# 日本の株式市場改革の遅れと 中堅・中小企業、スタートアップ・ベンチャー企業の 成長停滞

ー未上場株式市場(プライベート・マーケット)の整備の方向性ー

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

# 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. 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

- 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、 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
- 一中国、英国その他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一

#### 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

- 一米国では、多層的に整備されたプライベート・マーケットで、企業が成長段階に応じて資本を調達し、資本形成 (capital formation) を進め、大胆に投資して成長する。株価が上昇し、時価総額が拡大して、大企業になり、ユニコーン企業になって上場して、グローバル・メジャーへと成長する一
- 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。スタートアップ・ベンチャー企業はベンチャーファンドからの資本調達に頼る。IPOまでは時価総額が資本調達額累計とほぼ変わらない一

#### 3. プライベート・マーケット(未上場株式市場)の成長加速効果

- 一米国では、プライベート・マーケットでの株価上昇・時価総額の拡大が、企業の次の資本調達を増加させ、投資を加速し、さらに株価・時価総額を急拡大させ、この好循環中でユニコーン企業が誕生する。
- 一日本では、時価総額の拡大もなく、スタートアップがユニコーン企業になることは困難を極める一
- 一米国では、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一
- 一米国では、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一

#### 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、スタートアップ・ベンチャー企業

- 一日本企業の資本調達額は、米国と比べ桁違いに少ない。中堅・中小企業は資金を銀行融資に頼り続けることになる一
- 一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額とスモールIPO一
- 一日本の機関投資家・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一
- 一米国では、多様な業種の企業が、創業直後から私募や小規模公募で投資家から資本を調達して成長する一
- 一米国では、企業が私募や小規模公募で創業直後から成長段階に応じた額の資本を調達し、成長を続ける一
- 一日本のPEファンドからの投資額は米国等比べて極小規模。M&Aの件数も諸外国と比べて少ないー

#### 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

- 一市場を通じたエクイティファイナンスは、成長企業の投資額を最大化する。企業が他の多数の企業を引き連れて急成長するとと もに、既存大企業も対抗して成長投資することで、投資競争を引き起こし、国全体の資本ストックの拡大と生産性の向上、個人 資産の拡大と消費増を起こして経済成長を促進する一
- 一米国その他の国々では、企業がプライベート・マーケットで資本を調達して、大胆に投資し、イノベーションを進め、成長する。 市場での時価総額の拡大がこれを後押しする。未上場株式市場が未発達の日本では、中堅・中小企業・ベンチャー企業がエクイ ティ・ファイナンス ができずに成長が停滞する一

#### 6. 日本で未上場株式市場が未発達な要因 ―米国と日本の株式市場改革の経緯

一米国では、まず未上場株式の店頭取引・店頭市場を伸ばしながら店頭登録市場・電子市場を発展させる。日本では、店頭取引 を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一

#### 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較

- 一日本は、米国等が進めるIT時代の株式市場改革に遅れ、未上場株式の取引の自由化の範囲が狭く市場制度も未整備一
- 一日本の事前防止型の未上場株式の規制・市場制度は、未上場企業が自律的・主体的に株式を発行して資本を調達することできる 環境にない。事業会社や個人などの一般投資家がこれに投資する機会を得ることも困難一

#### 8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制

一米国は、開示義務を軽減して、未上場株式の取引の自由化の範囲を広げ、投資家保護の規制を整備し、ITを使って取引を監視する事後監視型規制、日本は、ITの活用が遅れい、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一

#### 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

- 一日本の株式市場の改革は、米国と比べ、(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・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一
- 一さらに、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一

#### 10. 未上場株式市場整備のための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) 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



# 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\*1、2012年のJOBS Act\*2、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。 \*1 National Securities Markets Improvement Act . \* 2 Jumpstart Our Business Startups Act 一方、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

- 〇 上場株式市場 (パブリック・マーケット) 上場企業 4.631社
- ・証券取引所: 16ヶ所

NYSE, NYSE American, NYSE Arca Equities, NYSE Chicago, NYSE National, NASDAQ, NASDAQ BX, NASDAQ PHLX, Cloe BZX Equities, Cloe BYX Equities, Cloe EDGA Equities, Choe EDGX Equities, The Investors Exchange, MEMX, MIAX, MIAX Pearl.

