用する。
- ③ スタートアップは、VCファンド等からの投資に頼ってIPOまでたどり着く。
- ④ 中堅・中小企業等は、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を行なっていると言われている。
- ⑤ 未上場株式は、ファンドの取引やM&A等を除き、取引の実態が乏しく、投資家間をほとんど流通していないため、投資対象となることは困難である。

<プライベート・マーケット>

○未上場株式の厳格な開示義務免除の下での取引の方法はあるが取引の実態、極小規模な株主コミュニティやクラウド・ファンディング以外は実態は乏しい。

- ・小規模公募(少額免除)：1億円未満
- ・私募で購入した株式の転売は私売出しで行う。公募するときは厳格な開示義務
- ・適格機関投資家：法人・個人 有価証券残高10億円以上

ベンチャーファンド⇒

クラウドファンディング

【ミドル段階】

【初期段階】

成功した企業の時価総額の推移(イメージ)

【創業時】・自己資金・Friends & Family Round(友人・家族からの資金)

← 銀行

スタートアップ・ベンチャー企業

【グロース段階】

IPO

株主コミュニティ

中堅・中小企業

← PEファンド

<パブリックマーケット>

投資家

証券会社

ネット証券

取引所外取引
(上場株式店頭市場)

PTS(2社)

東京証券取引所

第1部 第2部

JASDAQ

スタンダード・グロース、

マザーズ、

TOKYO PRO Market

名古屋証券取引所

福岡証券取引所

札幌証券取引所

米国と日本の証券法制の比較対照(概括①)

①未上場株式の取引の自由化の範囲

- ・株式の取引の規制の中心は、株式の公募(株式の購入を一般又は多数の投資家へ勧誘すること)*1に対して厳格な会社情報の開示義務(disclosure)が課されることにある。その例外として、
 - 1) **小規模公募**(少額の募集額の株式の公募)には、これが免除される。
 - 2) **株式の私募**(株式の購入を適格投資家など特定の投資家又は一定の少人数の投資家へ勧誘すること)については、厳格な開示義務が課せられない。
 - 3) 株主による**株式の転売**については、一定の範囲の転売の取引について開示義務が課せられ(転売規制)*2、この範囲であっても、私募をするとき、又は会社情報の提供など一定の条件の下で公募するときは、厳格な開示義務が免除される。
- ・**米国では**、厳格な開示義務を免除する範囲が広い上に、この免除された範囲でも簡易な開示義務等を課すなど未上場株式の市場制度を整備し、事後監視型の規制体系の下、未上場株式を企業の資本調達と投資家の資産形成に活用するため、その改革を続けている。
- ・**日本では**、以下のように、小規模公募の範囲が狭く、また、私募に該当する要件が厳しく、さらには、厳格な開示義務が課される株式の転売(転売規制)の範囲が広いため、未上場株式を開示義務の免除の下で取引することができる範囲(自由化の範囲)が狭い。このような事前防止型の規制体系の下、未上場株式の取引の実態が乏しい。

*1 厳格な開示義務は、株式を公募するときの発行開示義務と、その後の定期的な継続開示義務及び臨時開示義務から構成され、それぞれ詳細な報告書の作成負担が発行会社に課されるため、発行会社は、費用対効果を考え通常、最初の公募のときから株式を証券取引所へ上場する。

米国と日本の証券法制の比較対照(概括②～④)

②プライベート・ストック・オフリング(PSO)

- ・ 米国では、1)小規模公募(ミニIPO)及び 2)私募等のプライベート・ストック・オフリング(private stock offering：PSO)をセーフ・ハーバー・ルールにより整備している。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ための仕組みである。厳格な開示義務に代わり、簡易な会社情報の開示や投資家への提供等の義務が課せられて、投資家保護が図られ、未上場株式が投資対象となり、企業の資本調達の手段となる。
- ・ 日本では、小規模公募、私募それぞれ厳格な開示義務を免除するのみで、投資家保護等の市場の仕組みは整備されていない。

③私募転売(PSR)

