

日本の株式市場改革の遅れと 中堅・中小企業、ベンチャー企業の成長停滞

ー未上場株式市場 (Private Stock Market) の整備の方向性ー

2021年4月6日
経済産業研究所
コンサルティング・フェロー
田所 創

日本の株式市場改革の遅れと 中堅・中小企業、ベンチャー企業の成長停滞^{*1}

1. 未上場株式市場が発達していない日本の株式市場

- 米国では歴史的な株式資本市場改革が続き、上場株式市場と未上場株式市場が両輪となって発展している。一方、日本では、未上場株式市場が発達しないまま東京証券取引所一極集中が続く—
- 中国、英国その他の国々も米国を追いかけて未上場株式市場と上場株式市場の両方を発展させる—

2. 資本を調達して成長する米国企業、銀行融資で成長するしかない日本企業

- 米国企業は創業直後から資本形成（キャピタル・フォーメーション）を進めてユニコーン企業になり、上場してグローバル・メジャーへと成長する—
- 日本企業は創業直後から銀行融資を調達して緩やかに成長する。ベンチャーファンドから資本を調達できたスタートアップ・ベンチャー企業がIPOを果たす—

3. 株式市場のパフォーマンス

- 米国では、セカンダリーマーケットで未上場株式に市場価格が形成される。成長見込みの高い企業は、株価が上昇し、時価総額が拡大して、ユニコーン企業へと成長する。日本では、未上場株式市場が未発達で、市場価格も形成されず、資本調達額の累計以上に時価総額が拡大することはほとんどなく、国内でユニコーン企業へと成長することは困難を極める—
- 米国ではユニコーン企業になってからの大型のIPOが多い。中国、英国もこれに続く。日本では、経済規模の割にユニコーン企業が少ない。IPOの規模も桁違いに小さい（スモールIPO）—
- 米国では未上場企業への投資が株式市場の拡大と個人の資産形成に貢献する。日本では投資家が専ら上場株式市場で投資する。未上場株式の個人の資産形成への貢献は限定的—

4. 資本による成長がほとんどできない日本の中堅・中小企業、ベンチャー企業

- 日本企業の資本（エクイティ）調達額は米国と比べ桁違いに少ない—
- 日本のスタートアップ・ベンチャー企業の資金調達額は米国と比べ遥かに少ない。IPO時の時価総額も小規模でスモールIPOと呼ばれる—

^{*1} 本資料は、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 (Policy Discussion Paper)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 (2020年9月)」の概要に、データ等内容を追加して作成したものである。

- 日本の機関投資家・個人投資家は未上場株式を購入・転売できずに未上場企業へほとんど投資しない。ファンドへの投資も限定的でベンチャーファンドの規模も抑制される—
- 米国では多様な業種の中堅・中小企業が、創業直後の小規模なときから私募や小規模公募で投資家から資本を集めて成長投資をする。日本の中堅・中小企業は資金を銀行融資に頼り続ける—
- 日本の中堅・中小企業、ベンチャー企業は、未上場株式を発行し、資本を調達して、大胆に投資すること(エクイティ・ファイナンス)ができずに、成長が停滞する—

5. 日本の未上場株式市場が未発達である要因

- IT時代の株式市場改革に遅れて、厳重な規制が残り、未上場株式の取引・市場の法制度が未整備—

6. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制

- 日本では幾重もの規制が未上場株式の取引を縛りつけ、未上場株式の取引も店頭市場も発展しない—

7. 日本の株式資本市場改革の3つ(+1)の遅れと失われた30年

- 日本の株式市場の改革は米国他と比べ(1)未上場株式の市場制度、(2)証券会社と中堅・中小企業のビジネスモデル、(3)未上場株式の取引・規制・監視におけるIT導入という3つの面で遅れを取る。世界では、この30年で、株式市場からの資本調達によるエクイティ主導の企業の成長と経済成長が主流となる—
- さらに、世界では株式市場のデジタル・トランス・フォーメーションが始まっている。日本に対し 4つのトラックを同時に疾走する改革が迫られている—

8. 日本の株式市場改革のための7つの制度改革

- (1) 小規模公募制度(ミニIPO)の創設
- (2) 私募制度の抜本拡充
- (3) 私募転売制度の創設
- (4) 株式投資型クラウドファンディングの拡充
- (5) 未上場株式マーケットプレイスの創設
- (6) 証券会社の投資銀行機能の抜本強化と未上場株式の店頭市場の形成
- (7) 未上場株式PTS市場の整備

1. 未上場株式市場が発達していない日本の株式市場(1)

一米国では歴史的な株式資本市場改革が続き、上場株式市場と未上場株式市場が両輪となって発展している。一方、日本では、未上場株式市場が発達しないまま東京証券取引所一極集中が続く一

(1) 世界最高のパフォーマンスを誇る米国株式市場は、1996年のNSMIA (National Securities Market Improvement Act)、2012年のJOBS Act、2015年のJOBS Act 2.0等で歴史的な株式資本市場改革を続ける。未上場株式市場と上場株式市場が両輪となって発展し、ITネットワークで一体となった多層的・多極分散型の株式市場を形成している。一方の日本市場は、未上場株式の取引が困難で、市場が発達せず、東京証券取引所一極集中型となっている。

米国：全米取引システム等のITネットワークで一体化した
多層的・多極分散型の市場構造

○ 上場株式市場 上場企業 4,397社

・証券取引所 16ヶ所

NYSE, NYSE American, NYSE Arca Equities, NYSE Chicago, NYSE National, NASDAQ, NASDAQ BX, NASDAQ PHILX, Cboe BZX Equities, Cboe BYX Equities, Cboe EDGA Equities, Cboe EDGX Equities, The Investors Exchange, MEMX, MIAAX, MIAAX Pearl.

・上場株式店頭市場 *1 ATS *2 運営会社 50社

第2市場(取引所会員証券会社)

第3市場(非会員証券会社)

○ 未上場株式市場

・全米(州際)の未上場株式市場 ATS 運営会社 50社

OCT Markets (店頭登録市場 *3) ATS運営会社：OTC-Link
OTCQX市場, OTCQB市場, PINK市場 3,931銘柄

グレー・マーケット (州際店頭市場) 2,763銘柄

未上場株式マーケットプレイス *4 (運営会社多数) 主要4社で200~300銘柄

クラウドファウンディング 運営会社 51社, 発行会社 591社

・各州の店頭市場 (参考：2013-17年私募実施企業 83,802社)

ローカル・ストック・マーケット (州内店頭市場) 50州

○ 証券会社・登録外務員 3,607社, 63万人

日本：未上場株式市場が未発達で、ほぼ上場株式市場のみの
東京証券取引所一極集中型の市場構造

○ 上場株式市場 上場企業 3,652社

・証券取引所 4ヶ所

東京証券取引所(取引高の99.9%が集中)
市場第1部, 第2部, ジャスダック,
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

・上場株式店頭市場 PTS *2 運営会社 2社

取引所外取引 (店頭市場) うち店頭登録市場 *3 (PTS運営会社):
ジャパンネクスト証券(株) (JNX), チャイエックス・ジャパン(株) (Chi-X)

○ 未上場株式市場

株主コミュニティ 19銘柄

クラウドファンディング 運営会社10社 91銘柄

店頭取扱有価証券制度 (データ不明)

○ 証券会社・登録外務員 266社, 7.6万人

極小規模

*1 証券会社と顧客との取引を店頭取引、証券会社の連携で店頭取引が一体となった市場を「店頭市場」という。

*2 ATS, PTSともに証券会社が設置する証券取引所類似の市場の需給調整・売買取引を行うITシステムである。

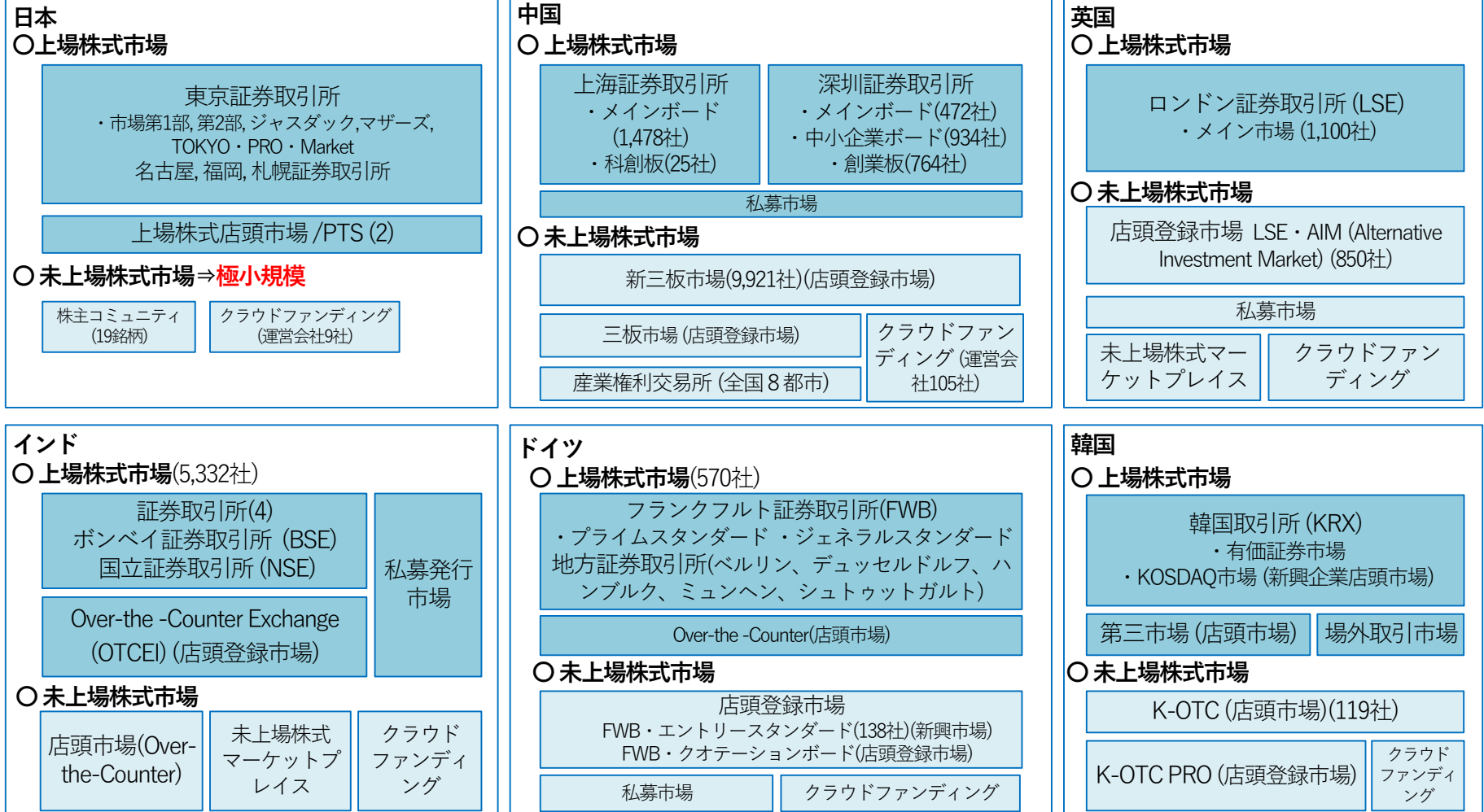
*3 本資料では、店頭市場のうち、証券会社等の運営者のもとATS又はPTSで取引が行われるものを「店頭登録市場」と呼ぶ。

