

In theory, the securities system protects not "a few and specified investors" but "many and unspecified investors."

理論的には、証券制度というのは、「特定少数の投資家」ではなく「不特定多数の投資家」を保護するものなのです。

		株式の状態		
		非上場かつ譲渡不可能	非上場かつ譲渡可能	上場(当然に譲渡可能)
投資家の状態	特定少数	家族的経営を行っている企業であれば何ら問題はない状態であろう。この状態では出資者の利益が害されるなどということは一切ない。	家族的経営を行っている企業であれば何ら問題はない状態であろう。この状態では出資者の利益が害されるなどということは一切ない。 ただし、実務上は株主構成の頻繁なもしくは意図されない変動は前提とはしていないとも言えるので、株式の譲渡には株主間の合意が法制度上求められるべきであろう。	—
	不特定多数	非上場企業が公に「募集」のみを行った場合にこの状態になることが想定されるわけであるが、ディスクロージャーが十分であれば、たとえこの状態であっても投資家の利益は害されるとは言えない。ただし、会社に清算期日の定めがない場合は、やはり株式の売却可能性をできる限り高めることが投資家保護の観点からは求められると言える。より望ましい投資家保護策は、株式を譲渡可能にすることであり、さらには、株式を上場させることである。	非上場企業が公に「募集」や「売出し」を行った場合にこの状態になることが想定されるわけであるが、ディスクロージャーが十分であれば、たとえこの状態であっても投資家の利益は害されるとは言えない。ただし、会社に清算期日の定めがない場合は、やはり株式の売却可能性をできる限り高めることが投資家保護の観点からは求められると言える。より望ましい投資家保護策は、株式を上場させることである。	最も望ましい状態である。不特定多数の投資家を相手に「募集」や「売出し」を行った時点で、やはり株式を上場させるべきである。

↑ 薄い黄色の部分が証券制度の担当範囲(保護すべき投資家は不特定多数の投資家のみ)。

証券制度が保護すべき対象の線引きは、「上場か非上場か？」ではなく「株式は譲渡可能か譲渡不可能か？」でもなく、「投資家は特定少数か不特定多数か？」である。