

米国・英国における非上場株式の発行・流通市場の 活性化と適格投資家制度

野村資本市場研究所

執行役員

関 雄太

2021年3月29日



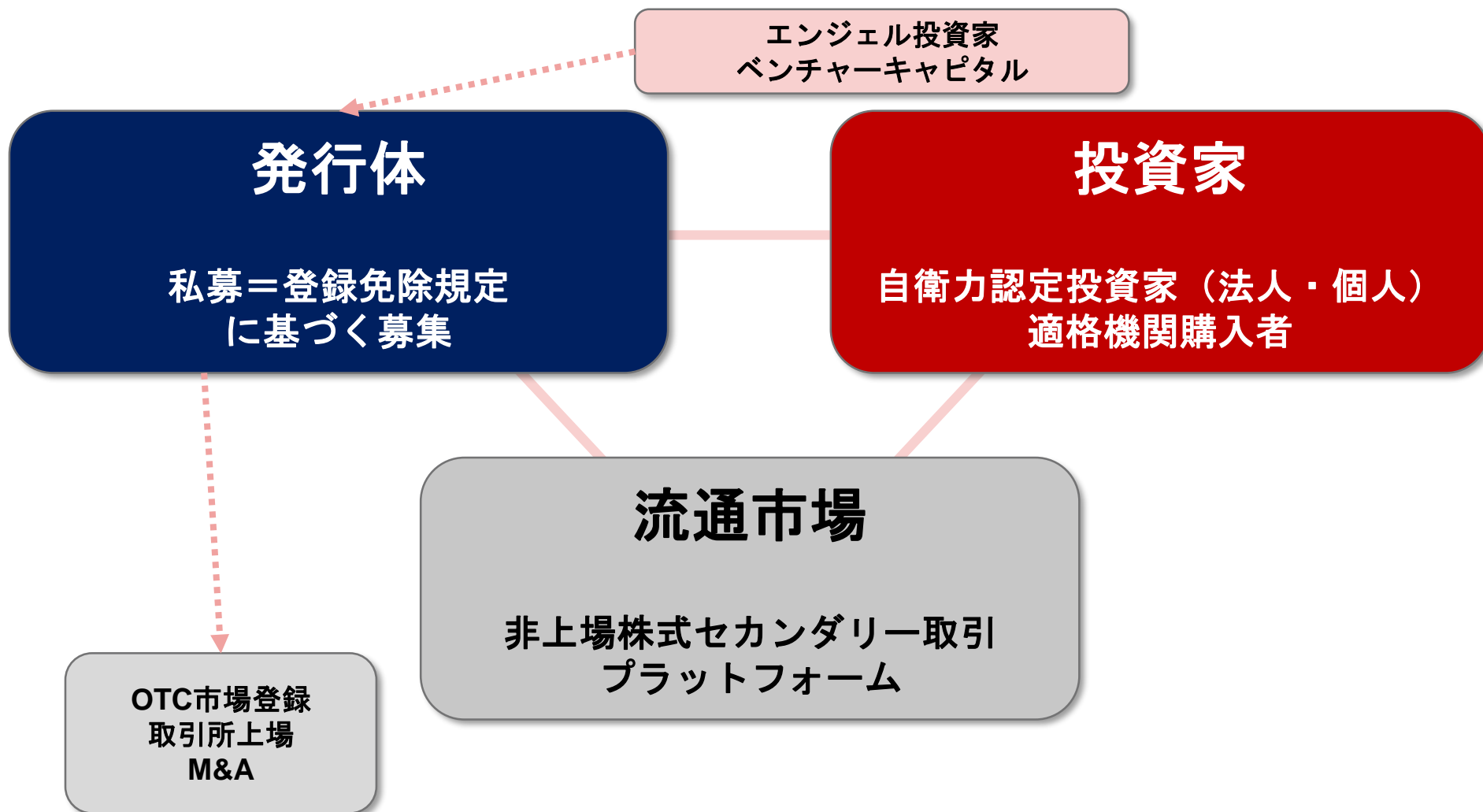
STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL

© Nomura

米国の投資家区分と私募制度

米国における非上場株式発行・流通市場活性化の制度的背景

- 多様な私募（登録免除規定に基づく募集）制度と適格投資家制度が非上場株式の発行・流通を支えている



私募・非上場企業の資本形成を取り巻く米国の環境

1. 新興企業の成長力：ユニコーン企業の台頭
2. 投資家の裾野の広さ：私募市場参加者の多様性
 - 自衛力認定投資家：SECは2013年時点で米国全家計の10.1%（1,240万世帯）と推計
 - 証券会社の数の多さ：2019年末時点で3,517社（FINRA会員企業数、証券外務員は約62.5万人）
3. ファンドを通じた投資機会の多様性
 - 巨大なプライベートエクイティファンド市場（含むベンチャーキャピタルファンド）
 - 公募ファンドによる非上場株式投資（クロスオーバー投資）
 - 非上場証券に投資する上場ファンド市場：BDC（Business Development Company）
4. 上場市場以外のエクイティ取引
 - 店頭市場：OTCマーケット（OTCQX、OTCQB、ピンク・オープン・マーケット）
 - 気配表示システム、マーケット・メイカー制度が整備され1万社以上が登録
 - 非上場株式取引プラットフォーム
5. 新興企業、中小企業の資本形成を促進する制度改革
 - JOBS（Jumpstart Our Business Startups）法（2012年成立）
 - 株式投資型クラウドファンディング制度の創設
 - SECにOffice of the Advocate for Small Business Capital Formation設置（2019年）