*4 未上場株式を企業、投資家がオンラインで売買するプラットフォームをいう。

1. 未上場株式市場が発達していない日本の株式市場(2)

—中国、英国その他の国々も米国を追いかけて未上場株式市場と上場株式市場の両方を発展させる—

(2) 中国、英国、インド、ドイツ、韓国など多くの国々で、米国の株式市場改革を追い駆けて上場株式市場と未上場株式市場の両輪で株式市場を発展させる。各国それぞれ株式投資型クラウドファンディングや未上場株式のオンライン・マーケットプレイスも伸長している*1。中国も米国型の多層構造の市場を目指している。



2. 資本を調達して成長する米国企業、銀行融資で成長するしかない日本企業(1)

一米国企業は創業直後から段階的に資本を調達し、資本形成（キャピタル・フォーメーション）を進めてユニコーン企業となり、上場してグローバル・メジャーへと成長する

(1) 米国では、株式市場の改革が進み、証券取引法の免除規定等を活用して、企業の資本形成と投資家の株式の購入・投資が未上場株式市場（プライベート・マーケット）から始まる。上場株式市場（パブリック・マーケット）で企業がグローバルに成長し、投資家は巨額のリターンを得る。

① 米国の成長企業は未上場株式により資本を調達し、成長する。（別添の補足データ参照）

- ・中堅・中小企業は、未上場株式市場で資本を調達して投資し、収益力を高めて成長する。その後、上場してグローバルに成長するか、未上場企業のまま資本調達を続け成長する。
- ・スタートアップは、未上場株式市場で資本を調達して投資し、ユニコーン企業など十分に成長した後にIPOをして、巨額の資金を調達し、グローバルに急成長する*1。

② 機関投資家・個人投資家は、証券会社等を通じて未上場株式に投資し、株式が市場で流通する。市場価格が上がると資本調達額累計を超えて時価総額が拡大し、さらなる資本調達を加速する。

- ・機関投資家、富裕層から一般の投資家までが、未上場株式に投資する。投資家間で未上場株式が流通し市場価格が付き、資本調達額累計の数倍もの時価総額となり、これが企業のさらなる資本調達を容易にする。

③ 未上場株式への投資が個人の資産形成に大きく貢献する。

- ・以上の結果、ユニコーン企業等が大型のIPOを実現し、グローバルメジャーに成長すると、証券取引所の株価が上昇し、時価総額が拡大して、個人の資産形成に寄与し、さらに株式市場に資金が集まる。



○上場株式市場
16証券取引所

NYSE

NASDAQ他

店頭市場

第2市場・第3市場

/ (ATS)

<レギュレーションATS>

【Post IPO 段階】

IPO

Unicorns

時価総額10億ドル
(1,100億円*3)以上

【Private to Private】

【レイター（グロス）段階】

銀行

グロスファンド
(PEファンド, ミューチュアルファンド)

ベンチャーファンド

【ミドル段階】

【初期段階（アーリー）】

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

*1 未上場株式市場で資本を調達して十分成長してから上場し、グローバルに成長した有名企業に、LinkedIn (2011年にIPO), Facebook(2011年), Twitter(2013年)などがある。日本ではメルカリ(2018年)。

*2 < >は証券取引法の免除規定・セーフ・ハーバー・ルール。これらの詳細はP. 16以降を参照。

*3 1ドル=110円で換算している（以下同じ）。

2. 資本を調達して成長する米国企業、銀行融資で成長するしかない日本企業(2)

一日本企業は創業直後から銀行融資を調達して緩やかに成長する。ベンチャーファンドから資本を調達できたスタートアップ・ベンチャー企業がIPOを果たすー

(2) 日本では、未上場株式市場がほとんど発展していないため、企業は、創業後、ファンドの資金を得られたスタートアップを除き、銀行ローンと内部留保などにより成長する。投資家は専ら上場株式へ投資する。近年IPOの件数は堅調だが、スタートアップの多くが小規模な時価総額でIPOを行い、その後の成長も不十分となる。

① 企業が銀行融資中心に資金を調達する。

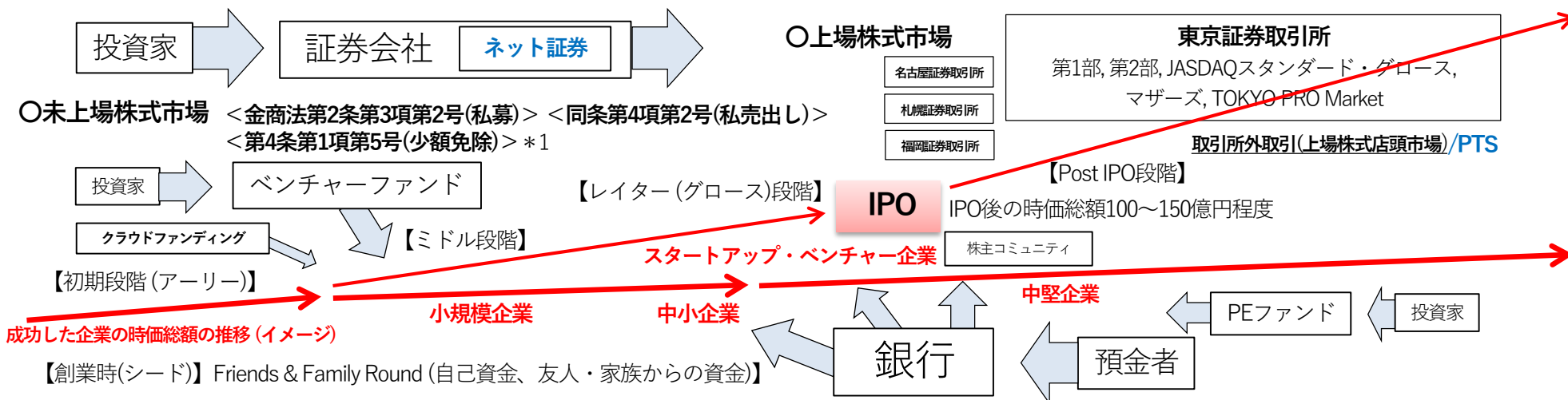
- ・創業するときは、米国と同様に、自己資金と友人・家族から集めた資金で事業を開始する。
- ・その後、銀行からの融資で資金を調達する(極一部がクラウドファンディングを活用)。
- ・スタートアップは、ベンチャーファンド等からの投資に頼ってIPOにたどり着く。

② 未上場株式は投資家の投資対象とならない。企業は資本政策のため必要ときに縁故募集をする。

- ・未上場株式は、企業の発行実績が乏しく、一部の小規模な制度を除き開示義務もなく、流通もしないので、投資家の投資対象とならない。ファンドの取引やM&A等を除き未上場株式の取引の実態は乏しい。市場価格がないため未上場株式に投資するファンドの評価も困難となり、機関投資家等がファンドに投資することを抑制する。
- ・中堅・中小企業等は、資本政策上必要ときに縁故募集(少人数私募による第三者割当等)を行なっているといわれる。

③ 株式市場は証券取引所とその周辺で発展

- ・未上場株式市場が発展していないことが、この限りで証券取引所のパフォーマンスを引き下げる。



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

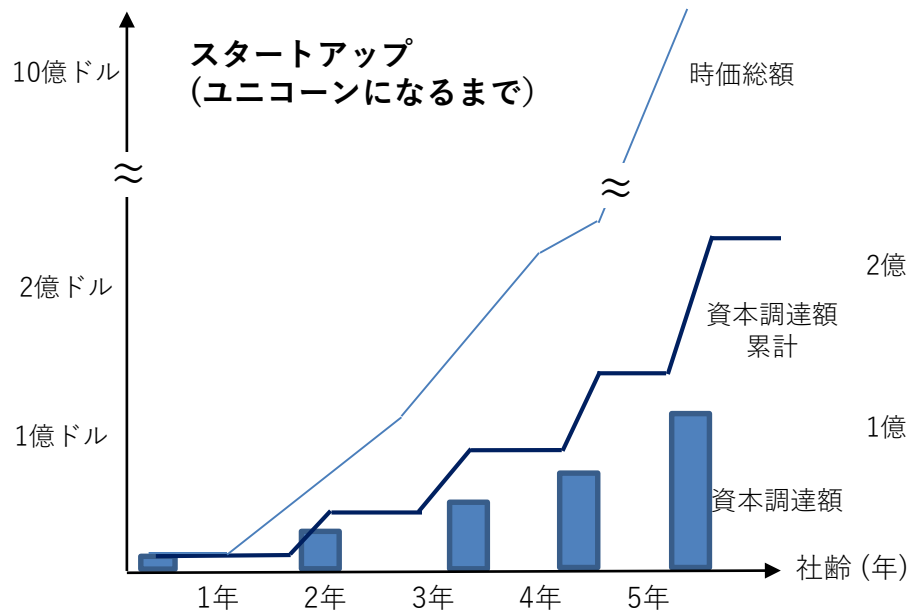
3. 株式市場のパフォーマンス(1)

—米国では、セカンダリーマーケットで未上場株式に市場価格が形成される。成長見込みの高い企業は、株価が上昇し、時価総額が拡大して、ユニコーン企業へと成長する。日本では、未上場株式市場が未発達で、市場価格も形成されず、資本調達額の累計以上に時価総額が拡大することはほとんどなく、国内でユニコーン企業へと成長することは困難を極める—

(1)セカンダリーマーケットでの未上場企業の株価の上昇、時価総額の拡大とユニコーン企業の輩出

- ◇ 未上場株式市場が発展している米国では、企業が未上場株式市場で資本を調達し、投資家が未上場株式を売買して市場価格が形成される。成長見込みの高い企業の株価が上昇し、時価総額が拡大し、次の資本調達と投資を加速し、さらに時価総額が拡大する。この好循環の中で多くの企業がユニコーン企業(時価総額10億ドル以上の未上場企業)へと成長する。中国他の国々も同様に未上場株式市場でユニコーン企業が成長する。
- ◇ 日本では、未上場株式の取引と市場が未発達な中、企業の未上場株式に市場価格が成立せず、ベンチャーファンド等からの資本調達額の累計を時価総額が超えることもほとんどなく、国内でユニコーン企業へと成長することは大変困難となっている。

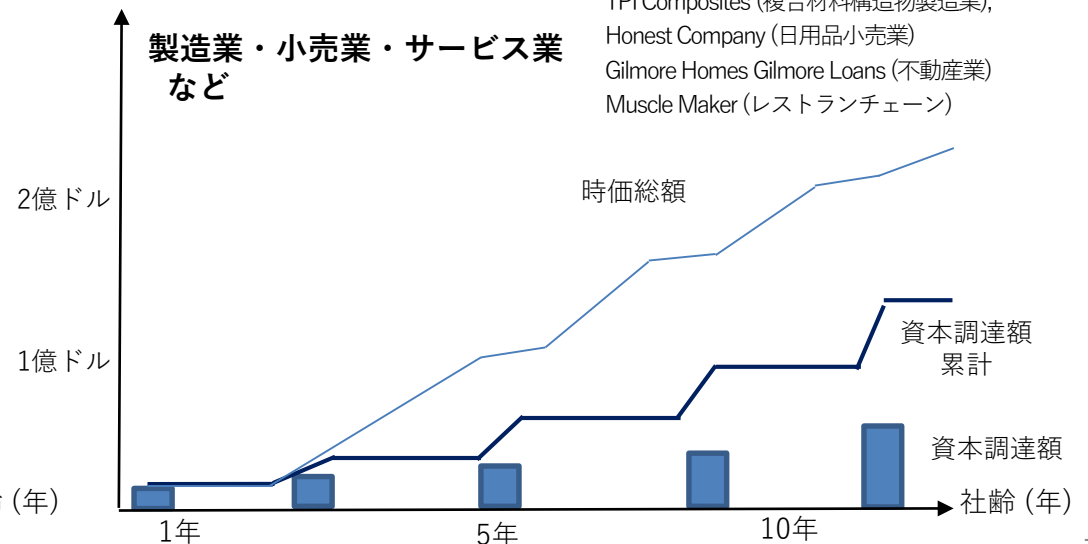
○米国での資本調達額、累計額と時価総額の推移(イメージ) ⇒別添の補足データ(事例集) 参照



