

非上場株式制度の現状と展望

2017年 11月

野村総合研究所未来創発センター 主席研究員
東京大学 客員教授

大崎 貞和

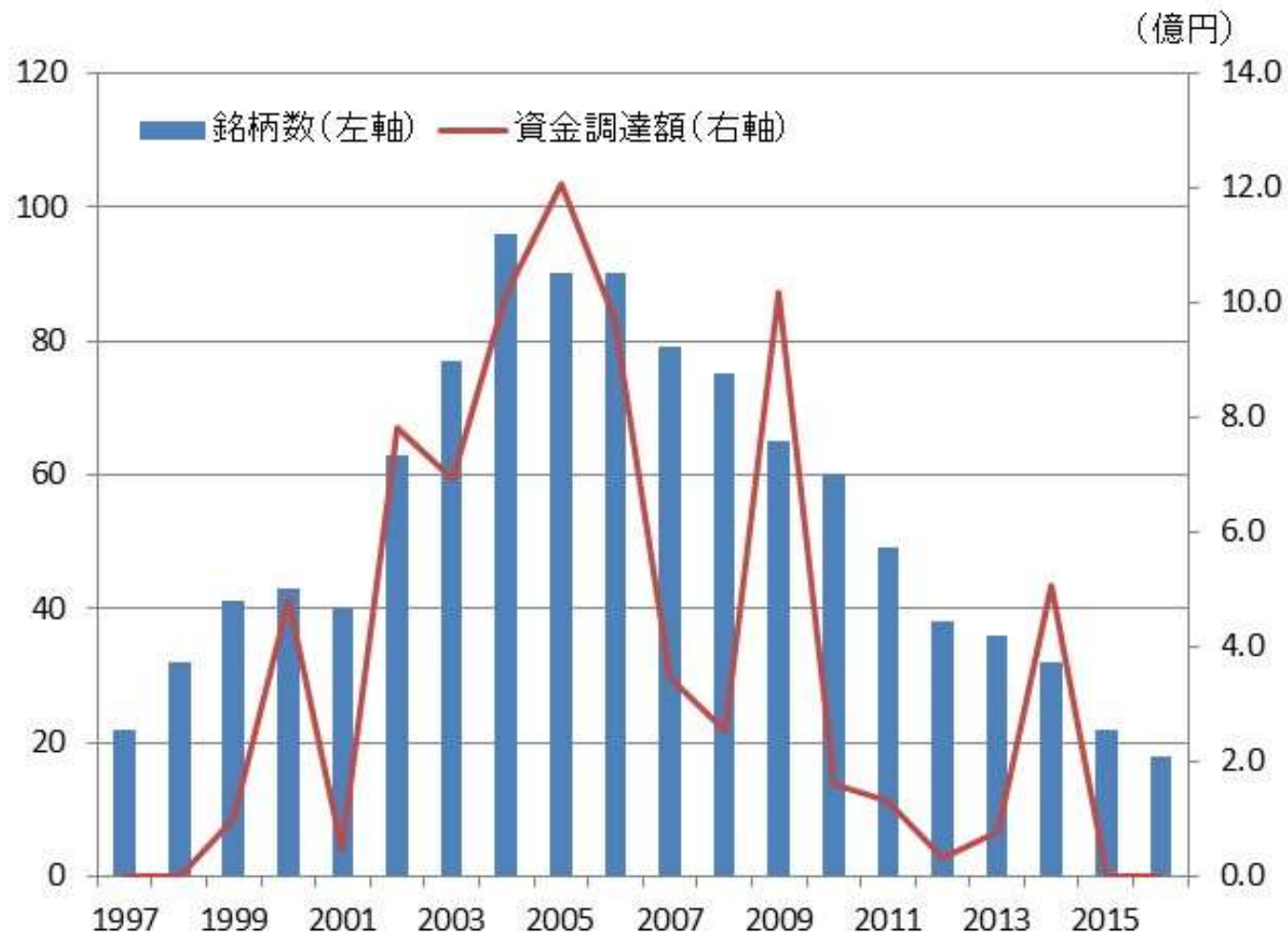
s-oosaki@nri.co.jp

〒100-0004
東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

グリーンシートから株主コミュニティ制度へ

- 1997年7月にグリーンシート制度が創設され、有価証券報告書提出会社等の未公開株式の投資勧誘、会員間流通解禁。
 - かつての青空銘柄が「リージョナル区分」で取引された。
 - 発行会社自身が積極的に流通を希望しない場合でも取り扱える点が重要。
- 2005年4月施行の証取法(当時)改正で、グリーンシート銘柄にインサイダー取引規制が適用されることとなり、発行会社は適時開示義務を課されることとなった。
 - 適時開示を行いたくないリージョナル区分の銘柄はグリーンシートから姿を消した。
 - 情報開示義務が軽い点を評価していたベンチャー企業はグリーンシートを敬遠してマザーズ市場等での上場を志向。
- 2015年5月、株主コミュニティ制度創設。
 - 限られた投資家の間でしか流通しないことを前提に、インサイダー取引規制の適用を回避。