レギュレーションDと自衛力認定投資家

- 「私募」というよりは「登録免除規定に基づく募集」： 多様な制度。特にレギュレーションDが多用される
- 自衛力認定投資家 (Accredited Investor)： 2013年時点で要件を満たしている投資家は米国全家計の10.1% (1,240万世帯、2015年にSECが推計)

※ 適格機関購入者 (Qualified Institutional Buyer)： ルール144Aの下で私募証券の発行・転売に活用される

1933年証券法レギュレーションDの概要

	レギュレーションD		
	ルール504	ルール506(b)	ルール506(c)
発行上限額	12か月間で 上限500万ドル	上限なし	上限なし
投資家数上限	制限なし	自衛力認定投資家と 35人以下の 「洗練された個人」	自衛力認定投資家
一般的勧誘	不可	不可	可

レギュレーションDルール501(a)が規定する
自衛力認定投資家の定義

個人	①	純資産 (配偶者の純資産を含む) が100万ドル以上 (主たる居住地の価値は除く) の自然人
	②	過去2年間における所得実績が年間20万ドル以上 (または配偶者との合計所得が30万ドル以上) であり、今年も同様の収入が見込める自然人
	③	レギュレーションDに基づいて発行された証券の発行体の取締役 (Director)、執行役員 (Executive officer)、ゼネラル・パートナー (General partner)
法人	④	銀行、貯蓄貸付組合、協同組合銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、投資会社、事業開発会社 (私募も含む)、中小企業投資会社、州政府等によって設立された500万ドル以上の残高を有する職員給付プラン、ERISAに基づいて銀行、保険会社、登録投資顧問業者が管理する、または、500万ドル以上の資産を運用する従業員給付プラン
	⑤	総資産500万ドル以上保有する内国歳入法501(c)(3)で定められる組織、株式会社、事業信託、パートナーシップ
	⑥	「洗練された個人」によって投資判断が行われる総資産500万ドル以上の信託
	⑦	全出資者が自衛力認定投資家に該当する法人

自衛力認定投資家の定義変更によるアクセス拡大(2020年)

SECがAccredited Investor(自衛力認定投資家)の定義を改正(2020年8月26日採択)

- 非上場株式や私募ファンド等への投資機会拡大を目的に
- 個人に関しては純資産基準・所得基準に加えて、専門的知見(認定教育機関からの資格取得など)を追加。

自衛力認定投資家(個人)の定義改正

①純資産基準	現行の規定	純資産(配偶者の純資産含む)が100万ドル以上(主たる居住地の価値は除く)の個人
	SEC規則改正案の追加事項	配偶者と同等の関係性にある同居者
②所得基準	現行の規定	過去2年間の所得実績が20万ドル以上(または配偶者との合計所得が30万ドル以上)であり、今年も同様の収入が見込める個人
	SEC規則改正案の追加事項	配偶者と同等の関係性にある同居者
③職責に基づく基準	現行の規定	レギュレーションDに基づいて発行された証券の発行体の取締役(director)、執行役員(executive officer)、ゼネラル・パートナー(general partner)
④専門的知見に基づく基準	SEC規則改正案の追加事項	自衛力認定投資家としての資質を確保できるものとして、SECが指定した職業上の証明や任命、認定教育機関から資格を得た個人。SECは証明、任命、資格の指定にあたって、以下の要素等を考慮する。 1. 当該証明、任命、資格は自主規制機関やその他の業界団体による試験によって得られるものか、あるいは認定教育機関が発行したものか 2. 必要な試験は、有価証券や投資の分野において、個人の理解や洗練さを信頼できる形で有効に検証できるものか 3. これらの証明、任命、資格を有する個人は、投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに関する十分な知識と経験を持っていることが期待できるか 4. 個人が有する証明や任命に関する状況が、関連自主規制機関やその他の業界団体によって公表されているか
⑤投資専門家に係る基準	SEC規則改正案の追加事項	私募ファンドの「知識のある従業員」

自衛力認定投資家(法人)の定義改正

①	現行の規定	銀行、貯蓄貸付組合、協同組合銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、投資会社、事業開発会社(私募も含む)、中小企業投資会社、州政府等によって設立された500万ドル以上の残高を有する職員給付プラン、従業員退職所得保障法に基づいて銀行、保険会社、登録投資顧問業者が管理する、または、500万ドル以上の資産を運用する従業員給付プラン
	SEC規則改正案の追加事項	農村事業投資会社、登録投資顧問業者
②	現行の規定	総資産500万ドル以上保有する内国歳入法501(c)(3)で定められる組織、株式会社、事業信託、パートナーシップ
	SEC規則改正案の追加事項	リミテッド・ライアビリティ・カンパニー(LLC)
③	現行の規定	「洗練された個人」によって投資判断が行われる総資産500万ドル以上の信託
④	現行の規定	全出資者が自衛力認定投資家に該当する法人
⑤	SEC規則改正案の追加事項	①、②、③、④に該当しない投資資産500万ドル以上の法人
⑥	SEC規則改正案の追加事項	運用資産500万ドル以上のファミリーオフィス
⑦	SEC規則改正案の追加事項	ファミリークライアント