※補足データ(事例集) 掲載企業

Uber Technologies, Zoom Video Communications
908 Devices (質量分析器等製造業)
TPI Composites (複合材料構造物製造業),
Honest Company (日用品小売業)
Gilmore Homes Gilmore Loans (不動産業)
Muscle Maker (レストランチェーン)

製造業・小売業・サービス業 など



3. 株式市場のパフォーマンス(2)

—米国ではユニコーン企業になってからの大型のIPOが多い。中国、英国もこれに続く。日本では、経済規模の割にユニコーン企業が少ない。IPOの規模も桁違いに小さい（スモールIPO）—

(2) ユニコーン企業の数とIPO企業の数及びIPO調達額

- ◇ 米国では、企業が未上場株式市場から資本を調達し、大胆に投資して成長し、市場価格を上昇させ時価総額を拡大させてユニコーン企業となってからIPOをして上場し、さらに巨額の資本を調達し、グローバル・メジャーへと成長する。米国型の株式市場の構築を進める中国その他の国々でもユニコーン企業が増加している。
- ◇ 日本では、未上場株式市場が未発達なため、企業の資本調達が困難なことに加え、市場価格の上昇と時価総額の拡大もできず、ユニコーン企業数は少ない。IPOの件数は多いが、時価総額が小規模なときのIPOのため、資本調達額も少ない。

○ユニコーンの社数は世界で501社(2020年11月時点)。過半が米国企業。日本はわずか4社。

順位	国名	ユニコーン企業数	合計501社に占める割合	順位	国名	ユニコーン企業数	合計501社に占める割合
1位	米国	243	48.5%	7位	イスラエル	8	1.6%
2位	中国	118	23.6%	8位	ブラジル、フランス	7	1.4%
	EU計	33	6.6%	10位	インドネシア	5	1.0%
3位	インド	25	5.0%	11位	日本、香港	4	0.8%
4位	イギリス	24	4.8%	13位	オランダ、シンガポール、スウェーデン、スイス	3	0.6%
5位	ドイツ	12	2.4%	17位	オーストラリア、カナダ、コロンビア、南アフリカ、スペイン	2	0.4%
6位	韓国	11	2.2%	22位	クロアチア、エストニア、アイルランド、リトアニア、ウルグアイ、ポルトガル、フィリピン、ルクセンブル	1	0.2%

○2019年1-9月にIPOを果たしたユニコーン企業のうち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)

出所: EY Global IPO Activity Report : Q4 2019

○日本はIPOをした企業数は比較的多いが、IPOの規模は小さく、1件当たりの調達額は韓国より少なく、インド並みとなっている。

2019年	日本	米国		中国			英国	インド	韓国	インドネシア
証券取引所	東京証券取引所	NASDAQ	ニューヨーク証券取引所	上海証券取引所	深圳証券取引所	香港証券取引所	ロンドン証券取引所	インド国立証券取引所 ムンバイ証券取引所	韓国証券取引所	インドネシア証券取引所
IPO件数（企業数）	89	128	37	120	77	154	21	62	43	54
IPOによる調達額(億ドル)	36億ドル	267億ドル	233億ドル	264億ドル	93億ドル	379億ドル	58億ドル	25億ドル	21億ドル	10億ドル
IPO1件当たりの調達額 ×110円	0.40億ドル 44億円	2.09億ドル 229億円	6.30億ドル 693億円	2.20億ドル 242億円	1.21億ドル 133億円	2.46億ドル 271億円	2.76億ドル 304億円	0.40億ドル 44億円	0.49億ドル 54億円	0.19億ドル 20億円

出所：CB Insights 2020年11月25日のデータ

3. 株式市場のパフォーマンス(3)

—米国では未上場企業への投資が株式市場の拡大と個人の資産形成に貢献する。日本では投資家は専ら上場株式市場で投資する。未上場株式の個人の資産形成への貢献は限定的—

(3) 株式市場の個人の資産形成への貢献

- ◇ 未上場株式市場と上場株式市場がともに発達する米国では、成長企業の未上場段階からの大胆な投資が企業の収益性を高め、株価が上昇し、株式市場を通じて個人の資産形成に寄与する。
 - ・米国では、企業が証券取引法や米国証券取引員会 (SEC*1) のセーフ・ハーバー・ルール等*2に従って、創業直後からグローバルに成長するまで、未上場市場から上場株式市場までを通じて、投資家に株式を販売し、資本 (equity) を調達する。
 - ・このため、企業が資本を活用して収益性の高い事業に投資する⇒株式時価総額が拡大する⇒株式市場により多くの投資家と資金が集まる⇒企業の資本調達が進むという好循環が存在する。
 - ・結果として、株式市場が個人の資産形成に大きく寄与する。(個人金融資産84兆ドル (9,282兆円) 中18.5%が株式)
- ◇ 未上場株式市場が未発達の日本では株式市場を通じた企業成長とその個人の資産形成への寄与が限定的である。
 - ・日本では、資本を活用して成長できるのは、ほぼ上場企業とベンチャーファンドから投資を受けられたスタートアップに限られる。未上場株式市場に早期に投資し、上場後に高いリターンを得られるのは、ベンチャーファンドに投資した一部の投資家のみとなる。
 - ・ユニコーン企業のIPO・上場が少ないなど、未上場株式市場と上場株式市場の相乗効果は存在せず、この限りで、米国と比べて証券市場のパフォーマンスが低くなる。このように、未上場株式の個人の資産形成への貢献は限定的となっている (個人金融資産1,854兆円中10.6%が株式。米国では84兆ドル(9,282兆円)中18.5%)。

○ 米国は日本と比べて企業の収益力が高く、これが株価へ反映されている。

・ ROE 米国：18.4 日本：9.4 ・ PER 米国：19.9 日本：11.0

○ 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。

	米国	米国/日本(倍)	日本
・金融資産全体	243兆8,663億ドル (2京6,825兆2,930億円)	3.1	8,604兆4,236億円
・株式金融資産	42兆ドル (4,726兆円) (金融資産全体の17.6%)	4.4	1,069兆円(同12.4%)
・個人金融資産	84兆ドル (9,282兆円)	5.0	1,854兆円
・株式	15.5兆ドル (1,715兆) (個人の金融資産の18.5%)	8.7	196兆円(同10.6%)

*1 SEC：Securities and Exchange Commission。

*2 セーフ・ハーバー・ルールとは、これに従えば法律に違反することはない規則を呼ぶ。詳細はP.16以降を参照。

4. 資本による成長がほとんどできない日本の中堅・中小企業、ベンチャー企業(1)

—日本企業の資本（エクイティ）の調達額は米国と比べ桁違いに少ない—

(1) 資本を燃料とした企業の成長(equity fueling growth)と資本(エクイティ)調達額

- ◇ 米国では、企業が未上場のときから株式市場で資本を盛んに調達して、大胆に投資し、イノベーションを進めている。この株式市場の機能が、国際競争力を高め、経済を成長させ、雇用を生み、国民の生活水準を向上させると広く認識されている。このような、米国で1990年代から始まったエクイティ主導 (equity fueling) のイノベーション・成長と経済成長を他の主要国も追いかけている。
- ◇ 日本では、企業の資本調達額が米国と比べ桁違いに少ない。未上場株式市場が発展していない中、未上場株式による資本調達は、活発には行われていない。資本政策のための少人数私募による縁故募集等が行われる。

○ 米国と日本の公募又は私募による資本調達額には大きな格差がある。

- ・ 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)、1件当たりの資本の調達額は2.2億ドル (242億円)、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。米国は私募だけで日本の公募による資本の調達額を超える。
- ・ 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*1 3,356億円、合計で9,218億円となる。1件当たりの調達額は、公募38億円、第三者割当て11億円となる。未上場株式の私募による金額・件数は不明である。

米国	公募 + 私募	公募	私募
2018年	2,335億ドル	2,212億ドル	123億ドル
1ドル = 110円	25兆6,854億円	24兆3,364億円	1兆3,490億円
	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

- ・ 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。
- ・ 一件当たりの公募額は、米国は日本の6.4倍。

日本	公募 + 第三者割当	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	データ不明
1件当たり	20億円	38億円	11億円	-

*1 上場企業の第三者割当は、発行株式の公募と同様、金商法2条第3項の「有価証券の募集」として、有価証券届出書の提出等の義務の下で行われている。

4. 資本による成長がほとんどできない日本の中堅・中小企業、ベンチャー企業(2)

— 遥かに少ない日本のスタートアップ・ベンチャー企業の資金調達とスモールIPO —

(2) スタートアップ・ベンチャー企業の資金調達とIPOの規模

- ◇ 日本では、IPO前のスタートアップ・ベンチャー企業に対する投資額は年間で米国の約33分の1と極小規模(米国では投資1件当たり約13億円に対し、日本では年間1社当たり約3億円)。
シード、アーリー、レイターと企業が成長するにつれて、米国では一件当たりの投資額が急激に拡大するが、日本では拡大せずに、レイターステージの資金が不足していると言われる。
- ◇ 日本のスタートアップ・ベンチャー企業は、未上場株式市場が未発達で、ベンチャーファンドに資金を頼らざるを得ない中で、多くが上場を急いで、資本形成が不十分なまま50億円程度の小規模な時価総額IPO(スモールIPOと呼ばれる)を行い、上場後の成長も伸び悩むと言われている。

○ 日本はスタートアップ・ベンチャー企業への投資額は米国と比べ極小規模となっている。

米国：スタートアップへの投資額と件数 (VC Deal Flow) ① ÷ ② = 32.89

	2017	2018	2019 (1ドル=110円)
投資額(億ドル)	871億ドル	1,418億ドル	1,334億ドル 14兆6,740億円 ①
件数	10,392件	10,648件	11,359件
1件当たりの投資額	838万ドル	1332万ドル	1174万ドル 12億9,184万円

出所 NVCA 2020 Yearbook

日本：スタートアップによる資金調達額と投資先社数

	2017	2018	2019 ②
調達額(億円)	3,319億円	4,387億円	4,462億円
調達社数	1,945社	2,055社	1,406社
1社当たりの調達額	1.71億円	2.13億円	3.17億円

出所 NIITIAL, 「Japan Startup Finance 2019 国内スタートアップ資金調達動向」

米国：一件当たりの平均投資額

	エンジェル・シード	アーリー	レイター
2018年	162万ドル	1,099万ドル	3,591万ドル
	1億7,849万円	12億879万円	39億5,041万円
2019年	201万ドル	1,113万ドル	2,968万ドル
	2億2,069万円	12億2,411万円	32億6,479万円

出典：VEC 2019 ベンチャー白書 (NVCA YEARBOOK 2020からVEC作成)