- ・ 米国では、投資家が適格投資家私募、少人数私募等で購入した株式を、厳格な開示義務の免除のままで、簡易な開示等の下、適格投資家、適格機関購入者等や、さらには、発行会社の同意を得て、一般の投資家に販売する仕組み(本稿では私募転売(private placement stock resale：PSR)と呼ぶ)が整備されている。
- ・ 日本では、転売規制の対象となる転売（適格機関投資家私募、少人数私募等で購入した株式を含む）を、厳格な開示義務免除の下で、私募と同様の条件の私売り出しをするか、小規模な売出し(1億円未満)をすることになる。

④未上場株式の店頭市場

- ・ 米国では、証券会社の勧誘なき注文に基づく取引に対する開示義務の免除とセーフ・ハーバー・ルールの下、証券会社による未上場株式の店頭取引(over-the-counter：OTC)が盛んで、店頭市場が形成されている。また、証券会社がATSを用いて店頭登録市場を整備し(→⑤)、さらに、JOBS Actsの改革もあり、同じく証券会社等が運営する未上場株式マーケットプレイスが伸長し(→⑥)、クラウド・ファンディングも盛んになっている(→⑦)
- ・ 日本では、上記①～③に加え、日本証券業協会(日証協)の規則で、会員の証券会社が未上場株式の投資勧誘を原則として禁止されている。また、第1種金融商品取引業の登録基準として、最低資本金等(元引受幹事30億円、元引受5億円)が課されており、小規模な証券会社は元引受けを業務外とし、投資銀行としての機能を果たすことが困難となっている。これらのために、日本では、未上場株式の店頭市場が形成されない。

米国と日本の証券法制の比較対照(概括⑤～⑦)

⑤未上場株式の店頭登録市場

- ・米国では、マーケットメーカーに関するルールや、レギュレーションATSの下、ATSを活用して多くの証券会社が店頭登録市場を運営している。この中には、OTC Marketsなど未上場株式を取り扱うものがある。
- ・日本では、上記①～④に加え、PTSによる未上場株式の取引が、厳格な開示義務が課される売出しの範囲から除外されておらず、PTSを活用した未上場株式の店頭登録市場が整備されない。

⑥未上場株式マーケットプレイス

- ・米国では、JOBS Actsの改革もあって、オンライン・トレーディング・プラットフォームで、ルール144、ルール144A等に基づく私募転売や、レギュレーションAの小規模公募、さらには、レギュレーションDの私募等を行う未上場株式マーケットプレイスが伸長している。
- ・日本では、①～⑤の結果、厳しい規制の下、未上場株式の転売市場がほとんど存在せず、未上場株式マーケットプレイスは成立し得ない。

⑦クラウド・ファンディング(CF)

- ・クラウド・ファンディング(crowd funding: CF)では、投資家1人の投資上限額が、米国では、投資家の資産額に応じて1人当たり1年間で最大10.7万ドル(1,170万円)、日本では、投資家1人で1社当たり1年間に最大50万円まで(投資する件数に制限はない)となってる。
- ・米国では、CFで資本を調達して成長した未上場企業は、PSOで追加の資本を調達し、さらに成長し、投資家はCFで購入した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。
- ・日本では、上記①～⑥のため、プライベート・マーケットが未発達なので、CFを通じて資本を調達した未上場企業は、上場するまでは、CF以外に追加の資本を調達する手段が乏しく、また、投資家は、上場するまでは、CFで購入した未上場株式を転売することがほとんどできない。

①未上場株式の取引の自由化の範囲

- ・発行会社による株式の公募に対しては、原則、厳格な会社情報の開示義務(disclosure)が課せられる(発行開示義務)。例外として、募集総額の少ない 1)小規模公募には、この開示義務が免除される。また、2)私募には、この開示義務は課せられない。
- ・株主による株式の販売(転売)に対しては、投資家保護が必要な一定の範囲の取引について厳格な開示義務が課せられ(転売規制)、3)それ以外の転売には課せられない。
- ・さらに、4)この転売規制の範囲内の取引(public resale/売出し)であっても、私募(private resale/私売出し)をすれば、この開示義務の対象外となる。
- ・日本では、以下のように、小規模公募の範囲が狭く、私募に該当する要件が厳しく、転売規制の範囲が広いため、未上場株式を厳格な開示義務免除の下で取引できる範囲(自由化の範囲)が狭い。