登録免除募集(Exempt Offering)制度の改革(2020年)

SEC “Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets”(2020年11月2日採択)

- ①投資家保護の改善、②効率性の向上、③資本形成の促進をキーワードに包括的見直しを実施
- 自衛力認定投資家の認証要件の明確化、一般的勧誘規制の免除(Demo Day, Testing the Watersの活用を容易に)、募集の通算ルールの明確化(短期間に複数回の資金調達を実施することを容易に)など。

エグゼンプト・オファリング規則施行後の主な登録免除募集制度の概要

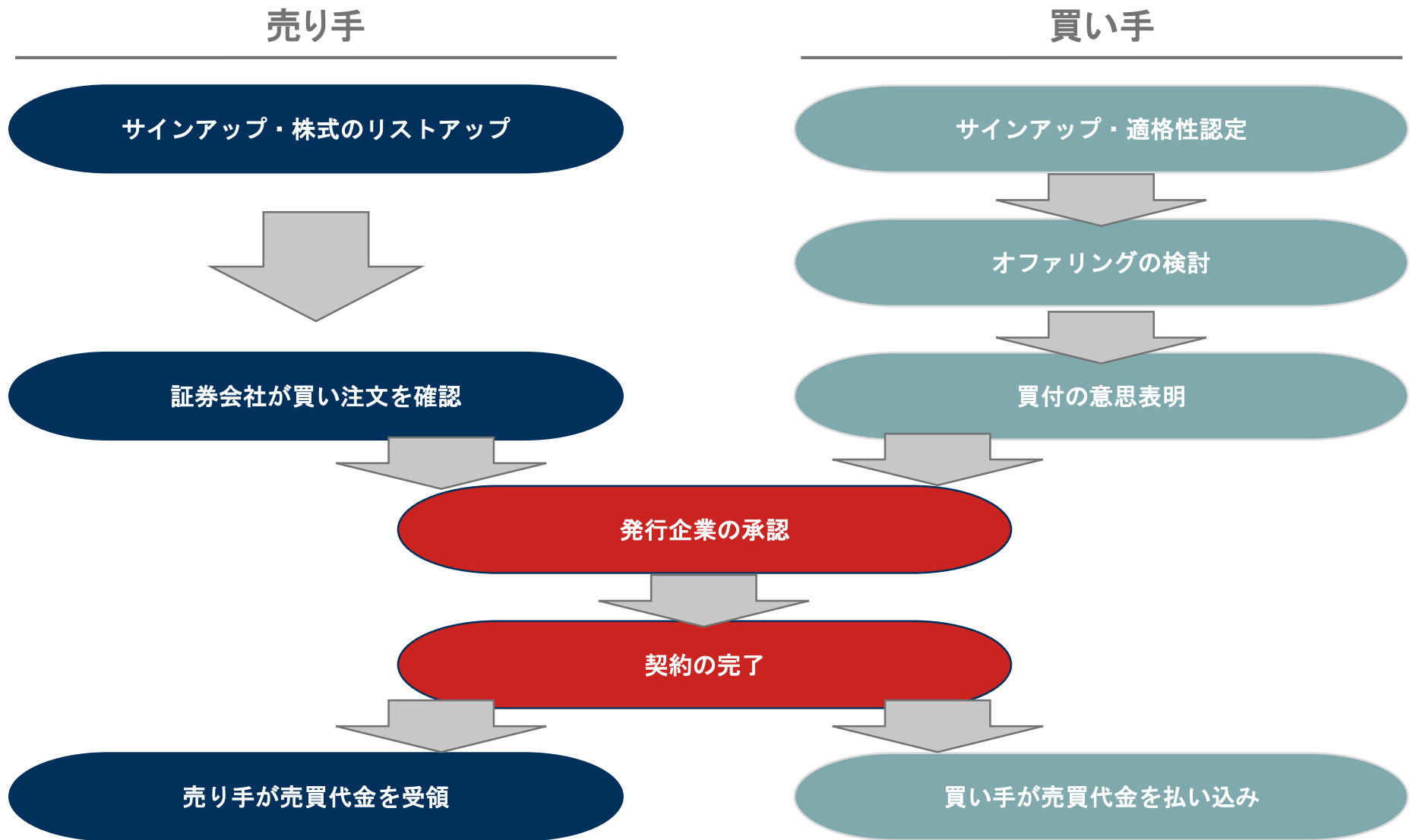
	12ヵ月以内の調達上限額	一般的勧誘	発行体の要件	投資家の要件	SECへの届出	転売規制
証券法4条(a)項(2)	上限なし	不可	制限なし	判例法上の「発行による公募を含まない取引」に限る	不要	転売不可
レギュレーションD ルール506(b)	上限なし	不可	「前科者」は不適格	自衛力認定投資家及び35名以下の洗練された投資家	フォームD	転売不可
レギュレーションD ルール506(c)	上限なし	可	「前科者」は不適格	自衛力認定投資家(合理的な手続きに基づく確認が必要)	フォームD	転売不可
レギュレーションA ティアI	2,000万ドル	可(TTW可)	「前科者」は不適格、登録投資会社等は不可	制限なし	2年分の財務諸表を含むフォーム1-A	転売可
レギュレーションA ティアII	7,500万ドル	可(TTW可)	「前科者」は不適格、登録投資会社等は不可	非上場証券の場合は自衛力認定投資家以外の投資家について投資金額等の制限あり	2年分の監査済み財務諸表を含むフォーム1-A	転売可
レギュレーションD ルール504	1,000万ドル	限られた場合にのみ可	「前科者」は不適格、登録投資会社等は不可	制限なし	フォームD	原則転売不可
レギュレーションCF	500万ドル	届出後は限定的に可(TTW可)	「前科者」は不適格、米国外の発行者や登録投資会社は不可	自衛力認定投資家以外の投資家については投資金額の制限あり	2年分の財務諸表を含むフォームC	12ヵ月間の転売禁止
証券法第3条(a)(11)に基づく州内発行	連邦法上の制限なし、州法上は100万~500万ドルの上限規制	対象者は州内居住者に限る	州内で事業を営む州で設立された発行者に限る(登録投資会社は不可)	州内居住者に限る	不要	州外への転売不可
ルール147に基づく州内発行	連邦法上の制限なし、州法上は100万~500万ドルの上限規制	対象者は州内居住者に限る	州内で事業を営む州で設立された発行者に限る(登録投資会社は不可)	州内居住者に限る	不要	6ヵ月以内の転売は州内に限る
ルール147Aに基づく州内発行	連邦法上の制限なし、州法上は100万~500万ドルの上限規制	対象者は州内居住者に限る	州内で事業を営む発行者に限る(登録投資会社は不可)、発行者の設立地は州外も可	州内居住者に限る	不要	6ヵ月以内の転売は州内に限る