·上場株式店頭市場 \*1

ATS電子市場 \* 2 - : 33市場)

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 (プライベート・マーケット)
- ・全米 (州際) の未上場株式市場

店頭登録市場・ATS電子市場:11市場(セカンダリー取引のマーケットプレイスを含む) OTC Markets, Global OTC, Securitize, tZERO, CARTAX など

最大手 OTC Markets (店頭登録市場 \* 3) ATS運営会社:OTC-Link。

市場区分: OTCOX市場, OTCOB市場, PINK市場 Expert Markets 4.203銘柄。

グレーマーケット (州際店頭市場)

約1,320銘柄(試算)

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)

クラウドファン ディング\*5 運営会社51社. 発行会社 591社

・各州の店頭市場(2019年Reg D私募等24,643社、Reg A ミニIPO278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 3,394社,61万2,457人

©2022.H.Tadokoro.RIETI

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

- 〇 上場株式市場 上場企業 3.918社
- •**証券取引所** 4ヶ所

東京証券取引所(証券取引所取引高の99.9%が集中) プライム、スタンダード、グロース、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 取引所外取引

ジャパンネクスト証券(#) (JNX).

〇 未上場株式市場

シーボー・ジャパン (株)(Choe Kai-X) 大阪デジタルエクスチェンジ(株)(ODX)

PTS電子市場 \* 2 : 運営会社 3社

店頭取扱有価証券制度等(取引実績少い) 企業評価能力ある特定投資家投資勧誘(実態不明)

株主コミュニティ (34銘柄)(運営会社 (運営会員) 7社)

特定投資家私募(2022年7月開始

クラウドファンディング(運営会社4社、2021年の募集成立案件79件)

| M&A仲介取引(中小企業庁登録M&A支援機関2278事業者)

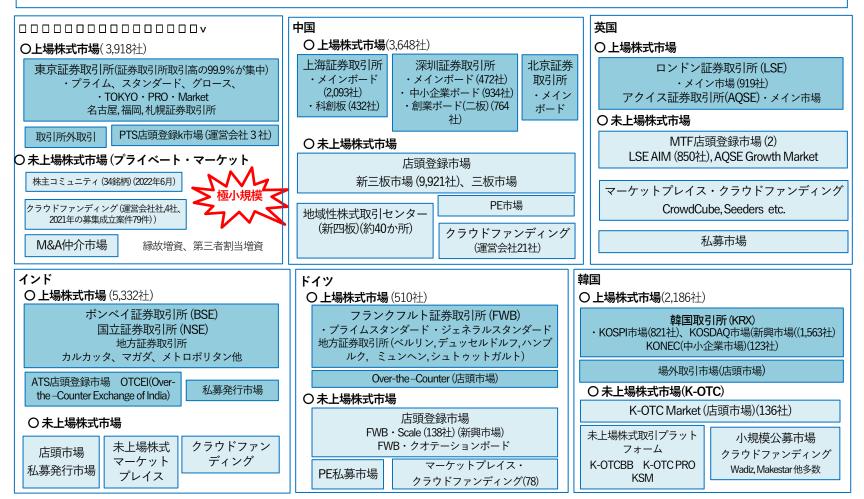
縁故増資、第三者割当増資

- 証券会社・登録外務員 263社,7万2,456人
- \*1 「店頭市場」: 多数の証券会社の連携による店頭取引の連鎖・集積。店頭取引 とは証券会社と顧客(発行会社、投資家)との取引。
- \*2 「ATS」「PTS|: 電子取引システムを活用した小規模な**電子市場**。証券取引 所と同様の機能を持つ代替的市場として証券会社が設置する私設取引所。
- \*3 「店頭登録市場 |: 店頭市場で、会員証券会社等が銘柄登録、気配値共有、取 引集約と価格決定等を行う市場組織。ATS/PTSの登録を受けて電子市場化。。
- \*4「未上場株式マーケットプレイス|:証券会社が設置する未上場株式を多数の 発行会社・投資家、投資家相互がオンラインで市場的に売買するプラット フォーム。従業員株式の転売取引等はセカンダリーマーケットと呼ばれる。
- \*5「クラウドファンディング」: 発行会社が直接多数の一般の投資家をオンライ ンで公募するプラットフォーム。



# 1. 未上場株式市場が発達していない日本の株式市場(2)

- 一中国、英国その他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一
  - (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)