日本：投資先一社当たりの平均投資額

	シード	アーリー	レイター
2018年	7,060万円	7,420万円	9,824万円
2019年	6,580万円	9,530万円	3億4,680万円

出典：VEC 2019 ベンチャー白書

○ 日本では未上場段階の資本形成が不足してIPOをするときの時価総額もIPOによる調達額も小規模なもの(スモールIPO)。

- ・ 上場するときの時価総額は、米国はもとより、シンガポール、香港なども5万ドル(550億円)以上と言われる。
- ・ 日本では、多くが公募価格で時価総額100億円未満程度であり、初値で時価総額が150億円から200億円になると成功と言われる*1。スモールIPOといわれる小振りの上場であり、米国ではレギュレーションAのミニIPO(募集額5,000万ドル(55億円)以下)で行われる範囲に収まる。

4. 資本による成長がほとんどできない日本の中堅・中小企業、ベンチャー企業(3)

ー日本の機関投資家・個人投資家は、未上場株式を購入・転売できずに、未上場企業への投資をほとんどしない。ファンドへの投資も限定的でベンチャーファンドの規模も抑制されるー

(3) 機関投資家・個人投資家のスタートアップ・ベンチャー企業及びベンチャーファンドへの投資

- ◇ 日本では、未上場株式市場が未発達なため、機関投資家・個人投資家が未上場企業へ直接投資することは少なく、スタートアップは資金をベンチャーファンドや関連事業会社に頼る。ベンチャーファンドは資金を主に金融機関、事業会社やベンチャーキャピタル等(GP)から集める。未上場株式に市場価格がなく、ファンド等の投資先の時価評価が困難な中、広く個人を資金源とする年金基金等のベンチャーファンドへの投資は極わずか。
- ◇ 米国では、私募に応じて各種のファンドや金融機関、事業会社、個人等の多様な投資家が未上場企業に直接投資する。レイターステージ等の未上場株式が市場価格で時価評価できることもあり、ベンチャーファンドへの投資は、年金(pension)や、養老・学資保険(endowment plan)、財団(foundation)等からが過半を占める。

① 日本のスタートアップの投資家別資金調達

	2016年	2017年	2018年	2019年	
VC*1	1,134億円	1,338億円	1,771億円	2,202億円	46.4%
事業法人	631億円	1,629億円	2,058億円	1,416億円	29.8%
金融機関	119億円	242億円	324億円	285億円	6.0%
海外法人	25億円	68億円	85億円	151億円	3.2%
個人	34億円	50億円	80億円	88億円	1.9%
その他	631億円	653億円	707億円	601億円	12.7%
総計	2,574億円	3,981億円	5,026億円	4,744億円	100.0%

(出典) INIITIAL, 「Japan Startup Finance 2019 国内スタートアップ資金調達動向」

② レギュレーションDの私募に応じた投資家のタイプ別の数(2009-2017)

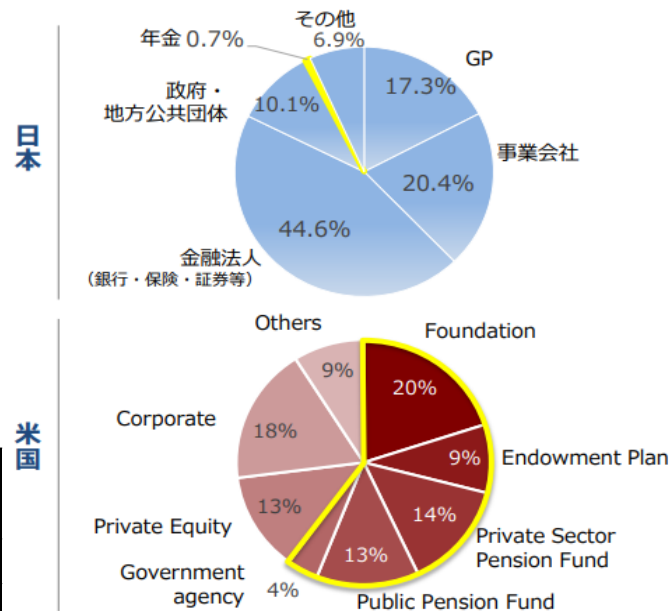
	ヘッジファンド	PEファンド	VCファンド	その他のファンド	金融サービス	不動産業	非金融投資家*2	合計
投資家数	35,218	27,174	9,097	38,824	20,868	69,705	115,403	316,288
割合	11.1%	8.6%	2.9%	12.3%	6.6%	22.0%	36.5%	100.0%

(出所) DEAR レポート(2018)。

*1 VC(ベンチャーキャピタル)からの調達額にはベンチャーファンドからのものを含む。

*2 非金融投資家は事業会社、個人投資家等である。このうち10%弱が適格投資家以外の一般の投資家とされる。

③ ベンチャーファンドへの投資家の構成割合



(出典) JVCA「日本のベンチャーエコシステムの現状と業界における今後の展望」(2019)から抜粋。

4. 資本による成長がほとんどできない日本の中堅・中小企業、ベンチャー企業(4)

—米国企業は創業直後から私募や小規模公募で多額の資本を調達し、資本形成して成長する—

(4) 米国企業の私募、小規模公募(ミニIPO)による多額の資金調達

◇ レギュレーションD*1に基づき未上場株式又は社債の私募等のうち4割弱が100万ドル(1億1,000万円)以下の資金を募集をした。一方、5,000万ドル(55億円)を超える資金の募集も多い(4,689件)。このように米国企業は日本のIPO調達額の平均である44億円(2019年)を上回る調達を私募で行っている。

◇ JOBS Actで拡充されたレギュレーションA+ Tier 2に基づく未上場株式又は社債の公募の件数は年々増加している。2018年では公募1件当たりの募集額は2,500万ドル(27億5,000円)となっている。

○未上場株式の公募・私募に活用される主なセーフハーバールールとしては以下のものがある(これらの詳細はP.16以降を参照)。

- 1) レギュレーションDルール506(私募)、2) 同ルール504(小規模公募)、3) レギュレーションCF(クラウドファンディング)
- 4) レギュレーションA(ミニIPO)、5) 私募その他の免除取引及びルール144A(適格機関購入者への転売)

① 2009-2017年のレギュレーションDによる私募等の募集規模別の件数

100万ドル以下 (1億1,000万円以下)	100万ドル超、 500万ドル以下 (1億1,000万円超、 5億5,000万円以下)	500万ドル超、 5,000万ドル以下 (5億5,000万円超、 55億円以下)	5,000万ドル 超 (55億円超)	合計
49,808件	44,066件	31,539件	4,689件	130,102件
38.3%	33.9%	24.2%	3.6%	100.0%

(出所)SEC DERA (2018) 図表7a。

② 2015年－2018年のレギュレーションA+ Tier 2の件数及び公募額(募集当初の額の計)

	2015年	2016年	2017年	2018年
募集額	0.86億ドル	16億ドル	24億ドル	23億ドル (2,530億円)
件数	29件	74件	87件	92件
募集額/件	297万ドル	2,162万ドル	2,759万ドル	2,500万ドル (27億5,000万円)

(出所) D. Gosselin, dbbmckennon, 29. January 2019, "Reg A+ 2018 Year in Review – Looking to 2019".

<http://dbbmckennon.com/blog-and-news/2019/1/29/reg-a-2018-year-in-review-looking-to-2019>

*1 レギュレーションDに関するデータは、SEC Division of Economic and Risk Analysis(DERA)の報告書(2018年10月)の各図表による。同レポート図表3ではレギュレーションDによる募集の件数中、資本が65.5%、ファンドへの出資金が26.4%、社債が13.0%、その他新株引受権等の権利・権利行使後の株式等が19.0%としている。

*2 SECは免除規定のハーモナイゼーションのため2020年11月に各種の限度額等の変更を決定し2021年1月14日に公布、3月15日に施行した。¹³

○レギュレーションD

レギュレーションDの募集件数のうちルール504は1割程度。他はルール506の私募。このうち9割が506(b)による。

レギュレーションDルール504の小規模公募はそのほとんどが募集規模100万ドル以下。

- ・ルール504: 12ヶ月で1,000万ドル以下(500万ドル以下から引き上げられた*2)の小規模公募
- ・ルール506(b): 洗練された投資家35名以内及び適格投資家に購入者を限定した私募
- ・ルール506(c): 適格投資家に購入者を限定した私募

○レギュレーションA+とは、レギュレーションAのうちJOBS Act以降で拡充された1年間の募集額500万ドル超、7,500万ドル(82億5,000万円)以下の範囲を呼ぶ。

- ・Tier 1: 2,000万ドル以下、
- ・Tier 2: 2,000万ドル超、7,500万ドル以下(5,000万ドル以下から引き上げられた*2)

4. 資本による成長がほとんどできない日本の中堅・中小企業、ベンチャー企業(5)

米国では、多様な業種の中堅・中小企業が、創業直後の小規模企業のときから私募や小規模公募で投資家から資本を集めて投資して成長する。日本の中堅・中小企業は資金を銀行融資に頼り続ける一

(5) 米国企業の私募・小規模公募等による資本調達

◇ 米国では、中堅・中小企業・小規模事業者が、多様な業種で、創業直後から、成長段階に応じて、レギュレーションDなどのSECのセーフ・ハーバー・ルール等に基づき、資金を調達して投資し、成長する。

① レギュレーションD実施企業の業種別構成等

レギュレーションD 合計	6,719件	
ファンド	1,743件	
ファンド以外	4,976件	100.0%
金融（銀行・保険・金融サービス）	475件	9.5%
金融以外	4,501件	90.5%
技術系事業	1,154件	23.2%
コンピューター産業	63件	1.3%
バイオテクノロジー	118件	2.4%
その他の技術系事業	973件	19.6%
製造業	179件	3.6%
農業	62件	1.2%
エネルギー（石油・ガス、省エネルギー他）	481件	9.7%
不動産・住宅・不動産金融	1,215件	24.4%
広告（コマーシャル）	609件	12.2%
小売業	111件	2.2%
飲食業	105件	2.1%
健康・医療・医薬品・病院	296件	5.9%
航空・交通・観光・旅行業	60件	1.2%
対事業所向けサービス	88件	1.8%
その他（電気通信、建設、環境、電気設備）	141件	2.8%

○ 米国では、レギュレーションDの私募に基づき、コンピューター・バイオなどの技術系企業のみならず、広告業、不動産業、製造業、小売業、飲食業、旅行業など多様な業種の企業で、資本が調達されている。

○ レギュレーションDに基づき未上場株式又は社債の私募を行った米国企業は、その6割強が創業後3年以内、売上100万ドル（1億1千万円）以下であり、8割強が売上500万ドル（5億5千万円）以下となっている。

② レギュレーションDの私募を実施した会社の社齢

創業後	
6年以上	30%弱
4年～5年	10%弱
2年から3年	15%程度
1年	50%弱

③ レギュレーションDの私募を行った企業の年間売り上げ規模（試算）

売上(revenue)	100.0%
1億ドル超	3.8%
2,500万ドル超、1億ドル以下	4.3%
500万ドル超、2,500万ドル以下	9.7%
100万ドル超、500万ドル以下	19.7%
100万ドル以下	62.6%

（出所）SEC DERA(2018) 中、①は図表12の2013年9月から2017年11月までのデータ、②③は2009年から2017年のデータ、②は図表16、③は図表15を基に公表データのある発行会社（ファンドを除く）に限定して筆者が試算。