(注) TTW: テスト・ザ・ウォーター。前科者(bad actor): 一定の違反を行い、SECによる行政処分等を受けた者。
 (出所) 岡田功太「米国の私募市場の発展を支える包括的な制度改革」『野村資本市場クォーターリ』2021年冬号

非上場株式取引プラットフォームの台頭

- 上場企業に対する規制強化・上場に係るコストの増大
- 創業からIPOまでの期間長期化 + 「資金調達ラウンド」の回数増加
 - ・ シード、アーリーステージにおける投資家や従業員による株式売却ニーズ増大
 - ・ キャップテーブル(資本政策表)の複雑化と株主管理の重要性
- プレIPO株式投資への関心の高まり
 - ・ Facebook(2012年上場)、Twitter(2013年上場)などが契機
- 非上場株式取引プラットフォーム
 - ・ SecondMarket(2004年設立) → Nasdaqが買収(2015年)
 - ・ SharesPost(2009年設立) → Forge Globalが買収(2020年)
 - ・ EquityZen, Zanbato, Carta/CartaX, Shareworks など
- 株式売買マッチング重視のプラットフォームと発行体の株主管理・資本政策(株式公開買付、自社株買いなど)サポートを重視するプラットフォーム
- 株式に譲渡制限が付与されていること、発行体の承認を取る必要があることなどから、売買の同意・成立から証券受渡し・代金の支払いまでに相当長い時間がかかる

非上場株式セカンダリー取引のプロセス: EquityZenの場合



英国(・欧州)における投資家区分と非上場株式取引

欧州・英国の顧客区分と適格投資家

EU規制(Mifid II)と英国規制(FCA規則)共通の顧客区分

リテール顧客 (Retail Client)		プロ顧客もしくは適格カウンターパーティでない者
プロ顧客 (Professional Client)	Per se Professional Client	①認可機関（銀行、投資サービス会社、保険会社、集団投資スキーム、機関投資家等）、②Mifid II同等な第三国機関で3規模基準のうち2を満たす者（バランスシート2,000万ユーロ、純売上4,000万ユーロ、自己資本200万ユーロ）、③左記②以外では機関の種類ごとに規模基準、④政府・中央政府・国際機関等、⑤金融商品への投資に特化したエンティティ（資産証券化のためのエンティティ等）
	Elective Professional Client	認可機関が顧客の専門性・経験・知識について十分なアセスメントを行い、それによって当該顧客が自身で意思決定し、リスクを理解できると合理的に信じられる顧客 Mifid II同等な第三国機関の場合3規模基準のうち2を満たす者（四半期で10件以上の同等な取引、金融資産50万ユーロ、金融プロフェッショナルとして1年以上の業務経験）
適格カウンターパーティ (Eligible Counterparty)	Per se Eligible Counterparty	投資サービス会社、クレジットユニオン、保険会社、集団投資スキーム、年金基金・運用会社、その他英国認可の金融業者、政府・関連機関、中央銀行、国際機関
	Elective Eligible Counterparty	適格カウンターパーティとしての分類を希望するPer se Professional Clientの法人で、必要な手続きを経た者で、①自己資本1,000万ポンド、もしくは②3規模基準のうち2を満たす者（バランスシート1,250万ユーロ、純売上2,500万ユーロ、従業員250人）