(参考)グリーンシートの銘柄数と資金調達額の推移



株主コミュニティ制度の意義

- 企業側に過大な負担を求めることなく、限られた範囲ではあっても、非上場株式の換金・流通を可能にしている。
- 株主コミュニティ内での資金調達の可能性があるほか、株主コミュニティでの実績を踏まえて株式上場へ進むことも考えられる。
- 地方創生への貢献も期待できる。

重層的な米国株式市場

- 米国では古くから取引所に上場しない企業の株式が店頭取引で流通。
 - ピンクシートと呼ばれる気配表に取扱い証券会社を示す。
- 証券業者の自主規制機関が取引を管理、1971年にはナスダック・システムが稼働して店頭取引を効率化。
- 1990年にはOTCブリティンボード(OTCBB)創設。
 - 約4千銘柄でスタートし、1999年には6,400銘柄以上が登録。
 - 2000年には法定継続開示が義務付けられ3,000銘柄以上が登録廃止。2017年9月現在35銘柄にまで減少。
- 2006年にはナスダックが証券取引所化。
- 2010年にはピンクシートがOTCマーケットツに衣替え。
 - 2007年以降、情報開示のレベルによる市場区分を設けており、世界的な著名大企業から中小企業まで様々な銘柄を取り扱う。

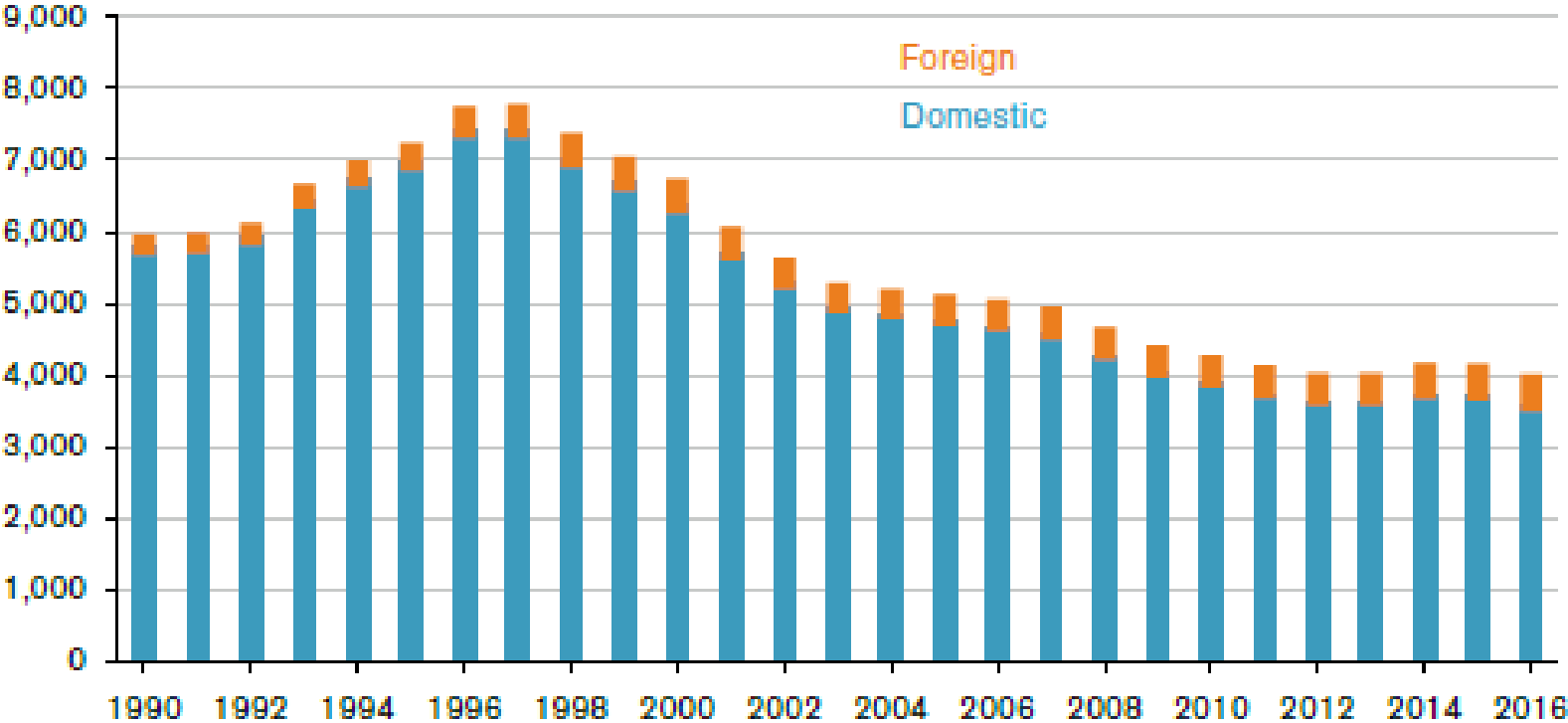
(参考)OTCマーケットの市場区分

OTC QX (464 銘柄)	OTC QX インターナショナル	<ul style="list-style-type: none"> 外国の証券取引所に上場または SEC 登録。 ①純資産 200 万ドル以上で営業年数 3 年以上または純資産 500 万ドル以上、②3 年間の平均売上高 600 万ドル以上、③株価 5 ドル以上かつ純収入 50 万ドル以上等、のいずれかを満たすこと。 100 株以上保有株主数 50 人以上。 10 セント以上の買い気配を維持。 時価総額 1,000 万ドル以上。 会社情報を 6 ヶ月に 1 回以上 OTC マーケットのサイトで更新。 米国連絡先 (PAL) を設置。 マーケット・メーカー 2 社以上を維持。 ※ より厳しい純資産基準等を満たす場合は OTCQX インターナショナル・プレミアに分類される。