発行会社による株式の募集においては、

株式の公募に厳格な開示義務が課されるなかで

- 1) **小規模公募**として、厳格な開示義務が免除される範囲は、米国では5,000万ドル以下(55億円以下)(ミニIPOと呼ばれる)、日本では1億円未満。
- 2) **私募の要件**は、米国では「購入者」を適格投資家又は35名以下の洗練された投資家に限定、日本では「勧誘の対象者」を適格機関投資家又は50名未満の一般の投資家に限定。

株主による株式の転売においては、

- 3) **株式の転売**については、米国では、発行会社、その依頼したディーラー及びアンダーライターが関係する取引以外には開示義務が課せられない。日本では、原則、開示義務があり、その例外を政令で列挙している。結果、転売規制の範囲が広い。
- 4) **私募転売**(本稿では、転売規制の範囲の取引(私募で購入した株式の転売を含む。厳格な開示義務免除の下で公募又は私募で行うことをいう)として、米国では、私募に加え、発行会社の同意、情報提供等の条件の下、一般の投資家への転売もできる。日本では、私売出し又は小規模売出しを行う。

- 5) **適格投資家**(日本では適格機関投資家)として、私募・私募転売に応じて未上場株式を購入できる投資家の範囲は、日本では、米国と比べ、機関投資家についてはほぼ同様だが、その他の法人及び個人については狭い。

- ・米国：団体・会社は純資産500万ドル超(5億5,000万円)、個人は同100万ドル又は年収20万ドル(世帯30万ドル)超。
- ・日本：法人も個人も有価証券残高10億円以上。機関投資家以外は金融庁への届出が必要。

①-1) 小規模公募の範囲

○小規模公募として、厳格な開示義務が免除される範囲は、米国では5,000万ドル以下(55億円以下)、日本では1億円未満(少額免除という)。

①-2) 私募の要件

私募では、厳格な開示義務の対象外となる私募の要件を、

- ・米国では「購入者」を適格投資家又は35名以下の洗練された投資家に限定している。
- ・日本では「勧誘の対象者」を適格機関投資家又は50名未満の一般の投資家に限定しており、勧誘活動に制約が生じる。また、私募で購入した株式を転売するときは、これが厳格な開示義務が課される転売の範囲に含まれるため、私募と同様の条件の転売（私売出し）を行うことになる(→4))。さらには、私募・私募転売に応じることができる適格機関投資家の範囲が狭い(→5))。⇒私募で、広く多額の資本を集めることは困難となっている。

米国の私募の要件(証券法第4条(a)(2)、レギュレーションD)

- ・適格投資家私募では、「購入者」を適格投資家に限定、少人数私募では、「購入者」を一定期間に洗練された投資家35名未満に限定している。よって、適格投資家以外の投資家に対しても、人数制限なく勧誘することができる。
- ・私募のときは、一般的勧誘・一般的広告が禁止されていたが、JOBS Act 1.0で、適格投資家私募について解禁したため、インターネットの活用等が容易となった。
- ・私募で購入した株式についてはルール144に基づき一般の投資家に公募することができる。

日本の私募の要件(金商法第2条第3項第2号イ)

- ・適格機関投資家私募では、「勧誘の対象者」を適格機関投資家に限定するとともに、株式の購入者は適格機関投資家以外には転売できない旨の契約を結ぶ。転売するときは同様の条件の適格機関投資家私売出を行う。
 - ・少人数私募では、「勧誘の対象者」を半年間で一般の投資家50名未満に限定。転売するときは、私募と同様の条件で適格機関投資家私売出し又は少人数私売出しを行う。
- ⇒インターネット等の広告は難しく、その他勧誘方法に制約が多い。

米国と日本の証券法制の比較対照 ① -3) -4)

①-3) 株式の転売の規制

- ・株式の転売のための公募については、米国では、発行会社、その依頼したディーラー及びアンダーライターが関係する取引以外には、厳格な開示義務が課せられない(public resale)。一方、日本では、株式の転売の公募には、原則、開示義務があり、その例外となる取引を政令で列挙しており、結果、米国と比べて、株式の転売に開示義務が課される範囲(売出しという)が広い。

米国の転売規制の範囲

- ・株主が株式を転売するときは、発行会社、そのディーラー及び引受業者（アンダーライター）が関係する公募に厳格な開示義務が課せられ、それ以外には課せられない(証券取引法第4条(1))。
- ・このとき、引受業者の定義をルール144で明確化している。