英国独自の顧客区分

Non-mainstream pooled investments（規制対象外集団投資スキーム、SPV発行証券等）、Non-readily realisable securities（P2P、投資型クラウドファンディング持分）のプロモーション・コミュニケーションを受け取ることができる顧客区分		
Certified High Net Worth Investor	過去12か月間でHigh Net Worth Investor Statementに署名した者 内容：年収10万ポンド、純資産25万ポンド（住居・年金資産は含まない）、投資案件に重大なリスクがあることを承知していることなど	
Sophisticated Investor	Certified Sophisticated Investor	①Non-mainstream Pooled Investmentsのリスクを理解するだけの知識があることを認証した認可機関の証書（36カ月以内）を保有し、②過去12か月間で、投資案件に重大なリスクがあることを承知しているとするSophisticated Investor Statementに署名した者
	Self-Certified Sophisticated Investor	過去12か月間でSelf-Certified Sophisticated Investor Statementに署名した者。 内容：重大なリスクがあることを承知した上で、左記の一つに該当すること：①直近6か月間でエンジェル投資家であったこと、②直近2年間で非上場企業投資を行ったこと、③直近2年間でプライベートエクイティもしくは中小企業金融に従事、④現在もしくは直近2年間で純売上100万ポンド以上の企業の役員
Certified Restricted Investor	過去12か月間でRestricted Investor Statementに署名した者 内容：過去12か月間でNRRSに純資産の10%以上を投資しておらず、今後12か月間でもNRRSに純資産の10%以上を投資しないこと、本件投資が重大なリスクを伴うことを承知していること	

(注) EUでは、2021年11月10日から適用開始のRegulation CrowdfundingにおいてSophisticated Investorの概念を導入予定(英国法の対象外)

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

英国におけるベンチャー投資促進税制の概要①

非上場企業への投資促進を目的とした英国の税優遇策

- Venture Capital Trust (VCT) : 集団投資スキーム(上場投資法人)を通じた非上場企業投資に係る税優遇措置。1995年に導入。
- Enterprise Investment Scheme (EIS) : 非上場企業への個別銘柄投資に係る税優遇措置。1994年に導入。
- Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) : よりアーリーステージの企業を対象としたEIS。EISを補完し、よりアーリーステージの企業への資金供給を強化する目的で2012年に導入、2014年に恒久化。

VCT・EIS・SEISの税優遇措置

	VCT	EIS	SEIS
年間投資限度額	20万ポンド	100万ポンド	10万ポンド
所得税還付率	30%	30%	50%
所得税還付のための最低保有期間	5年	3年	3年
キャピタルゲイン非課税	有	有 (3年以上保有)	有 (3年以上保有)
配当非課税	有	無	無
損益通算	不可	可 (所得もしくは他の投資利益)	可 (所得もしくは他の投資利益)
相続税控除	無	有 (100%)	有 (100%)

英国におけるベンチャー投資促進税制の概要②

■ VCT・EISの税優遇措置を受けるための投資対象企業の条件

- 投資時点の総資産1,500万ポンド未満
- 株式発行時点のフルタイム従業員250人未満
- 原則、設立7年以内の企業
- 知識集約型企業(KIC)に係る緩和措置: 設立7年→12年、従業員250人→500人

■ VCT・EIS・SEISの税優遇措置を受けるための投資対象企業の条件

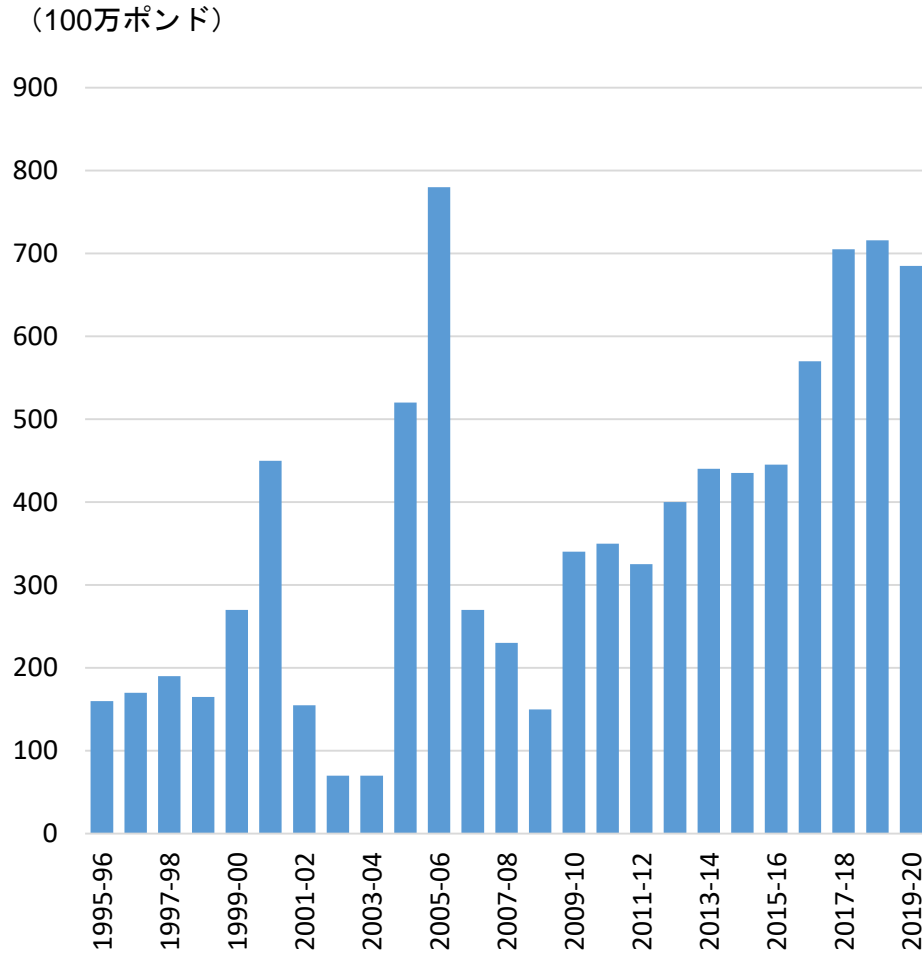
- 適格非上場企業(AIM企業含む)。但し上場した場合、5年間継続保有可
- 英国籍の企業(Permanent establishment in the UK要件を満たす企業)
- 財務省が税優遇による資金調達支援が不要とするセクターは投資対象から除外:
 - 石炭・鉄鋼、農業、リース、法務・金融、不動産開発、ホテル運営、発電、銀行・保険等
- 発行体の調達上限は年間500万ポンド、通算1,200万ポンド(KICは通算2,000万ポンド)

