

**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**
—未上場株式市場（プライベート・マーケット）の整備の方向性—

〈要約〉

2021年9月1日
経済産業研究所
コンサルティング・フェロー
田所 創

1. 未上場株式市場（プライベート・マーケット）が発達していない日本の株式市場

- ・ 米国では、歴史的な株式市場改革が続き、株式市場が、ITネットワークで一体となった多層的・多極分散型の市場構造へと発展している。多数の証券取引所を最上層にして、上場株式市場（パブリック・マーケット）と未上場株式市場（プライベート・マーケット）の双方で電子市場化した店頭登録市場（ATS市場）と、証券会社の店頭取引の連鎖である店頭市場が発展する。

プライベート・マーケットでは、店頭市場である全米のグレーマーケット、州ごとのローカルストックマーケットが展開する。未上場株式の電子市場としては、OTC Markets等のATS市場があり、オンラインのプラットフォームである未上場株式マーケットプレイスが発展し、クラウドファンディングも伸長している。

- ・ 中国、イギリス、ドイツ、インド、韓国などの主要国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。
- ・ 日本では、米国その他の主要国と異なり、株式市場改革が遅れ、厳重な規制の下、プライベート・マーケットが未発達のまま、東京証券取引所一極集中構造が続いている。

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

- ・ 米国では、スタートアップ、小規模企業や中小企業が、多層的に整備されたプライベート・マーケットで、成長段階に応じた金額の資本（エクイティ）を調達する（エクイティ・ファイナンス）。未上場企業が、証券会社の協力を得て投資家を勧誘し、株式を発行・販売し、資本形成（capital formation）を進めながら、大胆に投資して成長する。

スタートアップは、エクイティ・ファイナンスを繰り返し、事業に成功すれば、ユニコーン企業（時価総額10億ドル（1,100億円*）超の未上場企業）となって、その後十分に成長してからIPOをして、証券取引所で巨額の資本を調達して、グローバル・メジャーとなる。

小規模企業・中小企業も、私募によって投資家・株主を選び、無議決権株式・優先株式を発行するなど経営権を維持しつつ、資本調達を繰り返しながら大企業となり、上場するか、未上場のまま資本調達を繰り返し、成長を続ける。

- ・ 日本では、小規模企業・中小企業は、創業直後から銀行融資を調達して緩やかに成長する。スタートアップはベンチャーファンドからの資本調達に頼る。スタートアップ以外の未上場企業は、中堅企業であっても株式を発行して資本を調達することがほぼできない。銀行融資に依存しながら投資して成長しようとする。

* 1ドル=110円換算。以下同じ。

3. 株式市場のパフォーマンス

(1) プライベート・マーケットにおける成長企業の資本調達、株価上昇・時価総額拡大、投資額増加の好循環

- ・ 米国では、プライベート・マーケットで未上場株式が取引されて市場で価格が形成される。成長見込みの高い企業は、株価が上昇し、企業価値・時価総額が拡大して、ユニコーン企業へと、大企業へと成長する。
スタートアップや中小企業が私募や小規模公募で資本を調達して、投資し、その成長期待が高まると、プライベート・マーケットでの株式の評価額・募集価格や投資家間の取引価格が上昇して、資本の調達額累計以上に企業価値・時価総額が増加する。これが投資家の資産を拡大させて、さらに投資家と資金を集め、次の資本調達額と投資額を拡大させる。プライベートマーケットでは、このような好循環が起こって、これが時価総額の加速度的な拡大を引き起こす。→補足データ:「米国企業の資本形成 (Capital Formation) –プライベート・マーケットにおける資本調達と企業価値・時価総額の拡大」を参照。
- ・ 日本では、M&Aやファンド関連以外では未上場株式がほとんど取引されずに、未上場株式の取引価格、市場価格がなく、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い。
このため、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も、国内でユニコーン企業へ成長することは困難を極める。
小規模企業、中堅・中小企業は、投資資金を銀行融資に依存し、資本を調達して投資して、大企業へと成長することも大変困難である。

(2) 経済規模と比べて異常に少ない日本のユニコーン企業数の数、少額のIPO調達額

- ・ 日本では、経済規模の割にユニコーン企業が著しく少ない。2020年末に世界で501社あるユニコーン企業中、米国企業が243社、中国が118社に対し、日本はわずか4社である。米中に続くのは、インド (25社)、英国 (24社)、ドイツ (12社)、韓国 (11社) であり、日本はフランス・ブラジル(7社)、インドネシア(5社)よりも少なく、経済規模と比べても異常な事態である。
- ・ 日本の企業のIPO時の調達額は、2019年で、米国、中国、英国が数百億円程度に対し、40億円程度と、韓国より少なく、インド並みとなっている。