4. 資本による成長がほとんどできない日本の中堅・中小企業、ベンチャー企業(6)

—日本の中堅・中小企業・ベンチャー企業は、未上場株式を発行し、資本を調達して大胆に投資すること（エクイティ・ファイナンス）ができずに、成長が停滞する—

(6) 株式資本主導型の成長 (equity- fueling innovation and economic growth)

◇ 米国では、企業が創業直後から未上場株式を発行して資本（エクイティ）を積極的に調達して、大胆に投資し、高収益のビジネスモデルを実現し、大企業へと成長し、上場してグローバルメジャーを目指す。このダイナミックな動きが米国全体の経済成長を加速させる。

- ・米国では、スタートアップから小規模企業、中堅・中小企業、大企業までが株式市場を資本調達の手段として活用する。
- ・米国企業は、創業直後から、エクイティ・ファイナンスによって、資本を調達して、大胆に投資し、又は財務を改善して、時価総額を拡大し、資本形成を続けて成長する。

◇ 中国、韓国などもこの米国型の成長モデルを追いかけ、未上場株式市場を整備している。

◇ 未上場株式の取引が不活発で、上場株式に片寄った日本の株式市場は、未上場企業のエクイティ・ファイナンスの手段としては一部を除きほぼ機能していない。

このため、日本の成長企業は、エクイティ・ファイナンスができず、米国企業を先頭にエクイティ主導のダイナミックな成長を続ける多くの国々の企業を追いかけることも大変困難な状況にある。

- ・日本では、未上場株式市場が未発達で、中堅・中小企業は、未上場株式によって有限責任、返済不要の資本を調達できずに、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ある。
- ・このため、多くの企業で、返済確実性を審査され、調達した翌月から返済が始まる銀行融資による低リスク・低リターンの投資が常態となり、経営者は慎重な投資判断と緩やかな成長を求めることに慣れてしまっている。

＜資金の本来の用途＞ 資本→新技術・新商品開発、新規投資、市場開拓、財務改善等

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

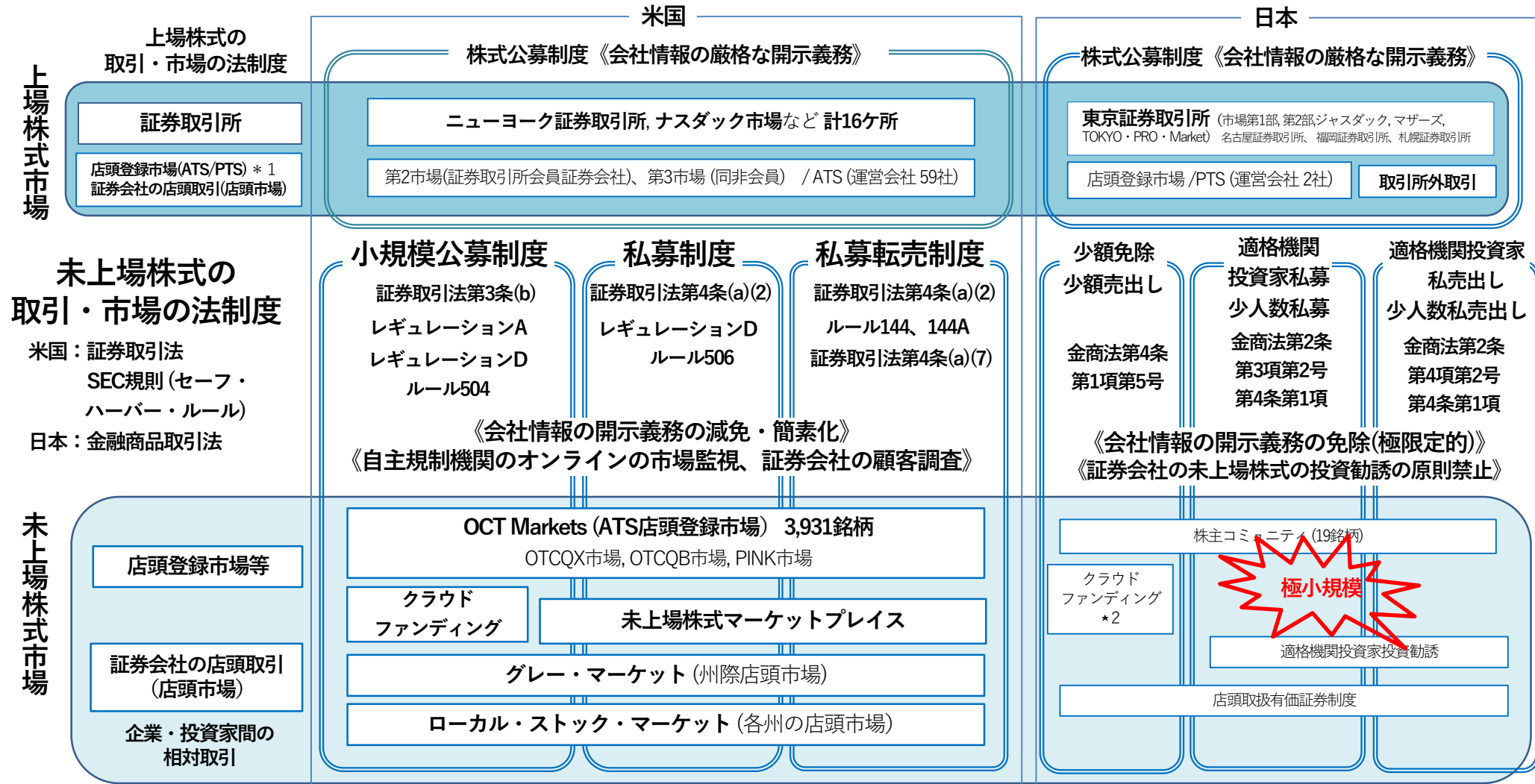
◇ このように資本を活用できないことが、日本企業の他国と比べた投資の量と質の違いを生み、特に中堅・中小企業、ベンチャー企業のイノベーションと成長の停滞を招き、生産性の格差となって企業の中長期的な国際競争力を低下させる。

未上場株式市場が十分機能していないことが、日本で資本ストック型の経済成長が進まない要因の一つとなっているのではないか。（失われた30年）

5. 日本の未上場株式市場が未発達である要因—概要

—IT時代の株式市場改革に遅れ、厳重な規制が残り、未上場株式の取引・市場の法制度が未整備—

◇ 米国では企業が成長段階ごとに資本を調達する多層の市場構造と、これを支える各種の法制度が整備されている。国を挙げて絶えず制度を見直し、他の国々もこれを追い駆けている。一方、日本では株式市場改革が米国他の国々と比べて遅れ、IT化の時代に対応困難な幾重もの厳重な規制が残り、未上場株式の取引・市場を支える法制度が未整備のままとなっている。



5. 日本の未上場株式市場が未発達である要因—日本と米国の法制度の比較(1)

◇ 株式取引の規制の大枠を日本と米国で比較すると以下のとおり。日本では厳重な規制が未上場株式の取引を縛っている。

(1) 株式を公募するときの会社情報の開示義務

- ・ 発行会社が株式の購入を一般・多数の投資家に勧誘する(株式の公募)ときは、株式を発行する会社は、規制当局に登録(届け出)し、会社情報を提出して開示(公衆縦覧)することが義務付けられる(開示義務)。
- ・ 開示義務を履行する費用等の負担が重い場合、発行会社は開示義務を履行して株式の公募をするときは証券取引所に上場する。
- ・ 株主が持ち株を転売するために株式の公募を行うときは、株主が会社の主な関係者のときなど、投資家保護のために必要な場合、発行会社に開示事務が課せられる((2)③)。

(2) 開示義務の免除(未上場株式の取引の自由化)

・ 厳格な開示義務は以下の①私募、②小規模公募、③私募転売等の場合に免除され、未上場株式が取引される(未上場株式の自由化)。

① **私募**：発行会社が適格投資家又は少人数の一般投資家に未上場株式の購入を勧誘・販売するときは、開示義務が免除される。

日本 [金商法第2条第3項第2号、第4条第1項]
・ 適格機関投資家又は半年間で50名未満までの投資家の勧誘。
・ 適格機関投資家の範囲：
1) 金融機関等の機関投資家、
2) 有価証券残高10億円以上の法人又は個人。

米国 [証券取引法第4条(a)(1)、**レギュレーションDルール506**等]

- ・ 適格投資家又は1年間で35名以下の「洗練された投資家」が私募に応じて株式を購入することができる(勧誘の対象者は限定されない)。フォームDによる株式の登録と簡易な会社情報の開示が必要。
- ・ 適格投資家の範囲：1) 金融機関等の機関投資家、2) 純資産500万ドル(5億5,000万円)超の法人・事業会社、3) 住居以外の純資産100万ドル(1億1,000万円)超、又は年収20万ドル(2,200万円)超の個人(世帯30万ドル(3,300万円)超)、4) 証券外務員資格など自主規制機関の試験等によって得られる特定の資格や投資会社の従業員など特定の経歴の投資する十分な知識と専門性を有する者、5) ファミリーオフィス(家族の資産運用会社)の従業員又はその顧客である資産家*1。

② **小規模公募**：発行会社が以下のような一定期間に少額の未上場株式の公募を行うとき

日本 [金商法第4条第1項第5号]
・ 募集額1年間で1億円未満(少額免除という)。1億円未満、1,000万円超の場合は、有価証券通知書(非開示)の提出義務がある。
・ 転売するときは小規模売出し又は私売出しをすることになる。

米国 [証券取引法第3条(b)、**レギュレーションA**]

- ・ 募集額1年間で7,500万ドル(82.5億円)以下の株式の発行・公募には、フォーム1-Aによる株式の登録と軽減された会社情報の開示が求められる。2000万ドル超の募集をしたときは同様に軽減された継続開示義務もある。
- ・ 小規模公募に応じて購入した株式を転売するときは、原則開示義務が課されずに公募することができる。

※ **Private Stock Offering(PSO)**：①小規模公募や②私募など、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仕組みを呼ぶ。

5. 日本の未上場株式市場が未発達である要因—日本と米国の法制度の比較(2)

(2) 開示義務の免除(未上場株式の取引の自由化)(続き)

③ 転売規制

- ・発行会社が開示義務を履行して公募した株式については、これを購入した投資家(株主)が転売するときは、原則、重ねて開示義務が課されることはない。例外として以下の場合、投資家保護のため、株主がこのような株式の転売の公募をするときも、発行会社に開示義務が課される。

日本 [金商法第2条第4項、同法施行令第1条の7の3]*1

- ・発行会社、発行会社の主な関係者(役員、主要株主・その役員、子会社・その役員等)又は金融商品取引業者が株式をこれら以外の者と売買する場合。
- ・金融商品取引業者間で株式を売買する場合。

米国 [証券取引法第4条(a)(2)]

- ・発行会社、そのディーラー又は引受け業者が転売の取引をする場合。

④ 私募転売(PSR)*1)

- ・上記の場合、及び私募等で開示義務免除の下で販売された(転売するときは開示義務が課される)株式は、以下の方法で開示義務免除の下で転売できる(私募転売)。私募は私募転売と組み合わせることで公募と同様の資本調達を行うことができる。

日本 [金商法第2条第4項第2号、第4条第1項]

- ・適格機関投資家若しくは少人数(1か月で50人未満)の投資家に限って勧誘(私売出しと呼ばれる)して転売する、又は小規模な売出し(1億円未満)を行う。

米国 [ルール144A(適格機関購入者への転売)、証券取引法第4条(a)(7)(適格投資家への転売)、ルール144(一般の投資家への転売)]