	OTC QX US	<ul style="list-style-type: none"> SEC 登録または OTC マーケットのガイドラインに従った年次、半期、四半期の情報開示を行うこと。 ①純資産 200 万ドル以上で営業年数 3 年以上または純資産 500 万ドル以上、②3 年間の平均売上高 600 万ドル以上、③株価 5 ドル以上かつ純収入 50 万ドル以上等、のいずれかを満たすこと。 100 株以上を保有する株主が 50 人以上。 10 セント以上の買い気配を維持。 時価総額 1,000 万ドル以上。 マーケット・メーカー 2 社以上を維持。 独立取締役 2 名以上などガバナンス体制。 ※ より厳しい基準を満たす場合は OTCQX US プレミアに分類される。
OTC QB (1,017 銘柄)		<ul style="list-style-type: none"> SEC または銀行監督当局に登録を受け、継続開示を行っている。 数値基準は特にない。 ※ OTCBB 登録銘柄が含まれる。
OTC ピンク (8,369 銘柄)	適時開示銘柄	<ul style="list-style-type: none"> OTC マーケット・グループのガイドラインに基づく情報開示を行っている。 営業実態のないシェル・カンパニー等でも登録可能。
	限定開示銘柄	<ul style="list-style-type: none"> ガイドラインに基づく情報開示は行わないが、過去 6 ヶ月以内に開示した財務情報等が存在。 破産手続中、経営再建中でも登録可能。
	非開示銘柄	<ul style="list-style-type: none"> 開示されている情報が存在しないか、存在しても 6 ヶ月以上前の情報のみ。