日本の転売規制の範囲

- ・株主による株式の転売の公募は、原則、厳格な開示義務の対象としており(「売出し」という)、その例外を列挙している(金商法第2条第4項、施行令1条の7の3)。
- ・その結果、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及び金融商品取引業者等と他の投資家の取引
 - －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等
 になどに厳格な開示義務が課せられる。

①-4) 私募転売の範囲

- ・**私募転売**(私募に応じて購入した株式等の転売)では、米国では、一定の会社情報の開示又は投資家への情報提供の義務の下、適格投資家等に加え、一般の投資家にも転売することができる。日本では、厳格な開示義務を果たさないと、一般の投資家には転売できない。

米国の私募転売の範囲

- ・私募に応じて購入した株式を、厳格な開示義務免除のまま、発行会社の同意と一定の会社情報開示又は投資家への提供の下、適格機関購入者に(ルール144A)、適格投資家に(証券法第4条(a)(7))、さらには、一般の投資家に(ルール144)転売する仕組み(私募転売：PSR)が整備されている。

日本の私募転売の範囲

- ・適格機関投資家私募で購入した株式の転売は、適格機関投資家私売出しを、少人数私募で購入した株式は、少人数私売出し又は適格機関投資家私売出しをすることになる。
- ・転売規制の取引については上記の私売出しを行う。

①-5) 適格投資家・適格機関投資家の範囲

- ・適格投資家(日本では適格機関投資家)として、私募・私募転売に応じて未上場株式を購入することができる投資家の範囲については、米国と比べ日本では、機関投資家についてはほぼ同様であるが、その他の法人、個人については以下のように狭くなっている。
 - －米国：団体・会社は純資産500万ドル超（5億5,000万円超）、個人投資家は住居以外の資産100万ドル超（1億1,000万円超）又は年収20万ドル超（2,200万円超）（世帯30万ドル超(3,300万円超)）。
 - －日本：法人も個人投資家も有価証券残高10億円以上。機関投資家以外は金融庁への届出義務がある。

米国の適格投資家の定義(概要)

- ・機関投資家(銀行、保険会社、投資会社、年金基金等)
- ・証券会社(ブローカー・ディーラー)
- ・投資顧問法第202条に規定する投資会社
- ・発行会社の役員、無限責任社員等
- ・500万ドル超の資産を有する会社
- ・主たる住居以外の資産100万ドル超の個人又は世帯
- ・2年連続20万ドル(又は世帯で30万ドル)超の所得を得ている個人
- ・ベンチャーファンド・ミューチュアルファンド等
- ・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

日本の適格機関投資家の定義(概要)

- ・機関投資家(銀行、保険会社、投資会社、年金基金等)
- ・有価証券関連業・投資運用業を行う金融商品取引業者
- ・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
 - －有価証券の取引口座を開設して1年以上であって有価証券残高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)

②プライベート・ストック・オファリング(PSO)

- ・ 米国では、①の自由化の範囲に、1)小規模公募(ミニIPO)及び 2)私募等のプライベート・ストック・オファリング (private stock offering: PSO)の制度をセーフ・ハーバー・ルール等で整備して、未上場企業がプライベート・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を促進している。
- ・ 日本では、小規模公募、私募それぞれで厳格な開示義務を免除するのみで、免除した範囲で投資家保護は図られていない。⇒未上場株式が資本調達の手段や投資対象とならない。

②-1)小規模公募(ミニIPO)による資本調達

- ・ 米国では、少額公募では、厳格な開示義務が免除される募集総額の上限が広く(米国：55億円以下、日本：1億円未満)、この厳格な開示義務が免除される範囲では、簡易な開示等の義務があり、投資家保護が制度化され、未上場株式が投資対象となる。

米国のプライベート・ストック・オファリング(PSO)

1)小規模公募(ミニIPO)

- ・ JOBS Act 1.0では、証券取引法第5条の開示義務(登録届け出書のSECへの提出・公衆縦覧)を免除する範囲を拡充した(証券取引法第3条(b)(2)):
500万ドル→5,000万ドル(55億円)

・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
フォーム1-Aの簡易な募集登録書による発行開示、1-Zの募集終了報告書の提出、1-Kの簡易な年次報告書による継続開示の義務がある。
- － Tier 1：2,000万ドル(22億円)以下、フォーム1-Zの提出義務がある。