■ SEISの税優遇措置を受けるための投資対象企業の条件

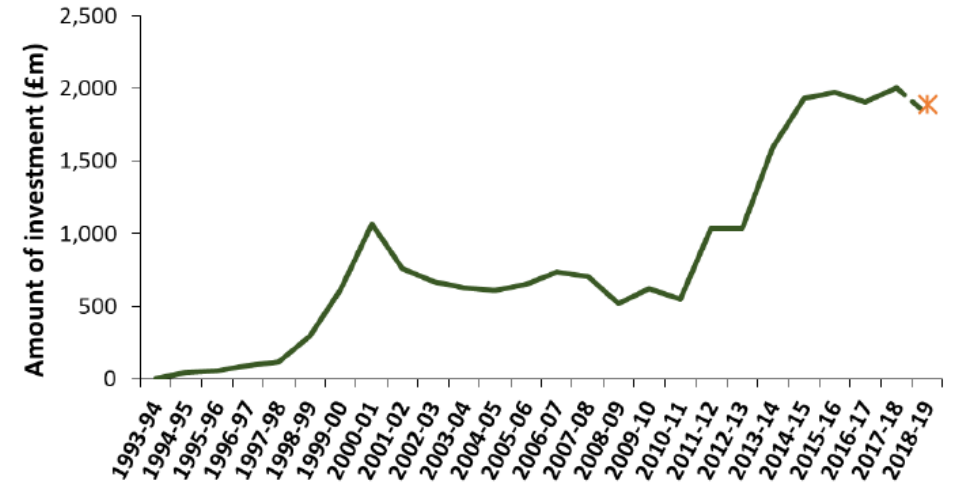
- 株式発行時点の従業員25人以下、総資産20万ポンド未満で、新規事業を営業もしくは準備している企業が対象

(参考)英国VCT・EIS・SEISの資金調達実績

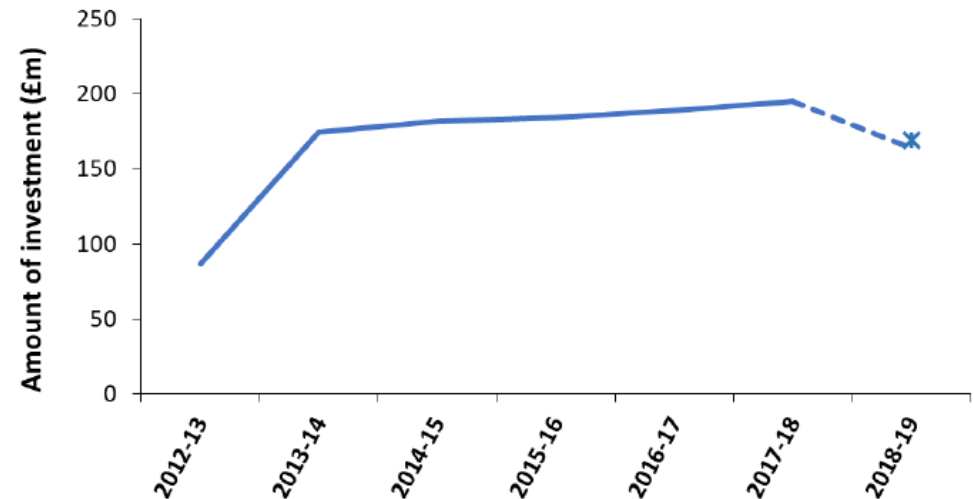
VCT調達額(各財政年度)



EIS調達額(各財政年度)



SEIS調達額(各財政年度)