注) 各銘柄区分に属する銘柄数は 2016 年 1 月 25 日時点。

米国では上場企業数が半減

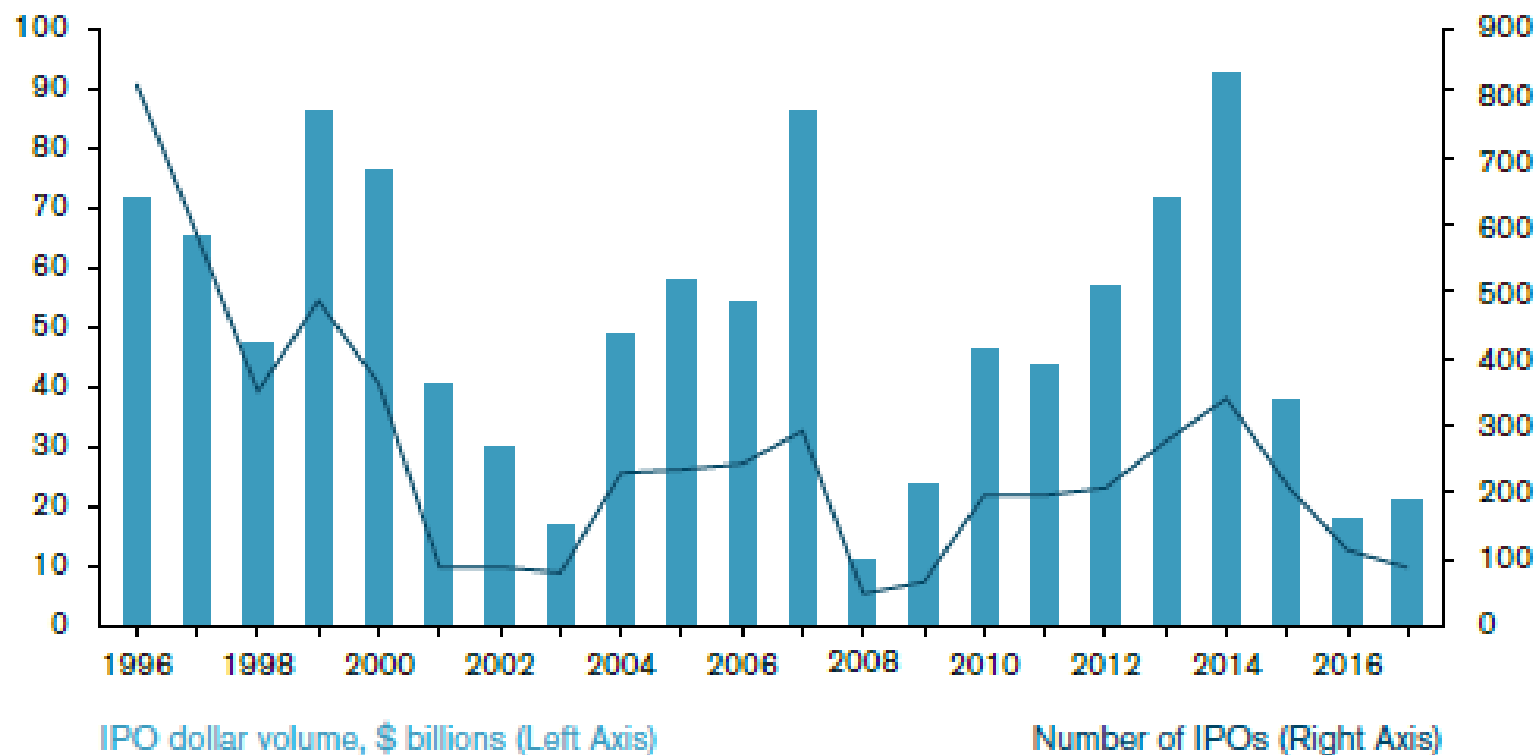
- 但し、上場企業の平均時価総額は1996年の18億ドルから73億ドルに増加。



(出所) 米国財務省報告書(2017年10月)

米国のIPO件数は減少

- 金融危機後のIPO件数は年平均188社。危機前の325社から減少。2017年(8月まで)の平均調達額は約2億ドル。



(出所) 米国財務省報告書(2017年10月)

米国非上場株市場の最近の展開

- IPOの件数が減少する一方で、「ユニコーン」と呼ばれるような大規模に成長した未公開ベンチャー企業が増加。役職員などの非上場株式取引ニーズが高まっている。
- 2008年開設のセカンド・マーケット、2009年創業のシェアズ・ポストなど非上場株式売買の仕組みが登場。
- ナスダックが2013年ナスダック・プライベート・マーケットを創設。2015年にはセカンド・マーケットを買収。
- ナスダック・プライベート・マーケットは、これまでに116社(時価総額610億ドル)の株式を取扱い、1万5千人以上が取引に参加。

今後の展望

- 米国では非上場かつ法定情報開示義務を負わない形での資金調達手段を多様化する制度改革が提案されている。
 - 日本においても、同じような発想からの制度改革があり得るのではないか。
- 日本ではIPOは活発だが、上場後短期間で流動性が失われ、追加の資金調達も難しくなりやすい。非上場のまま成長を続け、社員株主などの保有株換金を容易にする仕組みを設けるという考え方もあるのではないか。
- クラウドファンディングと株主コミュニティを結び付けるといった活用法も広がるのではないか。