・レギュレーションDルール504：500万ドル以下

フォーム Dによる通知と簡易な開示義務がある。購入した株式は転売先が制限される制限付き株式となる。

日本の小規模公募及び私募

1)小規模公募(少額免除)

- ・ 金商法第4条第1項の開示義務(有価証券届出書の当局への提出・公衆縦覧)を免除する範囲：募集総額1億円未満とする。

・募集総額

- － 1億円未満、1,000万円以上では、募集通知書(非公表)を提出する義務がある。
- － 1,000万円未満: 提出義務等ではこれらの義務がない。

(なお、1億円以上5億円の少額の株式公募は連結決算書等添付免除。)

②-2) 私募による資本調達

- ・米国では、レギュレーションDによる私募において、厳格な開示義務を免除しつつ、フォームDに基づく会社概要等のSECへの提出・開示等で一定の投資家保護を図っている。併せて、私募転売(PSR)により未上場株式の転売を行うセカンダリー・マーケットが整備されている。⇒未上場株式を私募で発行することが企業の資本調達の手段となり、私募で発行される未上場株式が機関投資家等の投資対象となる。
- ・日本では、私募において何らの開示義務はなく、転売市場も未整備なため、私募による未上場株式の資本調達は活発となっていない。

米国では、

2) 私募(証券法第4条(a)(2)及びレギュレーションD)

特定又は少数の者への募集であり、募集総額無制限で厳格な開示義務が課せられない。

- ・ **レギュレーションDルール506(b)**：「洗練された投資家(一般の投資家のうち投資の経験と知識を有する者)」35名未満までに販売する私募
- ・ **レギュレーションDルール506(c)**：「適格投資家(十分な投資判断能力を有する者)」であれば、募集額も人数も無制限に販売する私募
- ・ 共通の条件
 - － フォームDによるSECへの会社情報の提出と開示の義務。
 - － 販売された株式は「制限付き株式」となり、厳格な開示無しに転売するためには、私募転売のセーフ・ハーバー・ルール等(PSR)に従う。

日本では、

2) 私募(金商法第2条第3項第2号イ)

特定又は少数の者への募集であり、募集総額無制限で厳格な開示義務が課せられない。

- ・ **「適格機関投資家私募」**：適格機関投資家のみを勧誘する私募
 - － 転売先も適格機関投資家に限定。これを条件に、勧誘・販売契約締結。
 - － 継続開示義務会社の株式は対象外。
- ・ **「少人数私募」**：一般の投資家を半年間で49名まで勧誘する私募
 - － 私募に応じて購入した株式の転売先も少人数又は適格機関投資家に限定。
 - － 継続開示会社の株式は対象外

③私募転売(PSR)

- ・米国では、株主が適格投資家私募、少人数私募等で購入した株式を、厳格な開示義務免除のままで、会社情報の提供等の条件に従って、一般の投資家や、適格投資家・適格機関購入者等へ転売する仕組み(本稿で私募転売(PSR)と呼ぶ)が整備されている。
- ・日本では、私募で購入した未上場株式は、これを転売することは転売規制の範囲に入り、そのため公募をすると厳格な開示義務が課せられるため、この開示義務を履行して公募(売出し)をするか、小規模の売出し(募集総額1か月、1億円未満)をするか、私募と同様の条件で私売出しを繰り返すことになる。
⇒未上場株式の転売が困難。

米国の私募転売(PSR)

- ・私募転売(private placed stock resale: PSR)とは、本稿では、私募等で購入した未上場株式を、株主が、会社情報の提供等の条件の下、一般の又は適格投資家・適格機関購入者に開示義務免除のまま転売することをいう。以下のセーフ・ハーバー・ルール等で制度化されている。
- ・**ルール144**：一般の投資家に転売
 - －1年間(発行会社が継続開示会社の場合は半年)の経過後に公募による転売可。
 - －発行会社の同意、会社情報の提供・公表・開示。
 - －レギュレーションA並みの開示が求められることがある。
- ・**ルール144A**：適格機関購入者への転売(JOBS Act 1.0でネット等一般的な広告等解禁)
- ・**証券取引法第4条(a)(1と1/2)**：私的な者への転売
- ・**同条(a)(7)**：適格投資家への転売(JOBS Act 2.0で追加)