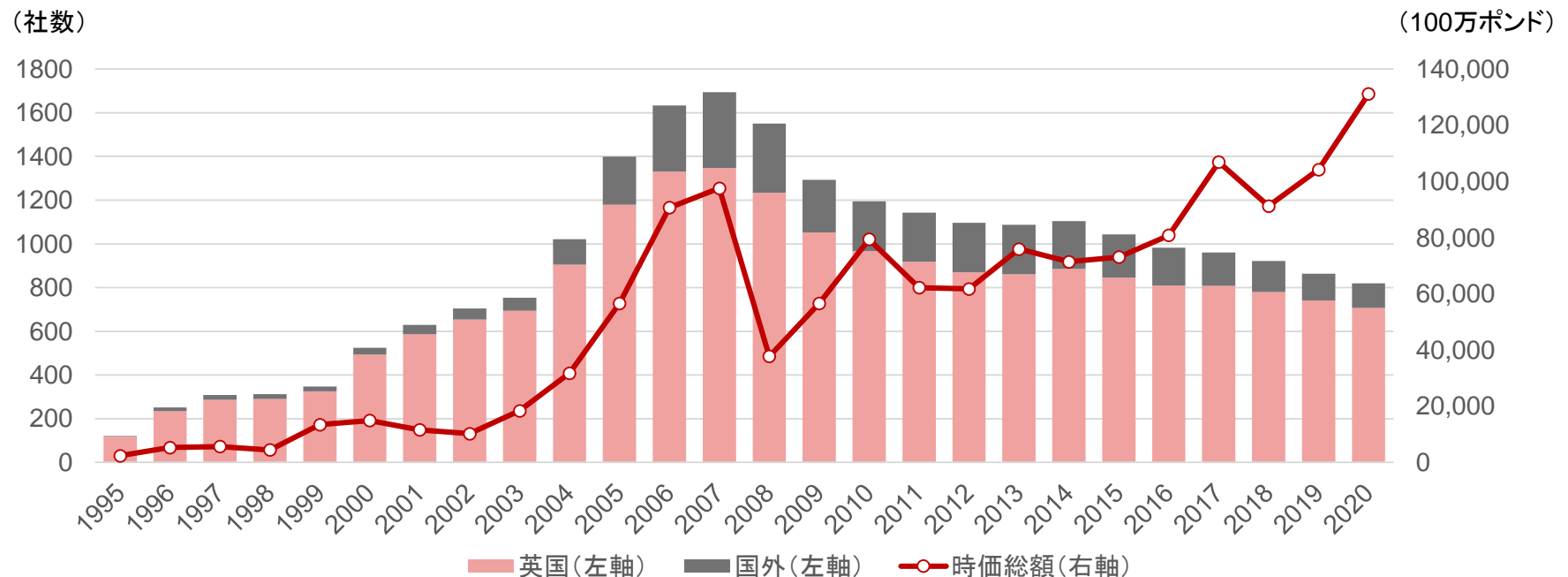
(注)EIS調達額、SEIS調達額の×印は推計値。
 (出所)HMRCより野村資本市場研究所作成

英国における非上場株式取引: ロンドン証券AIMの事例

AIM: ロンドン証券取引所の新興成長企業向け市場(1995年設立)

- 規制上は非上場市場であり、取引される銘柄はListedではなくAdmitted to tradingのステータス。簡易・低コストな資金調達を実現するべく、登録基準や継続開示等でMain Marketより緩やかな規制体系
- 取引所運営の非上場株市場という意味では、米NASDAQ Private Market(旧Second Market)が近似。但し、NPMは既存株主の持分流動化が主目的であるのに対して、AIMは資金調達が主目的。
- AIMではNominated Advisorが発行体のオンボーディングとその後のAIM規則順守や投資家対応等を支援。
- Nomadの多くは英国の地場証券であり、取引所の上場企業監視の機能に近い役割も担う。

AIMの企業数・時価総額推移



英国における非上場株式の取引

事例1: Aquis Growth Market

- Aquis Exchange Plc. (取引所運営会社)は、上場市場のMain Marketと非上場市場のGrowth Marketを運営。
- Icapが運営するISDXを買収したNEX Exchangeを2020年に買収、非上場市場Growth Marketを引き継ぐ。
- Growth MarketはMifid(ブレグジット後は英国法準拠)上のMTF(日本のPTSに相当)と位置づけ。
- 現状、英国で非上場の中小企業が資金調達をできる取引プラットフォームはAIMとAquisのみ。
- アーリーステージ企業を対象とするAccessとよりエスタブリッシュされた企業を対象とするApexにセグメントが分かれる。
- Corporate AdvisorがAIMIにおけるNominated Advisorと類似の役割を担う。
- 取引手数料はメッセージ数に応じたサブスクリプション方式。顧客注文を裏付けとしないプロップ取引は受け付けない。

事例2: Seedrs (英国第二位のエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォーム)

- 自社のプラットフォームで資金調達した企業の株式をセカンダリー取引できる機能を提供。
- 買い手には調達ラウンド以外の投資機会、売り手には持ち株の売却機会になるメリットを打ち出している。
- 取引手数料は、買い手・売り手双方にチャージ(加えて売り手の利益にも)
- 買い手は毎月特定の一週間(第一火曜午前11時から翌週火曜午前11時)に購入リクエストを提出しなければならない。
- Seedrsはセカンダリー機能をMTFなどの取引施設ではなくBulletin boardと位置付けている
- バリュエーション(株価)はSeedrsのPolicyに基づき、直近のSeedrsにおける調達ラウンド等が参照される