- 一米国では、多層的に整備されたプライベート・マーケットで、企業が成長段階に応じて資本を調達し、資本形成 (capital formation) を進め、大胆に投資して成長する。株価が上昇し、時価総額が拡大して、大企業になり、ユニコーン企業になって上場して、グローバル・メジャーへと成長する一
  - (1) 米国の成長企業は、多層に整備されたプライベート・マーケットから、成長ステージに応じて資本を調達して資本形成を進めて成長する。(次項図参照)
  - ① スタートアップ・ベンチャー企業も、小規模企業、中堅・中小企業も、資本を調達してエクイティ・ファイナンスで大胆に投資して、急成長する。
  - ・スタートアップ・ベンチャー企業は、成長初期段階はエンジェル投資家やベンチャーファンドから、その後、プライベート・マーケットから資本を調達する。時価総額が急激に拡大してユニコーン企業になり、その後も資本調達を繰り返して十分成長した後に上場し、パブリック・マーケットで巨額の資本を調達してグローバル・メジャーとなる\*1。
  - ・小規模企業、中堅・中小企業も、同様にプライベート・マーケットで資本形成を進め、大企業となって上場してグロー バルに成長するか、未上場企業のまま資本調達を続け、資本形成と企業成長を継続する。
  - 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、未上場株式が市場で流通する。
  - ・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。プライベート・マーケットで投資家間で 未上場株式が売買され、流通し、市場価格が形成されて、投資家のリスクを低減し、投資を加速する。
  - ③ プライベート・マーケットでの投資が企業の成長と個人の資産形成に大きく貢献する。
  - ・プライベート・マーケットで企業が成長すると、投資家はリターンを得て、資産を拡大する。IPOを実現し、グローバル・メジャーに成長すると、未上場株式の投資家は巨額のリターンを得る。

©2022,H.Tadokoro,RIETI

<sup>\*1</sup> 企業価値又は時価総額が10億ドル以上の未上場企業をいう。かつて、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。

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) 米国企業の成長段階ごとの未上場株式市場での資本調達と時価総額拡大 グローバル企業 ・企業が成長段階ごとに必要な額の資本を調達できるように、 未上場株式市場が、段階的に整備されている。機関投資家、 【Post IPO 段階】 富裕層、一般投資家が未上場株式に投資し、市場のセカンダ Public Company リー機能で、投資家間で未上場株式が売買され価格が形成さ **IPO** 上場企業 れる。価格が上昇すると時価総額・投資家資産が拡大する。 → :時価総額の推移 【レイター・グロース段階】 **IPO** 時価総額10億ドル :スタートアップの資本調達額 Unicorn (1.100億円)以上 :スタートアップ以外の 【ミドル段階】 成長企業の資本調達額 【未上場企業のままでの成長】 【初期段階(アーリー)】 【創業時 (シード)】 スタートアップ **IPO** PO **IPO** PO 成長企業(小規模企業、中堅中小企業) <上場株式市場> <未上場株式市場> 州内店頭市場 州際店頭市場 **16証券取引所** NYSE,、 電子市場( (ローカル・ストック・マーケット) (グレー・マーケット) NASDAO他 店頭登録市場・ATS市場(11) 地方証券会社 証券会社 店頭市場(第2市場・第3市場/(ATS)) 未上場株式マーケットプレイス(多数) クラウドファンディング PEファンド, ミューチュアルファンド Friends & Family ベンチャーファンド\*1 Round(友人・ 個人投資家 家族からの資金) エンジェル投資家 事業会(大企業・中小企業) 金融機関、生損保 年金基金他 1 :プライマリー取引の資金の流れ

# 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。スタートアップ・ベンチャー企業はベンチャーファンドからの資本調達に頼る。IPOまでは時価総額が資本調達額累計とほぼ変わらない一
  - (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アップ・ベンチャー企業を除き、銀行ローンと内部留保等により成長する。 投資家はファンド以外には専ら上場株式へ投資する。スタートアップ・ベンチャー企業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。(次項図参照)
  - 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。
  - ・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。小規模企業、中堅・中小企業は、銀行からの融資で投資資金を調達する(極一部がクラウドファンディングを活用する)。
  - 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な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、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、このことが年金基金等の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、無議決権株を活用せず、資本政策上必要なときに縁故募集 (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。

©2022,H.Tadokoro,RIETI

# 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)

### 日本の成長段階ごとの資金調達

○日本の成長企業は、創業後、銀行融資と内部調達で投資して、成長する。ベンチャーファンドからの投資を受けら れたスタートアップが、主にファンドからの資本調達を繰り返してIPOまで成長する。 →:時価総額の推移 【Post IPO段階】 :スタートアップの資本調達額 :スタートアップ以外の 【レイター(グロース)段階】 成長企業の資本調達額 IPO後の時価総額 **IPO** 【ミドル段階】 100~150億円程度 【初期段階(アーリー)】 【創業時(シード)】 ベンチャー企業 小規模企業 中小企 〇上場株式市場 PTS (2社) 東京証券取引 プレミアム・スタンダード・グロース 〇未上場株式市場 TOKYO PRO Market 自己資金、 株主コミュニティ クラウドファンディング 友人・家族 福岡証券取引所 名古屋証券取引所 札幌証券取引所 からの資金 証券会社 ベンチャーファンド・PEファンド 機関投資家 個人投資家 事業会社 銀 行 (成長企業へ投資資金を融資) ©2022.H.Tadokoro.RIETI