日本の私募転売

- ・**売り出しに該当しない転売の公募**：金商法第2条第4項に基づく同法施行令1条の7の3に株式の転売の公募をしても厳格な開示義務の課される売出しに該当しない取引を列挙している。
- ・**私売出し**：上記の売出し該当する転売や、私募で購入した未上場株式の転売を、私募と同様の条件で行うことで、厳格な開示義務の対象外となる。
 - －適格機関投資家私募→適格機関投資家私売出し
 - －少人数私募→少人数私売出し/適格機関私売出し
- ・私募で購入した未上場株式を開示義務免除のまま一般の投資家に転売する仕組みはない。
- ・私募、私売出しの場合、簡易な開示義務等はない。
- ・1か月で1億円未満の売出しに小規模売出し(売出しの少額免除厳格な開示義務を免除する。(小規模公募と同様)
- ⇒未上場株式が投資対象となりにくい。

④未上場株式の店頭市場

- ・米国では、証券会社による未上場株式の店頭取引(over-the-counter：OTC)が、PSO及びPSRに加えて、証券会社の勧誘なき注文に関する開示義務の免除規定と各種のセーフ・ハーバー・ルール等の下、盛んに行われて、店頭市場が形成されている。
- ・日本では、上記①～③に加え、日証協の規則で証券会社が未上場株式の投資勧誘を原則として禁止されており、未上場株式の店頭市場が形成されない。

米国のブローカー・ディーラーの登録義務と未上場株式の取引ルール

- ：証券会社(登録ブローカー・ディーラー)は、未上場株式について、PSO、PSRに加えて、以下のような免除規定とセーフ・ハーバー・ルール等の下で、仲介、引受け等をして発行会社の資金調達の支援(投資銀行)や投資家の転売支援を行う。
- ・証券取引法第4条(a)(4)の勧誘なき注文に基づく開示義務の免除
証券会社は、自らは勧誘をしていない顧客からの注文(Unsolicited Orders)であれば、セーフ・ハーバー・ルール(ルール144(g)(4)Note等)に従って、発注した顧客の側の取引が開示義務が免除されていることを確認すれば、開示義務免除の下で、注文通りの未上場株式の取引ができる。
- ・ペニー・ストック・ルール(1株5ドル未満の株式の取引規制)
- ・FINRAの取引ルール：会員証券会社は、州際で取引する株式については、すべてFINRAから取引銘柄記号(trading symbol)を得て、個別の取引をFINRAに報告する義務がある。
- ・ブルースカイロー(各州の証券法)
⇒ 州際のグレーマーケット、各州のローカル・ストック・マーケットで未上場株式の店頭市場が形成されている。

日本の第1種金融商品取引業の登録義務と日証協規則による未上場株式の投資勧誘の禁止

- ：証券会社は、第一種金融商品取引業の登録義務が課せられるとともに、日証協に加入する。日証協規則で未上場株式の投資勧誘を原則として禁止され、未上場会社の資本調達の支援(仲介、引受け等)を業務としない。
- ・同規則の例外として認められる株主コミュニティ及び株式投資型クラウド・ファンディングは、極小規模で、同じくM&A仲介、適格機関投資家投資勧誘、店頭取扱有価証券制度については、M&A仲介事業以外は規制上の制約が強く、取引の実態は乏しい。
- ・第一種金融商品取引業の登録要件では、**最低資本金又は純資産の基準**が課せられる(元引受け幹事を行う場合は30億円、元引受けでは5億円以上、他は5,000万円以上)。このため、小規模な証券会社は、元引受けを業務外とし、地元の中堅・中小企業に対して投資銀行としての機能を果たすことが困難となっている。
- ・小規模公募や少人数私募では、規制上の制約が厳しい上に、日証協規則のため証券会社の協力を得られないため、発行会社は自ら公募又は私募を行うことになる。証券会社の多数の顧客との関係性を活用できない状況では、発行会社自らこれらを実施することは困難と言われる。

⑤未上場株式の店頭登録市場

- ・米国では、マーケットメーカーやATSに関するセーフ・ハーバー・ルールの下、多くの証券会社が、ATSを活用して店頭登録市場を運営している。この中には、OTC Markets を中心に未上場株式を取り扱うものがある。
- ・日本では、上記①～④に加え、未上場株式のPTSにおける取引が開示義務が課される転売(売出し)の範囲から除外されておらず、厳格開示義務が課されることがあるため、PTSを活用した未上場株式の店頭登録市場が整備されない。

