

米国における非上場株式の発行・流通を巡る 直近の状況

野村資本市場研究所 シニアフェロー

関 雄太

2025年4月18日

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL

© Nomura

非上場株式の発行・流通を巡る米国の状況(1)

1. IPOまでの期間長期化(14-15年に達する場合も) + 役員・従業員株主の流動化ニーズ
 - VCファンド(通常は期間10年)の売却ニーズも増大
 - Cap Table(資本政策表)がカギを握る
2. 非上場株の買い手側状況: 私募市場参加者は多様だが、機関投資家(QIB)が圧倒的
 - Growth Equity Investors: VCだけでなくPEやヘッジファンド、投資信託マネージャー(クロスオーバー投信)が参加
3. Accredited Investor(自衛力認定投資家)について
 - 自衛力認定投資家: SEC は2022年時点で米国全家計の18.5%(約2,400万世帯)と推計
 - しかし、非上場株セカンダリーにアクティブに参加するAccredited Investorは限られる
 - Self-Verification(自己証明)、自己責任が原則
4. 仲介業者(証券会社)の対応も機関投資家中心。かつIntermediaryに徹する姿勢
 - 大手証券会社はECM部署に専門部隊設置。ただしPlacement Agentの業務は非常にパッシブ(リサーチなどの情報・付加価値は提供しない)。
 - 一部の証券会社はウェルスマネジメント部門でも取り組んでいる
 - Accredited Investorsについては、QIBとはコンプライアンス対応がかなり異なっており(Regulation Best Interestの影響か)、証券会社の姿勢も比較的慎重とみられる

非上場株式の発行・流通を巡る米国の状況(2)

5. 非上場株式取引プラットフォーム: 価格決定から30~60日かけて決済(場合によっては90日)
 - 登録・審査手続きの自動化を進めるも、売買の際にはマニュアルのプロセスが残る(特に、譲渡制限株式の売買を発行体企業が承認するかどうかが重要となる)
 - セカンダリー取引が、ある程度の量で成立する銘柄の数は限られる
 - 売り手(スタートアップ役職員)、買い手(QIB)の両方にネットワークを有するかがビジネス上のカギか
6. SPV(Pre-IPO Fund)を通じた非上場株式の発行・流通が増大傾向
 - 証券会社等が、Registered Investment Advisor(投資運用業者)部門を作り、LLCもしくはLP形態でSPVを設置
 - Cap Tableを管理したい発行体からも好まれる傾向
 - RIAといえども、公募ミューチュアルファンドに求められるような情報開示・付帯サービスは提供していない
7. 規制当局の対応
 - 発行体の情報開示(適用除外)、Accreditedの自己責任などの背景
 - SEC、FINRAともに、セカンダリー取引の増大を注視してはいるが(実態、データの把握に努める)、具体的な動きはみせていない

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。