# 3. プライベート・マーケット(未上場株式市場)の成長加速効果(1)

- 一米国では、プライベート・マーケットでの株価上昇・時価総額の拡大が、企業の次の資本調達を増加させ、投資を加速し、さらに株価・時価総額を急拡大させ、この好循環中でユニコーン企業が誕生する一
- (1) プライベート・マーケットでの企業の資本調達額の増加・成長投資の増加と、株価上昇・時価総額の拡大・投資家の 資産の拡大の好循環⇒ユニコーン企業・大企業への成長加速

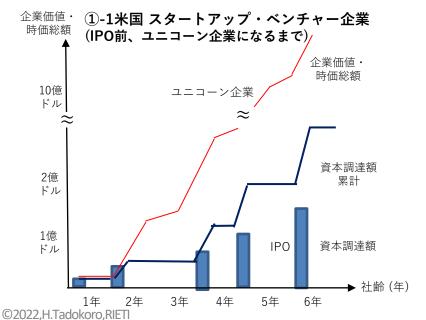
米国では、プライベート・マーケットで、<u>企業価値・株価が上昇し、時価総額が拡大する(セカンダリー取引)と、これが投資家を集め、</u>次の資本調達額を拡大し(プライマリー取引)、投資を加速する。この好循環の中で多くの企業が大企業やユニコーン企業へ成長する。 (補足データ「米国企業の資本形成(Capital Formation)ープライベート・マーケットにおける資本調達と企業価値・時価総額の拡大ー」参照。)

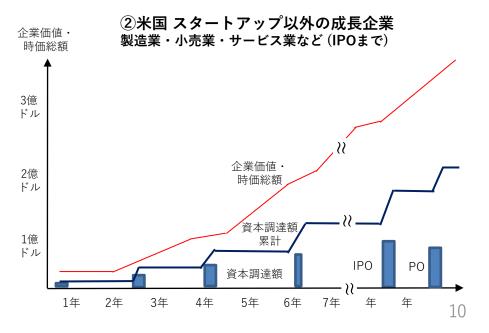
#### ①スタートアップ・ベンチャー企業の株価・時価総額の急上昇と ユニコーン企業への成長

- ・<u>米国では、スタートアップが、競争優位が実証されて成長軌道に乗ると、株価が急上昇し、短期間で資本調達額累計の何倍にも時価総</u>額が拡大。
- ・時価総額の拡大が投資家の投資を集め、スタートアップの<u>次の資本調達額が拡大</u>し、成長投資が拡大する。これが、さらなる株価の上昇と時価総額・投資家の資産の拡大を引きを超す。<u>この好循環がスタートアップの成長を加速する</u>。

### ② 小規模、中堅中小の成長企業の資本形成と株価上昇・時価総額の拡大

- ・米国では、スタートアップ以外の企業でも、未上場株式で資本を調達 し、緩やかながらも株価が上昇し、資本調達額を拡大しながら、資 本形成を進めて大企業へと成長する。スタートアップと同様、経営 権の確保のため、私募で株主を選び、無議決権株式・優先株式を活 用する。
- ・期間は長いが、スタートアップと同様に資本調達額の増加と投資家資 産の拡大の好循環が企業の成長を加速する





# 3. プライベート・マーケット(未上場株式市場)の成長加速効果(2)

一日本では、時価総額の拡大もなく、スタートアップがユニコーン企業になることは困難を極める一

# (2) 日本のスタートアップその他の成長企業の縁故募集(第三者割当)を用いた資本調達による資本形成

日本では、企業の未上場企業の自己募集が厳しく規制され、プライベート・マーケット(未上場株式市場)もほぼ存在しないため、企業は特定の調達先からの縁故募集(第三者割当増資。金融商品取引法上は少人数私募等)を活用して資本を調達する。