- ・私募等での取得後一定の販売禁止期間(半年)と、一定の会社情報の提供等の義務の下、適格投資家、適格機関購入者、さらに、発行会社の同意を得て公募で一般投資家に販売することができる。

(3) 証券会社の登録と未上場株式の取引及び店頭市場の規制

*1 P.21 *3 参照。

- ・証券の自己売買、証券の取引の媒介等をする証券会社には、業務運営の方法や財務等の基準を満たして登録する義務を課す。

日本 [日証協店頭有価証券規則第3条、金商法第29条の4第1項第4号イ]

- ・証券会社は、日本証券業協会の規則で未上場株式の投資勧誘が原則禁止される。(例外として、M&A仲介、株主コミュニティ、適格機関投資家投資勧誘及び店頭取扱有価証券制度があるが、厳格な規制の下、M&A仲介を除き取引の実態は乏しい。)
 - ・証券業(第1種金融商品取引業)の登録要件では、最低資本金等が元引受け幹事を行うときは30億円、元引受けは5億円。
- ⇒大手証券会社だけが適格機関投資家私募等の元引受け業務を行える。

米国

- ・各種のセーフ・ハーバー・ルール(証券会社の顧客の調査・確認の義務等)とFINRA(全米証券業協会)の自主規制(銘柄の登録及び取引の報告等)及び監視の下、証券会社が未上場株式の取引を積極的に行う。
- ⇒証券会社は、中小企業を含む企業の資本調達を支援する投資銀行として活動し、投資家間を仲介し、州レベルから連邦レベルまでの店頭市場を形成する。

5. 日本の未上場株式市場が未発達である要因—日本と米国の法制度の比較(3)

(4) 証券市場の規制

① 証券取引所の規制

- ・証券取引所の開設は、米国では登録制、日本では免許制。証券取引所での売買は証券会社を通じて実施される。

② 私的取引システム(PTS/ATS)の登録制

- ・証券会社は登録を受けてオンラインの市場取引システム(米国：ATS, 日本：PTS)を設置して店頭登録市場を運営することができる。

日本 [金商法第2条第8項第10号、同施行令第1条の7の3第3号]

- ・PTS (Proprietary Trading System) で未上場株式を転売すると、原則として厳格な開示義務が課せられる。このため、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 [レギュレーションATS]

- ・上場株式、未上場株式の双方で、レギュレーションATSの下、多くの証券会社がATS (Alternative Trading System) を用いて店頭登録市場を運営している。

③ 未上場株式マーケットプライイス

- ・未上場株式マーケットプライイスとは、未上場株式がオンラインで発行・販売され、又は投資家間で売買されるマッチング・プラットフォームをいう。

日本

- ・先述の各種規制のため設置できない。

米国

- ・未上場株式マーケットプライイスが伸長している(イギリス、インドなど各国でも同様)。
- ・上記の免除規定やセーフ・ハーバー・ルールに基づき、オンラインで発行会社が小規模公募や私募等を行い、これに応じた投資家や発行会社の役職員等が未上場株式を転売し、機関投資家、個人等が売買する。

④ 株式投資型クラウドファンディング

- ・インターネットを通じて少額の株式の公募を行い、一般の投資家から少額の投資額を募るシステムを株式投資型クラウドファンディング (Crowd Funding: CF) いう。発行会社の勧誘活動はシステム経由に制限され、投資家への一定の情報提供義務が課される。

日本

- ・募集総額(1企業1年間の募集額)：1億円未満。
 - ・投資額の制限(投資家1人の1年間の投資額)：1社当たり50万円以下(投資する件数に制限はない)。
- ⇒日本では、CFで資本調達した発行会社がIPOするまでは、発行会社はCF以外の手段での資本調達がほぼできず、投資家はCFで購入した株式の転売がほぼできない。

米国*1

- ・募集総額(1企業1年間の募集額) 500万ドル(5億5,000万円)。
- ・投資額の制限(投資家1人の1年間の投資額)：年収又は資産額に応じて最大10.7万ドル(1,177万円)(適格投資家は無制限)。

*1 SECは、2021年3月に、募集総額上限を107万ドル(1億1,770万円)から引上げ、また、適格機関投資家については投資額の制限を廃止した。P.13 脚注*2参照。

6. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制(1)

—幾重もの規制が未上場株式の取引を縛りつけ、未上場株式の取引も、店頭市場も発展しない—

- ◇ 日本の未上場株式の取引には、米国と比べて以下のような厳格な規制が存在する。このため、企業が資本を調達するために未上場株式を発行・販売し、投資家間が未上場株式を転売する等の取引が活発に行われない。未上場株式の店頭市場も一部の小規模な制度を除きほぼ成立していない。
- ◇ 米国では、未上場株式の取引・市場制度が整備されている。株式市場改革を続けて、JOBS Act の制定以降、未上場株式マーケットプレイスが伸長し、また株式投資型クラウドファンディングも創設され、成長している。

(1)未上場株式市場の取引の「自由化」の範囲

①小規模公募の範囲が狭い。

- ・株式の公募（一般又は不特定多数の投資家への株式の購入の勧誘をいう*1）をする企業には、会社情報の厳格な開示義務が課される。募集額が少額の公募についてはこの厳格な開示義務が減免されるが、この範囲が日本では米国と比べ大変狭い。

日本：1年間に募集額 1億円未満*2（少額免除という）

米国：1年間に募集額 7,500万ドル (82.5億円) 以下*3

②適格機関投資家の範囲が狭い。

- ・株式の私募（一定の範囲の又は少数の投資家への株式の購入の勧誘をいう）をする企業には、厳格な開示義務が免除される。この私募に応じて未上場株式を購入できる適格投資家の範囲が日本では米国と比べて大変狭い。

日本の適格投資家（適格機関投資家という）：法人も個人も、有価証券残高10億円以上。

米国の適格投資家：事業会社は純資産500万ドル（5億5,000万円）超。個人は住居以外の純資産100万ドル（1億1,000万円）超、年収20万ドル（2,200万円）（世帯では30万ドル（3,300万円））超、又は特定の資格・経歴の者等*4。

③私募の対象として、勧誘先を限定する（米国では購入者を限定する）。

日本：適格機関投資家のみを、又は半年間で50名未満までの投資家を勧誘することができる。よって、募集目標額に達しなくても、適格機関投資家以外の者を半年間で49人までしか勧誘できない。

米国：適格投資家又は1年間で35名以下の洗練された投資家*5 が私募に応じて株式を購入することができる。よって、募集目標額を達成するまで、適格投資家以外の者や35名より多い洗練された投資家を何人でも勧誘することができる。

*1 企業は費用等の負担の重い厳格な開示義務が課される公募をすると、通常、費用対効果を考え、同時に証券取引所に上場する。

*2 募集額が1億円未満、1,000万円以上では募集通知書の提出（非公表）が求められる。

*3 2021年3月に5,000万ドル（55億円）から引き上げられた。P.13 脚注*2参照。 *4 P.17 脚注*1参照。

*5 洗練された投資家とは、一般の投資家のうち一定の投資経験があり、投資の利益と損失とリスクを評価できる者をいう。発行会社に投資家が洗練された投資家に該当することを合理的に確認する(reasonably believe)ことが求められる。

6. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制(2)

(2)未上場株式の市場制度

① 米国のプライベート・ストック・オファリング (Private Stock Offering : PSO) のように、一定の投資家保護の下で企業が未上場株式で資本を調達する仕組みがほとんどない。

- ・日本では、小規模公募や私募では何らの開示義務もない。
- ・米国では、証券取引委員会 (SEC) がレギュレーションA (小規模公募)やレギュレーションD (小規模公募・私募) 等のセーフ・ハーバー・ルールを定め、プライベート・ストック・オファリング (PSO) という未上場株式による資本調達の方法を整備している。PSOでは、厳格な開示義務が免除される代わりに、株式の登録と会社情報の簡易な開示義務が課されるなど、一定の投資家保護がある。取引銘柄は自主規制機関に登録され、証券会社はオンラインで取引を報告し監視を受ける。(→(3)①)

② 未上場株式の転売の規制が幅広い

- ・株式の転売の公募に対して厳格な開示義務が課される範囲が、以下のように、日本は米国と比べて幅広い*1。
日本：1) 未上場株式の発行会社、発行会社の主な関係者 (主要株主・役員・子会社・子会社の役員等) 又は金融商品取引業者が有する未上場株式の、これら以外の投資家への転売、及び金融商品取引業者等の間の転売等。
2) 私募に応じて購入した未上場株式の転売等 (金商法第2条第4項、同法施行令第1条の7の3)。
米国：発行会社、そのディーラー又は引受け業者との転売 (証券取引法第4条 (a)(2)、ルール144 *2)。

③ 私募で購入した株式は私募と同様に適格機関投資家又は少人数に限定して勧誘 (私売出し) をすることになる。米国のように、インターネット等で勧誘して一般の投資家等に転売することができない。

- ・日本では、②の厳格な開示義務が課せられる株式の転売においては、開示義務を免除される適格機関投資家又は50名未満の少人数の投資家を対象とする募集 (私売出し) 又は1億円未満の小規模公募 (売出しの少額免除) をすることになる。
- ・米国では、投資家が私募で購入した株式を一定の条件の下で厳格な開示義務を免除されて転売する仕組み (以下、**私募転売** (private stock resale : **PSR**) *3と呼ぶ) が整備されている。私募等で購入した投資家は、半年間の転売禁止期間の後、一定の情報提供等の義務の下、証券取引法第4条(a)(7)に基づき適格投資家に、ルール144Aで適格機関購入者に、又はルール144で発行会社の同意を得て公募で一般の投資家に転売することができる*4。私募にルール144が組み合わされて公募と同様の効果を発揮する。JOBS Actでは、ルール144Aの適格機関購入者への転売についてもインターネット等の広告を解禁した。

*1 日本では金商法第4条第1項で株式の公募による転売に原則として厳格な開示義務を課し (売出しの届出)、例外を列举している。1)、2) では、開示義務が課される場合の主なものを挙げている。小規模公募に応じて発行会社から購入した株式の公募についても、他の未上場株式の転売と同様に1) 2) のような場合に開示義務の対象となり、これを免除されるため小規模売出し又は私売出しをすることになる。

*2 ルール144では、会社の主な関係者のために株式を分売する者も引受け業者に含まれるとしている。

*3 Private placement resale、private resales of restricted securitiesなどと呼ばれることもある。

*4 転売禁止期間は強制的に開示義務が課される報告会社の株式の場合は1年間とされる。会社の主要関係者が転売する場合は販売数量に制限がある。

6. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制(3)