(3) プライベート・マーケットの個人資産形成への貢献

- ・ 米国では、未上場企業への投資が、企業の成長に加え、個人の資産形成と国の経済成長とに貢献すると広く認識されている。企業が資本を調達して、収益性の高い事業に投資すると、企業価値・時価総額が拡大し、投資家の資産が拡大する。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)。未上場株式市場からの投資家は、IPOで、より大きなリターンを得る。
- ・ 日本では、ほとんどの投資家が未上場株式に投資できず、専ら上場株式市場で投資する(個人金融資産1,854兆円中10.6%が株式)。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直接又は間接に投資できる一部の投資家に限られ、未上場株式は一般的な資産形成の手段となっていない。

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

- ・ 日本企業の資本調達額は、米国と比べ桁違いに少ない。米国企業の資本（エクイティ）の調達額は、2018年に公募で2,212億ドル（24兆3,364億円）、私募で123億ドル（1兆3,490億円）に達する。これは日本の公募に第三者割当額を加えた額（9,218億円）の約26倍である。
- ・ 日本のスタートアップの資金調達額は、米国と比べ遥かに少ない（約33分の1）。米国では、投資1件当たり年間約13億円に対し、日本では、年間1社当たり約3億円程度である。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、先述の好循環の中、一件当たりの投資額が急激に拡大する。一方、日本では、あまり拡大せずに、レイターステージの資金が不足する。
- ・ 日本のスタートアップは、50億円程度の小規模な時価総額のときにIPOを行う（スモールIPO）。ベンチャーファンドに資金を頼らざるを得ない中で、資本形成が不十分なまま、多くが上場を急ぐ。
- ・ 日本の機関投資家・個人投資家は、未上場企業へはほとんど投資していない。一部がベンチャーファンドを経由して投資する。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からのベンチャーファンドへの投資は極わずかとなっている。一方、米国では、個人投資家を含む多様な投資家が私募等に応じて未上場企業に投資する。私募等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。一方、ベンチャーファンドへの投資は、個人の資金が集まる年金基金や、養老・学資保険、財団等からが過半を占める。
- ・ 米国では多様な業種の小規模企業、中堅・中小企業が創業直後から、成長段階に応じて、資本等を調達する。IT、バイオ等のスタートアップに限らず、製造業、農業、流通業、不動産業、サービス業など多様な業種の小企業で、小規模公募や私募で投資家から少額から多額の資本を調達し、資本形成（キャピタル・フォーメーション）を続けて成長する。レギュレーションDに基づく株式又は社債の私募等のうちの4割弱が、100万ドル（1億1,000万円）以下の募集額である。一方、5,000万ドル（55億円）を超える資金の募集も数多くみられる。

5. 株式資本主導型の成長を続ける米国その他の国々、これに遅れる日本

- ・ 米国では株式資本主導型のイノベーションと経済成長を進める。国を挙げて、プライベート・マーケットを発展させ、企業の株式市場での資本調達を促進し、諸外国もこれに続いている。
- ・ プライベート・マーケットが未発達の日本では、成長企業が未上場株式による資本の調達（エクイティ・ファイナンス）とこれによる投資を十分には行えず、米国、中国等他国の成長企業と比べ、株式資本主導型の成長が困難となる。日本の小規模企業や中堅・中小企業は、返済不要・成功払いの資本を活用して、大胆に事業に取り組むことができない。毎月の返済に追われる銀行融資に依存した慎重な投資を続ける。償還確実性と融資可能額に縛られることなく、事業目標達成のため必要な額の資金を投資家から直接集めて、一挙に投資して、生産性を高め、競争力を強化して、事業を拡大して、大企業に成長することもできない。加えて、米国のように、プライベートマーケットにおける資本調達額と企業価値・時価総額拡大の好循環もなく、日本の成長企業のエクイティの調達額は著しく少なくなり、個人資産の拡大も生まない。このことが、企業のイノベーションの停滞と国の経済成長の鈍化を生じさせ、失われた30年といわれる事態を生み出す要因となっている可能性も示唆されよう。

6. 日本でプライベート・マーケットが未発達な要因 —米国と日本の株式市場改革の経緯

- ・ 米国では、まず、未上場株式の店頭取引・店頭市場を盛んにしながら、店頭登録市場・電子市場を発展させてきた。1970年代から、中小企業の資本形成を支援するため、レギュレーションD、ルール144等のセーフ・ハーバー・ルールを定め、未上場株式の取引規制の改革を繰り返し、店頭取引と市場を拡充する。