# ①スタートアップ・ベンチャー企業のベンチャーファンドからの資本調達に限られた成長

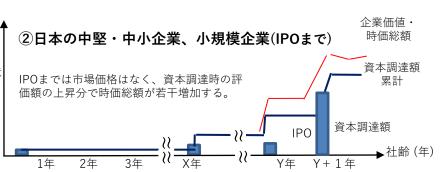
- ・日本では、スタートアップ・ベンチャー企業では、自己募 集が厳格に規制され、プライベート・マーケットもないた め、第三者割当増資による企業価値評価による評価額に基 づく資本の調達となる。
- ・資本の調達先を主にベンチャーファンドに求める。次第に 事業会社等からの調達も増え、少額の調達を多数行って成 長する。
- ・未上場株式に市場価格が成立せず、 ベンチャーファンド等 からの資本調達額の累計を時価総額が超えることもほとん どなく、国内でユニコーン企業へと成長する ことは大変困 難である。IPO時の調達規模も限られている。

#### ① 日本のスタートアップ(IPOまで)



# ② 小規模、中堅中小の成長企業の自己資本の蓄積による資本 形成

- ・日本では、小規模企業、中堅・中小企業は、資本調達による成長がほぼできず、銀行融資に基づく慎重な投資を続けている。銀行融資を返済しながら内部留保を蓄積して資本形成を続けて、大企業へと成長する。
- ・創業時に資本を元手として集めると、その後は、基本的に は同額の資本金を続ける。自己資本が蓄積して資本の額を 増やすこともあるが、1億円上限にする場合が多い。
- ・株主構成の変更などの資本政策や、事業提携目的、上場準備のためで縁故募集(第三者割当増資)を行うこともある。
- \*2020年にマザーズに上場した44社の平均資金調達額は14.3億円、上場前の平均資本調達回数は5.5回(Start Up Drive「2020年マザーズに上場した企業の資金調達の全貌を大公開!! 2021-12-20」 <a href="https://legaltec.jp/2020-ipo-finance-mothers/">https://legaltec.jp/2020-ipo-finance-mothers/</a>)



11

# 3. プライベート・マーケット(未上場株式市場))の成長加速効果(3)

一米国では、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一

### (3) ユニコーン企業の数とIPO企業の数及びIPO資本調達額

- ・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、<u>株価を上昇させ、企業価値・時価総額を</u> <u>拡大させてユニコーン企業となってから大規模なIPOをする</u>。このような<u>米国型の株式市場の構築を進める英国、EC諸国</u>、 中国、インド、韓国その他の国々でも、日本よりも多数のユニコーン企業を創出している。
- ・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、経済規模の割には、ユニコーン企業の数は著しく少ない。IPOの件数は多いが、時価総額が小規模なときのIPOのため、IPO時の資本調達額も少ない。

#### 〇 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 フィリッピン、ルクセンブルク、メキシコ	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、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 CB Insights 2020年11月25日のデータ

# 〇日本はIPOをした企業の数は比較的多いが、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。\*1

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	0.40億ドル	2.09億ドル	6.30億ドル	2.20億ドル	1.21億ドル	2.46億ドル	2.76億ドル	0.40億ドル	0.49億ドル	0.19億ドル
×110円	44億円	229億円	693億円	242億円	133億円	271億円	304億円	44億円	54億円	20億円

出所:EY Global IPO Activity Report: Q4 2019

# 3. プライベート・マーケット(未上場株式市場)の成長加速効果(4)

一米国では、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 ト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一

#### (3) 株式市場の企業の成長と個人の資産形成への貢献

- ① 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、成長企業が、未上場段階から個人を含む投資家から資本を 調達して、大胆な投資を進め、収益性を高め成長し、株価が上昇し、未上場と上場の株式市場を通じて、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(エクイティ) 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、個人を含む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(株式が個人金融資産84兆ドル(9,282兆円)中18.5%を占める)。
- ② 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・ベンチャー企業に限られる。未上場株式に早期に投資し、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、<u>米国と比べて証券市場のパフォーマンスが低くなる</u>。このように、<u>未上場株式の個人の資産形成への貢献は限定的</u>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%)。
- 〇米国は日本と比べて企業の収益力が高 〇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。 く、これが株価へ反映されている。 米国 米国 米国 米国/日本(倍) 日本

	米国	日本	- •	· 🕏
· ROE	18.4	9.4		・村
· PER	19.9	11.0		・作

・金融資産全体 243兆8,663億ドル (2京6,825兆2,930億円)

・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%)