米国のATS (Alternative Trading System) * 1

- ・証券会社が設置する証券取引所類似のマッチングシステムであるATSが、レギュレーションATSに基づき、証券取引所の登録の免除を受けて、上場株式及び未上場株式の双方で活動し、店頭登録市場として機能している。
 - ・併せて、マーケットメーカーに関するセーフ・ハーバー・ルール(ルール 15c2-11)が整備され、OTC Marketsで未上場株式の気配値情報を提供する。
- ⇒米国では、OTC Markets など証券会社が設置する未上場株式の店頭登録市場がATSをベースに整備されている。

日本のPTS(Propriety Trading System)

- ・PTSが上場株式を取り扱うことは、金商法第2条第4項の政令(金商法施行令第1条の7の3第三号で、開示義務の課される売出しに該当しない取引とされているが、未上場株式については規定されていない。
- ⇒日証協規則によって証券会社が未上場株式の投資勧誘を禁止される中、本稿における店頭登録市場といえるものは、株主コミュニティ、クラウド・ファンディング以外にほぼ存在しない。

○米国のOTC Markets

- ・米国では、OTC Marketsの三つの市場で(OTCQX(優良企業)、OTCQB(ベンチャー企業)、PINK(中小模企業等)で未上場株式が取引されている。ATSを活用しマーケットメイカーが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ている。
 - ・米国で未上場株式を取り扱うATSとしては、OTC Marketsの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。
- 日本では、PTSも東証の上場株式の取引を補完する形で発展し、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社が営業中。

* 1 米国でも PTSと呼ばれていたが、レギュレーションATSを制定するときにATSと呼ばれるようになった。

⑥未上場株式マーケットプレイス

- ・米国では、JOBS Actsの改革や、その前のルール144の緩和などもあって、オンライン・トレーディング・プラットフォームにおいてルール144、ルール144A等に基づく私募転売(PSO)や、私募、小規模公募などのPSOを行い、未上場株式マーケットプレイスとして伸長している。
- ・日本では、①～⑤の結果、厳しい規制の下、未上場株式の転売市場がほとんど存在せず、未上場株式マーケットプレイスは成立し得ない。

米国では未上場株式マーケットプレイスが盛ん

- ・オンライン・トレーディング・プラットフォームにおいてルール144、ルール144A等に基づく私募転売(PSR)や、レギュレーションDルール506の私募、同ルール504やレギュレーションAの小規模公募などプライベート・ストック・オファリング(PSO)をオンラインで行う場として未上場株式マーケット・プレイスが伸長している。
- ・JOBS Act 1.0で、レギュレーションDの私募を行うマーケットプレイスの仲介業務は、証券会社(ブローカー・ディーラー)の登録を免除。また、適格投資家向けの私募(レギュレーションDルール506(c)及び適格機関購入者向けの私募転売 (ルール144A)におけるインターネット広告も解禁。

日本では、厳格な規制の下、未上場株式の取引実態が乏しい

- ・プライベート・ストック・オファリング(PSO)、私募転売(PSR)の仕組みが未整備なことに加え、日証協の規則で証券会社が未上場株式の投資勧誘を原則として禁止されている。
- ⇒未上場株式の取引の実態が乏しく、未上場株式が資本調達的手段及び投資対象になりにくい。
- ⇒未上場株式マーケットプレイスも成立しない。

○未上場株式オンライン・マーケットプレイスの主要4社

- ・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)。
ナスダック・プライベート・マーケット(NASDAQ Private Market：NPM)、
シェアーズポスト(Shares Post)*1 フォージ(Forge global)*1 エクイティ・ゼン(Equity Zen)

*1 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、両社が合併することを決定し、発表した。

⑦クラウド・ファンディング(CF)

- ・クラウド・ファンディング(Crowd Funding: CF)では、投資家1人の投資上限額が、米国では、投資家の資産額に応じて、1人当たり、1年間で最大10.7万ドル(1,170万円)、日本では、投資家1人が1社当たり1年間に50万円以下(件数に制限はない)となっている。
- ・米国では、CFを通じて資本を調達して成長した未上場企業は、レギュレーションDの私募等や小レギュレーションAの規模公募等で追加の資本を調達してさらに成長できる。また、CFで未上場株式を購入した投資家は、セカンダリー・マーケットで転売することができる。
- ・日本では上記①～⑥のために、プライベートマーケットが未発達なので、上場するまでは、CFの発行会社は、プライマリーマーケットから追加の資本を調達する手段が乏しく、また、CFの投資家は、セカンダリー・マーケットで株式を転売することができない。