1980年代から、店頭登録市場の電子化と店頭取引のオンライン化とが進み、これを活かして、プライベート・マーケットの発展を加速してきた。1971年に自動気配値配信システムとして発足したナスダックは、未上場株式株式の電子市場として発展し、1997年に電子市場取引システムを導入した。2006年にナスダックが証券取引所の登録を受けた後も、店頭市場のオンラインの取引をベースに、OTC Marketsが未上場株式のATSを活用した電子市場として発展した。

2000年代には、未上場株式のマーケットプレイスも発展し、2015年以降、クラウドファンディングも伸長している。

- ・ 日本では、店頭取引を抑制・禁止しながら店頭登録市場の活性化と証券取引所化を進めてきた。1970年代から大蔵省証券局長通達及び証券業協会の自主規制で、店頭登録市場の登録銘柄以外の未上場株式を証券会社が投資勧誘することが事実上禁止されている。この結果、未上場株式の店頭取引・店頭市場がほぼ消滅する中で、店頭登録市場の活性化を果たしたが、ジャスダックが証券取引所となった以降は、店頭登録銘柄はなくなり、極小規模な制度を除き、店頭市場もほぼ存在しない。

7. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度—米国と日本の比較

(1) 株式の公募・上場とディスクロージャー

- ・ 企業が株式を販売して資本を調達するために、多数の投資家に株主になることを勧誘する（株式の公募）ときは、その企業に会社情報を開示すること（ディスクロージャー）が義務づけられる（開示義務）。開示義務を履行するため、企業は株式の公募をするときに、及びその後、定期的に、事業内容・財務等の会社情報を報告書にまとめて規制当局に提出し・公表する。この事務コストは大変重く、企業は一定の規模に成長してから開示義務を履行し、上場して、証券取引所で株式の公募を行う。

(2) 免除取引（小規模公募、私募、私募転売）

- ・ 小規模公募及び私募では開示義務が免除されて、中小規模の企業も、株式を発行して販売・勧誘活動をすることができる（免除取引）。小規模公募とは一定の少額の株式の公募をいう。私募とは、投資能力ある投資家（適格投資家）や少数の投資家に限定した勧誘・販売をいう。私募等で購入した未上場株式には転売制限が課されるが、これを開示義務免除のまま転売する仕組みを私募転売と呼ぶ。
- ・ 米国では、開示義務を軽減して、免除取引の範囲を広げ（未上場株式の取引の自由化）、発行会社と投資家の裾野を広げつつ、投資家保護の規制や市場取引のルールを整備し、ITを使って取引を監視する事後監視型規制が整備されている。証券取引法や証券取引委員会（SEC）の規則であるレギュレーション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・ルールを改正して、免除取引の範囲を広げる。このとき、厳格な開示義務が免除される代わりに、SECに軽減・簡素化された内容の会社情報を提出し・開示する義務を課す。
- ・ 日本では、米国等が進めるIT時代の株式市場改革に遅れ、株式の公募に広く厳格な開示義務を課す事前防止型規制のままである。免除取引の範囲が狭く、発行会社のメリットは乏しく、投資家保護の措置もほとんど設けられず、投資家も未上場株式に投資できない。

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制

(1) 未上場株式の取引の自由化の範囲

- ・ 小規模公募の範囲が狭い。日本:1年間に募集額 1 億円未満。米国:1年間に募集額 7,500万ドル (82.5億円) 以下。
- ・ 適格機関投資家の範囲が狭い。
 - 日本:i) 金融機関等の機関投資家、ii) 有価証券残高10億円以上の法人又は個人(個人の場合は併せて投資経験1年以上)。
 - 米国:i) 金融機関等の機関投資家、ii) 純資産500万ドル (5億5,000万円) 超の法人、iii) 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(世帯で30万ドル (3,300万円))超、iv) 特定の資格や経歴の者、v) 個人資産運用会社の従業員及び顧客。
- ・ 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、又は1年間で50名未満までの投資家に対して勧誘することができる。
 - 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」が私募に応じて株式を購入することができる。適格投資家

(2) 未上場株式の取引規制と取引の公正及び投資家保護の確保

- ・ 米国では、レギュレーションDでは、フォームDによる簡素な開示、レギュレーションAではフォーム1-AIによる軽減された内容の会社情報の開示が求められる。日本では、免除規定の範囲では何ら情報開示等は求められない。
- ・ 投資家が私募で購入した株式を公募で転売するときと同様に、主要株主、経営者等の会社の主な関係者が公募で転売するときも開示義務の対象となる。日本では、この会社の主な関係者等が幅広く、発起人、子会社とその役員等も含む。金融商品取引業者が他の投資家や金融商品取引業者に公募で転売するときや、PTSでの取引にも開示義務が課される。
- ・ 日本では、私募で購入した株式を開示義務の免除の下で転売するためには、私募と同様に適格機関投資家又は49人以下の少人数に限定して勧誘(私売出し)をする。米国のように、株主がインターネット等で勧誘することも、一般の投資家等に転売することもできない。