(出所) ROEは経済産業省 (2019年1月) の2018年データ、 PERはIMFの2018年のデータ。

©2022,H.Tadokoro,RIETI

(出所) 日米の資金循環表から。米国は2018年末、日本は2019年3月末のデータ。

\*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。

**3.1** 8,604兆4,236億円

# 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)

一日本企業の資本の調達額は、米国と比べ桁違いに少ない。未上場企業の私募による資金調達は極少額であり、中堅・中小企業は投資資金を内部資金と銀行融資に頼り続けることになる一

### (1) 米国と日本の企業の資本調達額

- ・米国企業の資本 (エクイティ) の調達額は、2018年では公募\*1 (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)、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) \*2 に達する。米国は私募だけで日本の公募に第三者割当額\*3を加えた額を超える。
- ・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。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6.4倍もある。日本では、未上場株式市場が未発達の中、資本政策や事業提携のための少人数私募による縁故募集等\*6が行われている。

#### 〇 米国と日本の企業の資本調達額には大きな格差がある。

### 〇日本企業の未上場株式による資本調達額は極少額となっている。

米国	公募+私募	公募	私募	
八日	ム <del>芬</del> □ 仏 <del>芬</del>	(Public Equity)	(Private Place	ement)
2021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	<b>意</b> 円
	1,046件	1,004件	42件	
1件当た	2.23億ドル	2.20億ドル	2.92億ドル	
Ŋ	246億円	242億円	321億F	<del>"</del>
				41.44
日本	公募+第三者割当	公募	第三者割当	私募
2021年	8,827億円	4,938億円	3,889億円	総計的
2021-1	818件	243件	575件	データ
1件当たり	27億円	20億円	7億円	不明

- · · · — · · · —					
日証協の 非上場株式投資勧誘制度	取引実績(日証協のデータから)				
(一定の実績のあるもの)					
株式投資型	取扱業者:6社	2021年5月末現在			
クラウドファンディング	累積成立件数:222件(÷6年= <u>約37件/年</u> )	2015年5月~2021年			
(2015年5月~)	累積発行総額:約67億円 (÷6年 = <u>約9.6億円</u> /年)	5月末現在(約6年間)			
	運営会員(証券会社):6社	2021年6月18日現在			
株主コミュニティ	取引銘柄数:24銘柄	2021年0月10日現任			
(2015年5月~)	累計売買金額:約29億円	2015年5月~			
	累計募集・私募金額:約21億円 (3件*4)	2020年6月18日現在 (約6年間)			
店頭取扱有価証券	累積取扱件数:24件(÷17年= <u>約1.4件/年)</u>	2003年4月~2020年			
投資勧誘(店頭規則6条)*5 (2003年4月~)	累積発行総額:約9,251億円 (÷17年=約544億円/年)	10月末現在(約17年間)			
*オ゙ 私草のデータけ ト	提企業由心のものと考えられる SECの	データにトスと			

- \*1 公募には新規上場 (initial public offering) とその他の上場 (follow-on) を含む。私募のデータは上場企業中心のものと考えられる。SECのデータによると、2017年にファンド及び金融機関以外の会社がレギュレーションDで調達した金額は資本及び社債で1,050億ドル (11.5兆円)。日本の上場企業の第三者割当は、発行株式の公募と同様、株式の公募として、有価証券届出書を届出して行われる。\*4 3件中の1件が20億円。
- \*5 未上場であるが株主1,000人以上のため有価証券報告書を提出する義務のある企業(継続開示会社、金融商品取引法第24条第1項第4号)の株式の売買を含む。
- \*6 中小企業庁の「中小企業者のためのエクイティ・ファイナンスの基礎情報(令和3年11月8日更新)」に掲載されている中小事業者1892社に対するアンケート調査によると、成長投資の資金を用意するため、第三者(会社関係者以外)を引受先とする増資(株式の新規発行)を行った企業は12%程度、会社関係者(経営陣やその家族、従業員等)を引受先とする増資(株式の新規発行)は6%程度。なお、銀行等金融機関からの借入(社債を含む)は58%程度。 ©2022.H.Tadokoro.RIETI 1

# 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)

一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額とスモールIPO一

# (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と極小規模になっている (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<u>企業が成長するにつれて</u>、<u>米国では一件当たりの投資額が急激に拡大</u>するが、<u>日本では</u> <u>拡大せずに、レイターステージの資金が不足することになる</u>。
- ・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、市場からの資金調達ができずに、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、多くが上場を急いで、50億円程度の小規模な時価総額のときにIPOを行い(スモールIPOと呼ばれる)、上場後の成長も伸び悩むと言われている。

#### ①スタートアップへの投資額

米国:スタートアップへの投資額と件数 (VC Deal Flow)