米国のクラウド・ファンディング

- ・募集総額：107万ドル(1億1,770万円)以下
- ・個々の投資家の投資上限額：投資家の資産額に応じ最大1年間に10.7万ドル(11,77万円)以下。未上場企業が募集総額上限の107万ドル集めるのに最少10人の投資家が必要。
- ・クラウド・ファンディングの次には、レギュレーションD 504やレギュレーションAの小規模公募、レギュレーションD506の私募などで資本を調達することができる。
- ・発行会社がある程度成長すれば、投資家は、CFで購入した未上場株式を未上場株式マーケットプレイスで転売することができる。

日本のクラウド・ファンディング

- ・募集総額：1億円未満。
 - ・個々の投資家の投資上限額：投資家1人、1件に1年間50万円以下(個人の投資総額や件数の制限はない)。未上場企業が募集総額上限の1億円未満近く集めるのに最少200人の投資家が必要。
 - ・上記①～⑥のために、プライベート・マーケットがクラウド・ファンディングと株主コミュニティ以外にほとんど存在しない。
- ⇒このため、CFの発行企業は、IPOをするまでは、追加の資本を調達するためには、可能であれば、VCファンドから投資を得るか、株主コミュニティの組成するか、クラウド・ファンディングを繰り返す必要がある。投資家は、IPOをするまでにCFで購入した未上場株式を転売することは大変困難である。

○日本では、株式市場改革のゴールを、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とすれば、米国と比べて、以下の三つの面で「遅れ」ている。

(1)法制度面では、未上場株式の取引が厳格に規制されており、プライベート・ストック・オファリング(PSO)、私募転売(PSR)など未上場株式の市場制度は未整備。適格機関投資家の範囲も狭い。

- ・このようなプライベートマーケットの市場制度を整備しつつ、適格機関投資家の範囲を大会社、超富裕層から一般の事業会社や投資家へ拡大することが必要である。

(2)運用面では、証券会社が未上場企業に対するセルサイドのビジネスを展開できない。

- ・証券会社の未上場株式の投資勧誘を解禁して、小規模公募、私募、転売の取り扱いを自由に行って、証券会社が投資銀行として、スタートアップ、中堅・中小企業の未上場株式によるエクイティ・ファイナンスを支援するビジネスモデルを稼働させ、未上場株式の店頭取引、店頭市場を形成することが必要である。

(3)技術面では、プライベート・マーケットにおけるITの活用が進んでいない。

- ・未上場株式についての、株券の電子化、PTS、オンライン・トレーディング・プラットフォーム、マーケットプレイスや、開示・市場監視システムが未整備である。株式資本市場の規制を改革し、これらを市場制度を整備して、ネットワークで一体化した一つの市場のように機能させる。そうすれば、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ができるようになり、この結果、規制体系全体が、事前防止型規制から事後監視型規制に転換される。

(4)加えて、米国で始まった、株式資本市場における第4次産業革命のイノベーションの潮流への対応。

- ・クラウドファンディング、未上場株式マーケットプレイスでは、DPO(direct public offering)が発展している。未上場株式マーケットプレイスのセカンダリーの取引は、Peer to Peer の状況に近づいている。ニューヨーク証券取引所では、ダイレクト・リスティング（直接上場）が始まる。
- ・ブロック・チェーン(分散型台帳)技術を用いた新規仮想通貨公開(ICO：Initial Coin Offering)も開始している。

⇐米国のITネットワークで一体化された多層的、多極分散型の市場構造は、この変容のための基盤となるもの。

○本資料は、以下の論文について、理解を容易にするため、その概要を図解等を加え簡潔にまとめたものである。

独立行政法人経済産業研究所ポリシー・ディスカッション・ペーパー 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」

執筆者：田所 創（経済産業研究所コンサルティングフェロー）

○本資料の記述の参考文献及びデータの出典は、上記論文本体の脚注等及び論文末の参考文献の一覧を参照されたい。