(参考)英国におけるクラウドファンディング市場の概況

- FCAは2014年、投資型クラウドファンディングに対する包括的規制体系を導入。
 - ・ 従前は、年収10万ポンドまたは純資産(住居・年金除く)が25万ポンド以上の富裕層や、self-certified sophisticated investorへの投資勧誘に関する適用除外が多用されていた。
 - ・ 適合性テストは、投資先が破綻する可能性が高いこと、配当が支払われる可能性が低いことを理解しているか、Yes/Noで問うなどの設問。
- 最大手CrowdCubeとSeedrsの市場シェアは、案件数・調達額ベースともに9割超。

FCAのクラウドファンディング規制

✓ 規制の対象となる証券の定義

投資型CF規制の対象は、価値算定が困難で流動性の低い株式・債券(NRRS: non-readily realisable securities)とする

✓ 投資勧誘が可能な投資家の分類

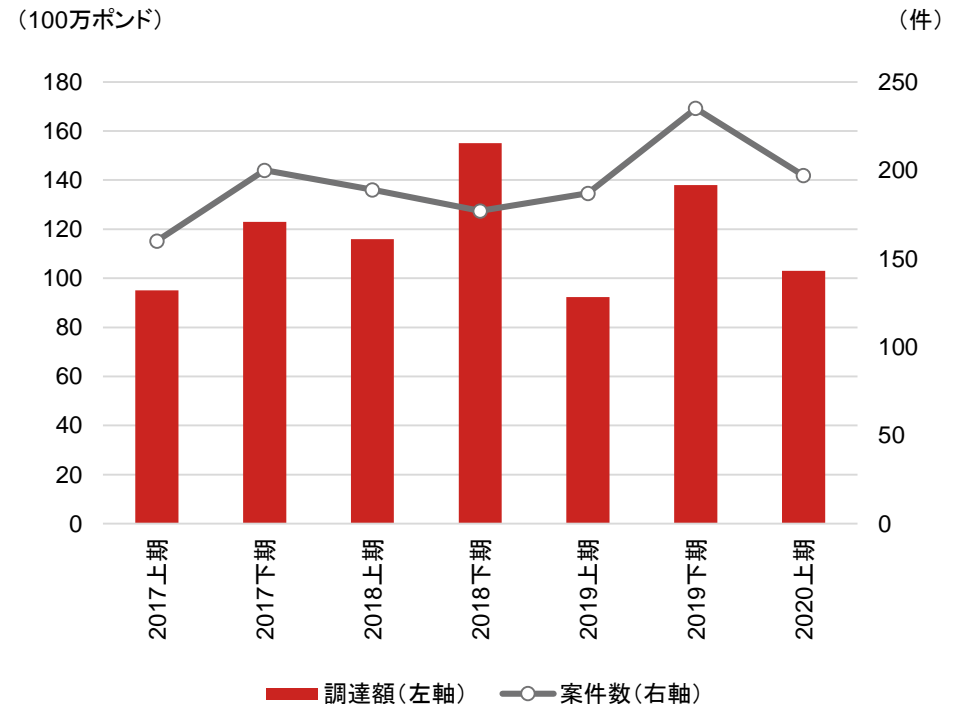
NRRSへの投資は多大なリスクが存在するため、以下に分類される投資家に対してのみ投資勧誘を可能とする。

- ・プロ投資家
- ・プロによる投資助言を受けた者
- ・コーポレートファイナンスやVC契約の一環で投資を行う者
- ・洗練された投資家(Sophisticated Investor)として認められる者
- ・富裕層(high net worth)として認められる者
- ・その他一般投資家(NRRSへの投資額は純資産の10%まで)

✓ 勧誘前の適合性テストの義務付け

投資助言を受けていない者に対しては、勧誘前に適合性テストを実施し、投資経験や投資リスクに関する理解を十分に有しているかを確認する。

英国クラウドファンディング市場: 調達額・案件数推移



米国・英国における非上場株式取引からの示唆

■ 高まるプライベート市場への関心

- 新興・中小企業： 上場に伴う負担、買収防衛等の観点から取引所上場以外の資本調達手段を確保・多様化したいというニーズ
- 投資家： 投資対象の分散化に加え、企業の成長ステージの早い段階で投資機会を獲得したいというニーズ(新興企業の従業員株主にとっては流動化ニーズ)

■ 非上場株式市場の活性化策・規制改革

- 発行体(開示の負担軽減)、投資家(リスク許容度表明の上で市場参加)の両面で継続的に行われている
- 英国の場合には、適格投資家制度と並んで税制優遇によりインセンティブ付与

■ セカンダリー取引プラットフォーム

- 既存株主の売却ニーズ・売却意向が起点
- 取引価格: VC/PEファンドの出資の際の評価額が参照されることが多い
- 財務情報等が細かく開示されているわけではない
- 発行体にとっては、OTC市場(米国)、AIM市場(英国)への登録も有力な選択肢

■ 非上場企業へのリスクマネー供給チャネル(投資ビークル)の多様化

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。