 $(1) \div (2) = 32.89$ 

	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	
調達額(億円)	3,319億円	4,387億円	4,462億円	2
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」

#### ②スタートアップの成長ステージごとの調達額

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
2018年	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
2013+	2億2,069万円	12億2,411万円	32億6,479万円

出所 :VEC 「2019 ベンチャー白書」、NVCA「YEARBOOK 2020」。

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

出所: VEC 2019 ベンチャー白書

#### ③ 日本では、未上場段階の資本形成が不足して、IPO時の時価総額もIPO時の資本調達額も小規模なものとなっている(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5億ドル (550億円) 以上と言われる。
- ・<u>日本では、多くが公募価格で時価総額100億円未満程度</u>であり、<u>初値で時価総額が150億円から200億円</u>になると成功と言われる\*1。スモールIPOと呼ばれる小規模な上場であり、募集額も1社平均44億円(P.12 参照)と、米国ではレギュレーションAのミニIPO (募集額7,5,00万ドル (82.5億円)以下)の範囲となる。

<sup>\*1</sup> Jbpress Digital innovation review「成功するスタートアップ経営者が意識すべき3条件」 https://jbpress.ismedia.jp/articles/-/55165

# 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)

一日本の機関投資家・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一

### (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・ベンチャー企業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となっている。
- ・米国では、レイターステージ等の<u>未上場株式が市場価格で時価評価できることもあり</u>、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し、ベンチャーファンドへの投資は、年金基金 (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%

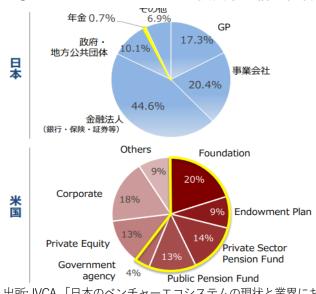
出所: INIITIAL, 「Japan Startup Finance 2019 国内スタートアップ資金調達動向」

#### ② 米国のレギュレーション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)。

#### ③ ベンチャーファンドへの投資家の構成割合



出所: 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。

<sup>\*1</sup> 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。

<sup>\*2</sup> 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。

# 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)

一米国では、多様な業種の企業が、創業直後から私募や小規模公募で投資家から資本を調達して成長する一

#### (4) 米国企業の私募・小規模公募等による資本調達

・米国では、多様な業種の中堅・中小企業・小規模事業者が、創業直後から、成長段階に応じて、州の証券取引法やギュレーションD等のSECのセーフ・ハーバー・ルール等に基づき、投資家から直接、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	ュレーションD 合計	6,719件	
フ	アン	ンド	1,743件	
フ	アン	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・バイオテクノロジー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、旅行業等の多様な業種の企業で、資本が調達されている。

多数の証券会社が州法に基づく公募やレギュレーションDの私募等を取り扱い、マーケット・メーカーとなって店頭市場で株式の売り買い気配値を自由に提示している。流通市場が形成されていて、未上場企業が、店頭市場やOTC Markets等で株式を時価で公募又は私募で発行して資本を調達する。\*1

### 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%

○ 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(1億1,000万円)以下であり、8割強が売上500万ドル(5億5,000万円)以下となっている。

(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。

\*1 大崎貞和「動き出す『未公開株』取り引き|野村資本市場研究所(1999)

# 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)

一米国では、企業が私募や小規模公募で創業直後から成長段階に応じた額の資本を調達し、成長を続ける一

### (5) 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) 以下の募集額のものである。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時の資本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(27億5,000万円)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ようなものがある。
- 1) **レギュレーションDルール506** (私募)、2) **レギュレーションD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) ルール144 (私募で購入した制限付き株式の公募による転売)6)ルール144 A (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	100万ドル超、	500万ドル超、	5,000万ドル超		
100万トル以下	500万ドル以下	5,000万ドル以下	3,000/1下7/20	合計	
(1億1,000万円以下)	(1億1,000万円超、	(5億5,000万円超、55	(55億円超)		
(1)息1,000万円以下)	5億5,000万円以下)	億円以下)	(33版门起)		
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	2	018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. January2019, "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

○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。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。

レギュレーションD:以下の範囲で厳格な開示義務を免除する。

- ・ルール504:1年間で<u>1,000万ドル以下</u>(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 (一般の投資家のうち 投資のリスクを理解すると認められる者)が90日間で35 名以内及び適格投資家(組織形態、資産・所得等から一定 の投資能力が認められる投資家)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(ミニIPO):