(3)証券会社の未上場株式による投資銀行業務

① 証券会社の未上場株式の店頭取引（投資勧誘）が原則禁止されている。

- ・日本の証券会社は、日本証券業協会の規則で未上場株式の投資勧誘が原則禁止される。
例外として、比較的盛んなM&A仲介、極小規模な株主コミュニティに加え、適格機関投資家投資勧誘と店頭取扱有価証券制度が設けられている。これらは、以下のように厳格な規制の下、取引の実態は乏しい。
 - 1) 適格機関投資家投資勧誘⇒上記(1)②③及び(2)等の規制が課される。
 - 2) 店頭取扱有価証券制度⇒上記(1)(2)の規制に加えて、有価証券報告書の企業情報の部に準じる会社内容説明書の作成、取得後2年間の適格機関投資家以外への転売制限が課される。
小規模公募や少数私募・私売り出し等では証券会社の投資勧誘が禁止される。発行会社は自ら勧誘活動を行うことになるが、証券会社と顧客との関係が活用できない状況での未上場株式の公募・私募の実施は大変困難である。
- ・米国では、各種のセーフ・ハーバー・ルールとFINRAの自主規制の下、証券会社が未上場株式の店頭取引を積極的に行い、各州レベルから連邦レベルまで広範に店頭市場が形成されている。
 - 1) 証券会社に顧客の未上場株式に係る注文が厳格な開示義務を免除されているか調査・確認する義務が課せられる。
 - 2) FINRAのルールで、FINRAは州際で取引する株式すべてに取引銘柄記号 (trading symbol) を割当て、証券会社は取引を全件オンラインで報告する義務が課せられる。FINRAはこの情報で取引を監視する。

② 最低資本金の規制があり、小規模な証券会社は企業の私募・小規模公募等における元引受けを行えず、投資銀行として活躍できない。投資銀行業務への他業種からの新規参入も抑制される。

- ・日本では、第1種金融商品取引業の登録要件に、自己資本比率規制に加え、最低資本金等が元引受け幹事を行うときは30億円、元引受けは5億円求められる。大手の証券会社でなければ、中小企業の適格機関投資家私募や、小規模公募等における元引受け業務等はできない。このことが、ベンチャー・キャピタルやITプラットフォームなど他の業種等からの元引受けについての新規参入を抑制している可能性もある。
- ・米国では、最低資本金の規制はなく、都市部はもとより地域の中小企業の小規模公募や私募の引受け等を地元の証券会社（ブローカー・ディーラー）が積極的に支援するなど、証券会社が中小企業の投資資金を資本・社債で集める投資銀行として活動している。

なお、日本では、証券会社は転売のための株式の公募についても、自己所有の未上場株式を金融商品取引業者や、会社の主要な関係者以外の投資家に勧誘すると厳格な開示義務が課される（→(2)③）。このため、自己売買による店頭売買や証券会社間の売買ができず、このことが未上場株式の店頭市場の発展の妨げとなる可能性がある。

6. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制(4)

(4) ITシステムを活用した未上場株式の市場の設置

① PTSによる未上場株式の店頭登録市場が設けられない。

・日本では、上記(1)から(3)の規制に加え、証券会社が設置するオンラインの市場取引システム(Proprietary Trading System : PTS)について、これが未上場株式を取扱うと原則として転売の規制の対象となり、厳格な開示義務が課せられる。

このため、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。

・米国では、上場株式、未上場株式の双方で、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*1 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。OTC Markets等の店頭登録市場やナスダック・プライベートマーケット等の未上場株式マーケットプレイスなどで、ATSを用いて未上場株式を取り扱っている。

② 未上場株式マーケットプレイスが設置できない。

・日本では、以上の厳しい規制の下、企業がオンラインで未上場株式を、発行・販売し、又は投資家間で売買する未上場株式マーケットプレイスも設置できない。

・米国では、未上場株式マーケットプレイスが伸長し、オンラインで発行会社が小規模公募や私募等を行い、発行会社の役員や社員等が未上場株式を転売し、機関投資家、個人投資家等が売買している。

③ 株式投資型クラウドファンディング (crowd funding : CF)では、募集総額が低く (1億円)、投資家1人当たりの投資額も少額 (1件50万円)。未上場株式市場が未発達なため、購入した株式を転売することが大変困難。発行会社はCF以外に追加の資本を調達する手段が乏しい。

・1企業、1年間の募集額は、

日本では1億円未満。

米国では500万ドル(5億5,000万円)*2。

・投資家1人の1年間の投資額が、

日本では、1社当たり最大50万円まで (投資する件数に制限はない)。

米国では年収又は資産額に応じて最大10.7万ドル (1,177万円)*2。

・未上場株式市場が未発達の日本では、CFを活用した未上場企業は、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、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。

米国では、CFで資本を調達して成長した未上場企業は、未上場株式市場において、CF以外にも私募・小規模公募によって追加の資本を調達することができ、投資家は購入した未上場株式を転売・換金することができる。

*1 米国では、レギュレーションATSを制定するときにPTSをATS(Alternative Trading System)と呼ぶようになった。

*2 P.19 脚注*1参照。

7. 日本の株式市場改革の3つ(+ 1)の遅れと失われた30年

—日本の株式市場の改革は米国他と比べ(1)未上場株式の市場制度、(2)証券会社と中堅・中小企業のビジネスモデル、(3)未上場株式の取引・規制・監視におけるIT導入の3つの面で遅れを取る。世界では、この30年で、株式市場からの資本調達によるエクイティ主導の企業の成長と経済成長が主流となる—

◇以下の3つの面について、株式市場改革を進め、エクイティ主導型の企業の成長を可能として、成長停滞を打破し、資本ストック型の経済成長を実現する。

(1) 制度面では、未上場株式の取引が厳格に規制されている。

◇日本では、プライベート・ストック・オファリング(PSO)、私募転売(PSR)などの市場制度が未整備で適格機関投資家の範囲も狭い。証券会社も投資勧誘が原則禁止されている。

⇒・未上場株式の取引の自由化範囲を抜本的に広げて、そこに市場制度を整備し、段階的に拡大する。その範囲で証券会社の投資勧誘も解禁する。同時に、適格機関投資家の範囲を、大会社や超富裕層から一般の事業会社や投資家へ拡大する。

- ・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化する。元引受けに係る最低資本金等の規制を撤廃する。一方で、証券会社が顧客の取引の適法性等を確認する義務等を強化する。

- ・未上場株式のPTSでの取り扱いや未上場株式マーケットプレイスの設置を解禁する。

- ・併せて(3)のIT化により規制コストを抑えつつ規制体系を事前防止型から事後監視型に転換する。

7. 日本の株式市場改革の3つ(+1)の遅れと失われた30年(続き)

(2) 運用面(ビジネスモデル)では、証券会社が投資銀行として企業の資本調達を支援することができない。

中堅・中小企業もエクイティ・ファイナンスによる投資とイノベーションができない。

◇ 証券会社は、厳格な規制の中で未上場企業の株式の私募や公募を支援するセルサイドのビジネスを自由に展開することができない。

◇ 中堅・中小企業も、資本を調達し大胆に投資するエクイティファイナンスによる長期的、未来志向の戦略的なビジネスができない。

⇒ ・地方の小規模な証券会社を含め、証券会社は投資銀行として中堅・中小企業の未上場株式による資本調達を支援する。併せて、企業のエクイティファイナンスの考え方に基づくビジネスプランの策定等も支援する。

・投資銀行業務や未上場株式マーケットプレイスの運営事業へ金融業やITプラットフォーマー等他業種からの参入を促す。

・以上の結果、地方で、全国で、証券会社が主導して、未上場株式の店頭市場を形成し、さらには店頭登録市場を整備する。

(3) 技術面では、未上場株式の取引とその規制・監視においてIT技術の活用が進んでいない。

◇ 未上場株式の市場制度を公正・適性に運用するためには、ITネットワークの利点である導入・運用コストの低さ、網羅的かつ大量のデータのリアルタイムの収集と分析の容易性等を活用し、効率的・確実な取引監視と規制執行を進めることが必要である。

⇒ ・未上場株式の株券の電子化、投資家へのオンライン・トレーディング・プラットフォームの提供、オンラインのマーケットプレイスやPTS市場の導入を進める。併せて、未上場会社が会社情報を開示のためのオンライン・データベースや、銘柄登録と取引情報の自主規制機関への集約による取引監視システムを構築する。

・以上のITネットワークを基盤に、未上場株式の市場制度を整備して、上場株式市場とともに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。この結果、ITを活かして株式市場全体が効率性を高め、企業が資本形成してグローバルメジャーへと成長する基盤となる。

7. 日本の株式市場改革の3つ(+1)の遅れと失われた30年(続き)

—さらに、世界では株式市場のデジタル・トランスフォーメーションが始まっている。
日本に対し4つのトラックを同時に疾走する改革が迫られている—

(4) 米国で始まった株式資本市場におけるデジタル・トランスフォーメーションの潮流への対応が迫られる。

◇ 米国株式資本市場におけるDXの動き

- ・ 株式投資型クラウドファンディングや未上場株式マーケットプレイスでは、小規模企業が無数の投資家に、一般の投資家が他の投資家に、直接、未上場株式を公募・販売するDPO (direct public offering) が展開されている。
- ・ 未上場株式マーケットプレイスのセカンダリー取引では、オンラインで投資家相互が街角の不動産取引のように小規模・ニッチな相対取引を行うP2P (Peer to Peer) の状況がみられる。
- ・ ニューヨーク証券取引所では、未上場株式市場で形成された価格を踏まえたDirect Listing (直接上場) が始まっている。
- ・ SECの規制の下でブロック・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。

⇒ ・ 米国の株式市場のITネットワークで一体化された多様な主体が参加する多層的、多極分散型の市場構造は、この変容のための良質な基盤となるもの。

- ・ 日本の東京証券取引所市場及びその周辺に集中してIT化されている市場構造で、このような変容に対処できるのだろうか。日本には、市場制度の整備、ビジネスモデルの変革及び市場のITによる統合を実現し、市場構造を改革しつつ、同時にグローバルな株式市場の変容(DX)を果たすことが求められている。

8. 日本の株式市場改革のための7つの制度改革

- ◇ 日本に未上場株式市場を整備するために、以下の7つの制度を創設・見直し・拡充する。このとき、
- ・事後監視型の規制体系の下、簡素で明確な運用ルールを設定し、民間の意欲と創意工夫を十分に発揮させつつ、規制当局・自主規制機関によるオンラインでの低コストの取引監視体制を整備し、資本調達機能強化と投資家保護とを両立させる。また、
 - ・特に、DX時代の金融技術を駆使した新たな資本取引が盛んに導入される革新的な市場とするべく、多くの証券会社やプラットフォーム等が多様な市場を設置・運営し、これらがインターネットで結ばれた多極分散的かつ一体的な市場構造を構築する。

< I. 未上場株式の取引制度の整備 >

◇ PSO (Private Stock Offering)

企業が未上場株式の募集(公募・私募)により資本を調達する仕組み(PSO)を整備する。

⇒プライマリー・マーケットの制度的基盤となる。

(1) 小規模公募制度(ミニIPO)の創設

一定の少額の未上場株式の公募について、会社情報の厳格な開示義務の負担を軽減して、未上場企業の資本調達を可能とし、購入した投資家が自由に転売できるミニIPOの仕組みを整備する。

(2) 私募制度の抜本拡充

適格機関投資家私募及び49人以下の少人数私募について、

- ① 適格機関投資家の範囲を拡大(法人・個人ともに有価証券残高10億円以上→法人は純資産5億000万円、個人は年収2,200万円程度等に)
- ② 私募の制限の対象を「勧誘先」から「購入者」に変更
- ③ 簡素な会社情報の開示、証券会社による投資家の確認、取引の報告等により投資家保護を強化

(3) 私募転売制度の創設

私募等に応じて購入した未上場株式を、厳格な開示義務免除のまま、簡易な情報の開示等の投資家保護の下で、特定の投資家又は広く一般の投資家に転売する仕組み(私募転売)を整備する。これと私募とを併せて活用して、公募と同様の効果を得る(よって、ここでは私募転売をPSOの一つに加えている)。