(3) 証券会社の未上場企業に対する投資銀行業務と店頭取引、店頭市場の形成

・日本の証券会社は成長企業の資本調達を支援する投資銀行業務を行わない。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、株主コミュニティ、適格機関投資家投資勧誘、店頭取扱有価証券制度などの制度があるが、厳格な規制の下、これらの活用実態は乏しい。

第1種金融商品取引業の登録要件として、最低資本金規制が課され、元引受け幹事を行うときは30億円、元引受けは5億円とされる。小規模な証券会社は、私募・小規模公募等での元引受けを行えず、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。

・米国では、証券会社（ブローカー・ディーラー）は、州際で活動するときは、SECに登録する。証券会社は、営業行為の規制、ペニーストックの販売ルール、未上場株式の銘柄登録及び取引結果の報告義務など、SECの規則とFINRAの自主規制下、未上場株式の店頭取引を積極的に行い、州レベルから連邦レベルまで店頭市場（Over-the-Counter Market）を形成する。店頭市場では、マーケットメーカーが売買価格を提示し、証券会社が投資家間の売買を仲介して、取引を促進する。

証券会社は、地域の中小企業の小規模公募や私募の引受け等を積極的に支援するなど、各社の顧客（発行会社及び投資家）のネットワークを生かして、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。さらに、ファインダーと呼ばれる紹介業者が発行会社の募集を助ける。

(4) ITシステムを活用したオンラインの未上場株式の市場の設置

・米国では、未上場株式の取引に電子市場取引システム等を活用する等の規則（レギュレーションATS等）を定めて、ATSを活用した未上場株式の電子市場を発展させる。

オンラインのプラットフォームで、投資家が相対で取引する未上場株式マーケットプレイスについては、仲介手数料を徴収しない等の条件を満たすマーケットプレイスの運営者については証券業の登録を免除する等で、その設置を促進する。

発行会社がオンラインで一般投資家を直接募集するプラットフォームであるクラウドファンディングも、レギュレーションCFの下で発展する。

・日本では、免除取引の範囲が極狭いことに加え、証券会社の未上場株式の投資勧誘が原則禁止され、店頭市場が成立しない。

PTSを用いた未上場株式の売出し（公募）が開示義務の対象となるため、未上場株式のPTS市場もマーケットプレイスも設置できない。

クラウドファンディングは、他の資本調達の手段も、投資家の転売市場もない中、募集総額の上限が低く（1億円）、投資家1人当たりの投資額も少額（1件50万円）であり、資本調達の間としての発展が困難となっている（米国では1年間の募集額500万ドル（5億5,000万円）以下。投資家1人の1年間の投資額が、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）。

9. 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

- ・ 米国を先頭に主要国では、この30年で株式市場改革を進め、プライベート・マーケット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。

日本の株式市場の改革は、(1) 未上場株式の取引規制と市場制度、(2) 証券会社と中堅・中小企業のビジネスモデル、(3) 未上場株式の取引のIT化と、規制・監視におけるIT導入という3つの面で遅れを取る。

- ・ 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。既に米国では、オンラインのDPO (direct public offering) は盛んに行われ、新規仮想通貨公開 (ICO: Initial Coin Offering) は伸長し、Direct Listing (直接上場) も始まった。

米国の株式市場のような、ITネットワークで一体化された多層的、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及びその周辺に集中してIT化されている一極集中の市場構造で、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。

10. プライベート・マーケット整備のための7つの制度改革

- ・ 日本でも、プライベート・マーケットを発展させて、諸外国を追いかけて株式資本主導型のイノベーションと経済成長を実現するためには、以下のように、未上場株式の自由化範囲を拡大し、取引規制・市場制度を整備するとともに、未上場株式の店頭市場を展開し、さらには、証券会社やプラットフォーマー等による未上場株式のオンラインの市場が創出される環境を整備する必要がある。

このとき、低コストのオンラインの市場取引の監視や会社情報の開示の仕組みを整備して取引の公正と投資家保護を確保する。

- (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) 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
- (5) 株式投資型クラウドファンディングの拡充
- (6) 未上場株式マーケットプレイスの創設
- (7) 未上場株式PTS市場の整備