< II. 未上場株式のオンライン市場の整備・抜本拡充 >

(4) 株式投資型クラウドファンディングの拡充

企業が広くWEBサイトで小規模な株式の公募を行い、一般の投資家から少額の投資を多数集めて一定額の資本を調達する株式投資型のクラウドファンディング(CF)について、日本の現行制度を以下のように拡充する。

- ① 募集額等の上限の引き上げ(1億円→5億円)、投資額制限の引き上げ(一律50万円→最大1,000万円)
- ② 投資家がCFで購入した株式を転売するセカンダリーマーケットとして、CF運営会社がCFに未上場株式マーケットプレースを併設することを認める。

(5) 未上場株式マーケットプレースの創設

各種規制を見直して、証券会社やプラットフォーム等が発行会社や投資家同士でオンラインで未上場株式を売買する未上場株式マーケットプレースの設立を可能とする。

< III. 未上場株式店頭市場の本格展開 >

(6) 証券会社の投資銀行機能の抜本強化と未上場株式の店頭市場の形成

証券会社が未上場企業の資本調達を支援する投資銀行として機能するべく、未上場株式の投資勧誘を解禁して、小規模公募や私募・私募転売の引き受けや売買の仲介等を行う。顧客の未上場株式への投資と売買を促進し、証券会社間で連携して未上場株式の店頭市場を形成する。

(7) 未上場株式PTS市場の整備

証券会社が設置する証券取引所類似のオンラインのコンピューター市場システムであるPTSで未上場株式を転売することを、開示義務の対象外として、未上場株式PTS市場を整備する。

8. 日本の株式市場改革のための7つの制度改革

＜未上場株式の取引制度の創設＞ PSO (Private Stock Offering)

(1) 小規模公募制度(ミニIPO)の創設

一定の少額の未上場株式の公募について、株式の公募・上場で発行会社に義務付けられる会社情報の厳格な開示義務の負担を軽減して、一定の会社情報の開示の下、未上場企業の資本調達を可能とし、これを購入した投資家が自由に転売できる仕組み（ミニIPO）を整備する。これにより、投資家保護を確保しつつ、中小企業が広く一般投資家から資本を募ることを可能にする。

① 少額の株式の公募と開示義務の軽減

- ・小規模公募の株式の公募額については、米国並み7,500万ドル（82.5億円）を目標に、段階的に引き上げる（現状、日本では少額免除として1億円未満）。
- ・発行会社は、規制当局に株式を登録し、株式公募のときの厳格な開示（有価証券届出書等の提出・開示）より負担の軽減された内容の会社情報を提出し、これをWEBで公衆縦覧に供する。

② 未上場株式マーケットプレイス等における一般投資家への転売

- ・小規模公募に応じて購入した未上場株式の転売については、さらなる会社情報の開示等は不要とし、未上場株式マーケットプレイスや後述のPTS市場又は証券会社の店頭取引によることを原則として、投資家保護、取引監視を確実のものとする。（現状、日本では転売のときも売出しの少額免除（1億円未満）をすることになる。）
- ・このとき、広告・宣伝等の勧誘活動については制限なく、インターネット等を用いて広く一般の投資家を勧誘することを認める。また、証券会社が小規模公募を実施する企業を支援して、株式の引き受や投資勧誘等を行うことも可能とする。

8. 日本の株式市場改革のための7つの制度改革

<未上場株式の取引制度の創設>

(2) 私募制度の抜本拡充

適格機関投資家向けの私募及び49人以下の少人数私募について、以下のように拡充する。

① 適格機関投資家の範囲の拡大（法人・個人ともに有価証券残高10億円以上→法人は純資産5億000万円、個人は年収2,200万円程度に）

- ・適格機関投資家の範囲を、現行法人・個人ともに有価証券残高10億円以上から、当面、特定投資家*1並みに、法人では資本金5億円以上、個人では純資産及び投資性金融資産3億円以上等に広げ、その後、段階的に米国並み（法人：純資産5億5,000万円超、個人：住居以外の純資産1億1,000万円 超、年収2,200万円超、又は特定の資格・経歴を有すること等）に広げる。

② 私募の制限の対象を「購入者」に変更

- ・私募の対象の制限を「勧誘先」ではなく「購買した者」とし、「適格機関投資家」又は「50人未満」が購買することとする。こうして、WEB等を用いた一般的な勧誘を可能にし、また、購入者が49人又は募集額が目標に達するまで勧誘を続けられるようにする。

③ 簡素な会社情報の開示、証券会社による投資家の確認、取引の報告等による投資家保護の強化

- ・このとき、投資家保護のため、
 - 1) 発行会社に簡素な会社情報の開示義務を課す。
 - 2) 証券会社の営業行為等の規制基準は一般投資家に対するものと同様とする。加えて、証券会社が私募を支援する場合、証券会社が投資家が適格機関投資家であることを合理的な手順で確認する。併せて、適格機関投資家の届出や個人の適格機関投資家の投資家の氏名等の公表を廃止する。
 - 3) 証券会社が私募に係る業務を行った場合の自主規制機関への取引内容の報告義務を課す。

*1 特定投資家とは、投資に関する専門知識のあるプロの投資家をいう。証券会社の行為規制の一部が免除される（金商法第2条第31号等）。

8. 日本の株式市場改革のための7つの制度改革

<未上場株式の取引制度の創設>

(3) 私募転売制度の創設

私募等に応じて購入した未上場株式を、厳格な開示義務免除のまま、簡易な情報の開示等の投資家保護の下で、特定の投資家又は広く一般の投資家に転売する仕組みを整備する。これと私募と併せて活用して公募と同様の効果を得ることもできるようにする（よって、ここでは私募転売をPSOの一つに加えている）。

① 開示義務が課される転売の公募の範囲の限定とその開示義務免除のままでの転売の仕組み（私募転売制度）の整備

- ・未上場株式を転売する場合に、原則、厳格な開示義務が課される場合を以下の場合に限定する。
 - 1) 投資家が私募に応じて購入した未上場株式の転売。
 - 2) 会社の役員・大株主等の主要関係者が私募・小規模公募、転売等に応じて入手した未上場株式の転売。
 - 3) 会社又は会社の主要関係者と関係する金融商品取引業者による未上場株式の転売。
- ・これらの転売について、開示義務免除のままで、以下の投資家保護の下、私募と同様の条件で、適格機関投資家又は総人数の投資家に転売する、又は発行会社の同意の下、広く一般の投資家に公募して転売することとする。

② 投資家保護

- ・投資家保護のため、私募と同様にオンラインによる簡素な会社情報（一般に転売するときは小規模公募並みの会社情報）の開示と投資家への提供を義務付ける。
- ・証券会社が投資勧誘等で転売を支援した場合の、取引の自主規制機関への報告義務を課す。

8. 日本の株式市場改革のための7つの制度改革

<未上場株式のオンライン市場の整備・抜本拡充>

(4) クラウドファンディングの拡充

企業が広くWEBサイトで小規模な株式の公募を行い、一般の投資家からの少額の投資を多数集めて一定額の資本を調達する株式投資型のクラウドファンディング（CF）について、日本でも2015年に導入されているが、これを以下のように拡充する。

① 募集額等の上限の引き上げ(1億円→5億円)、投資額制限の引き上げ(一律50万円→最大1,000万円)

- ・募集額の1企業が1年間に1億円の上限を、米国の500万ドル並みに、5億円程度まで段階的に引き上げる。
- ・投資家の投資額の1企業に対し1年間50万円の上限を、米国の10.7万ドル（1,177万円）並みに、投資家の資産額・年収額に応じ最大年収2,000万円以上又は金融資産1億円以上のときに1千万円まで段階的に引き上げる。

② 未上場株式マーケットプレイスの併設によるセカンダリーマーケットの設置

- ・投資家がCFで購入した株式を転売する場（セカンダリー・マーケット）として、CFに下記の未上場株式マーケットプレイスの併設を認める。

(5) 未上場株式マーケットプレイスの創設

証券会社・プラットフォーマー等が設置・運営し、発行会社や投資家間でオンラインで未上場株式を売買する未上場株式マーケットプレイス(Private Stock online Marketplace) *1を制度化する。企業の未上場株式による資本調達と投資家間の転売の場として整備する。

① マーケットプレイスの基礎となる取引制度の整備

- ・POS（小規模公募制度、私募制度及び私募転売制度）を整備して、厳格な開示義務が免除されたまま、マーケットプレイスで、発行会社が未上場株式を販売し、また、これに応じた投資家や、クラウドファンディングに応じた投資家が購入した未上場株式を他の投資家に転売することを可能とする。

② プラットフォームを通じた情報提供・取引の監視

- ・発行会社にマーケットプレイスのプラットフォームを通じた投資家への一定の会社情報の開示(株式の公募のときの開示よりも軽減されたもの)を義務付ける。併せて、自主規制機関が市場取引の監視等を実施する。

*1 米国を先頭に、英国、インドなど多くの国々で開設され、ユニコーン企業を育成する場となっている。米国では、シェアーズポスト、ナスダック・プライベート・マーケットなどがあり、私募とルール144Aによる資本調達や機関投資家等の未上場株式への投資の場となっている。

8. 日本の株式市場改革のための7つの制度改革

<Ⅲ. 未上場株式店頭市場の本格展開>

(6) 証券会社の投資銀行機能の抜本強化と未上場株式店頭市場の形成

証券会社が未上場株式の小規模公募や私募・私募転売の引き受けや売買の仲介等を行ない、未上場企業の資本調達を支援する投資銀行として活動する。併せて、証券会社は顧客の未上場株式への投資を促進し、証券会社相互の連携の中で未上場株式の店頭市場を形成する。

① 証券会社の未上場株式の投資勧誘の解禁

- ・証券会社による未上場株式の投資勧誘を解禁し、未上場企業の私募・私募転売や小規模公募による株式の発行販売、投資家間の転売等を促進する。

② 中小証券会社等のアンダーライティング(引受け)業務の実施

- ・証券会社(第1種金融商品取引業)の登録要件である元引受業務に係る最低資本規制を撤廃し、中小証券会社や新規参入者による未上場株式の引受け業務を促進する。

③ 証券会社の顧客確認とネットワークを通じた未上場株式取引の適正確保

- ・未上場株式の取引は証券会社が提供するオンライン・トレーディング・プラットフォームを用いて行うことを原則として、取引の監視を確実にして、投資家保護を確保する。
- ・証券会社が、取引の適法性について、例えば、顧客が適格機関投資家であるか、発行会社が私募の要件を遵守しているか等について確認するなど、自主規制機関の取引監視に貢献する。

(7) 未上場株式PTS市場の整備

証券会社が設置する証券取引所類似のオンラインのコンピューター市場システムであるPTSで未上場株式を取り扱えるようにして、未上場株式PTS市場を整備する。

① 未上場株式のPTSでの転売についての厳格な開示の免除

- ・上場株式と同様に、未上場株式をPTSを通じて転売する場合も売出しに課される開示義務を免除して、証券会社がPTSを活用した未上場株式の店頭登録市場を設置することを可能とする。

② PTSの相互連携と取引の監視

- ・未上場株式PTS市場がオンラインで相互に連携し一体的に機能して、取引の最適化を図るとともに、未上場株式マーケットプレイスや店頭取引とともに取引情報の結節点の一つとなって自主規制機関の市場監視に貢献する。

○本資料は、以下のディスカッション・ペーパーの概要に政策的見解や関連データを追加・拡充して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、上記ペーパーの脚注等及び参考文献の一覧を参照されたい。