- ・以下の少額の株式の公募に、厳格な開示義務を免除する。 **Tier 1**:1年間で2,000万ドル以下。
  - Tier 2: 1年間で2,000万ドル超、7,500万ドル (82.5億円)以下 (5,000万ドル以下から引上げられた\*2)。
- ・JOBS Act以降で拡充された500万ドル超の範囲をレギュレーションA+と呼ぶ。
- \*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%、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月に公布、3月に施行した。

# 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)

一日本のPEファンドからの投資額は米国等比べて極小規模。M&Aの件数も諸外国と比べて少ない一

#### (6)PEファンドからの投資額とあの件数等

- ・PE(プライベート・エクイティ)ファンドからの投資額は、米国と比べて日本は極少額となっている。GDPに対する比でも、米国他の諸外国と比べて小さい。
- ・M&Aの件数やM&A仲介等の事業者の数も増えているが、米国他と比べて経済規模の割には少ない。

#### ①米国のPEファンドによる投資額

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
投資件数	4,913件	5,710件	5,759件	5,709件	7,044件
投資金額	6,426億ドル	7,254億ドル	7,549億ドル	6,896億ドル	1兆0,357億ドル
<b>投</b> 員並領	70兆6836億円	79兆7908億円	83兆0392億円	75兆8547億円	113兆9318億円

(出所)NVCA, PitchBook, "US PE Breakdown 2021 Annual"

#### 円換算(1ドル=110円)

#### ②米国のPEファンドからの投資タイプ別の割合

	2020年	2021年
バイアウト (Buyout/LBO)	24.2%	22.0%
追加投資 (Add-on)	57.4%	58.6%
グロース growth & expantion	18.4%	19.4%

#### ③日本のPEファンドによる投資額

	2017年	2018年	2019年	2020年
投資金額(兆円)	2.70兆円	0.42兆円	0.92兆円	1.13兆円
投資件数	55	65	87	92.0%

(出所)日本におけるプライベート・エクイティ市場の外観 日本プライベートエクイティ協会 2020

#### ④日本のM&A件数

	2015年	2016年	2017年	2018年
M&A件数	2,428	2,652	3,050	3,850件
M&A事業者数	224	234	249	260

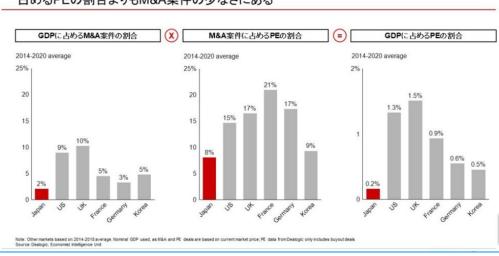
(出所)平成30年度中小企業白書第2-6-6図 M&A件数の推移、中小企業庁\_令和元年11月7日「事業引継ぎガイドライン」改訂検討会第1回「資料3-1」

#### ⑤中小企業M&A仲介(大手3社の件数計)

	2015年	2016年	2017年
M&A件数	308	387	526

(出所)平成30年度中小企業白書第2-6-7図

#### 日本のPE市場は対GDP比で他国に比べ小規模に留まっており、その要因はM&A案件に 占めるPEの割合よりもM&A案件の少なさにある



(出所)③と同じものから図4を抜粋。

# 5. 株式資本(エクイティ)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(1)

一市場を通じたエクイティファイナンスは、成長企業の投資額を最大化し、成長を加速する。市場での時 価総額の拡大がこれを後押する。企業が他の多数の企業を引き連れて急成長するとともに、既存大企業 も対抗投資をすることで、投資競争を引き起こし、国全体の資本ストックの拡大と生産性の向上、個人 資産の拡大と消費増を起こして経済成長を促進する一

# (1)マーケットベースのエクイティ・ファイナンス(Market-based finance in equity)による株式資本主導型のイノベーションと経済成長

### (1)資本(エクイティ)はイノベーションと成長の最強の資金

- ・資本は、返済不要・成功時配当払いのため、事業開始当初の赤字を乗り越えられ、収益を蓄積して、これを再投資することもできるため、社債、融資と比べ、成長投資の資金として最適である。
- ・株主有限責任の中、経営者は経営責任のみで個人の財産的リスクを負わずに、リスクの高い事業に挑戦することができる。 挑戦を評価し、失敗を許容する資金である。
- ・資本は、融資と比べて企業の財務体質を強化し、荒波を乗り超えられる小さくても強靭な企業を生む。

### ②成長投資の最大化と事業意欲の喚起

- ・市場型資本調達(マーケットベースのエクイティ・ファイナンス)によって、成長企業は、資本調達額と投資額を最大化することができる。
- ・相対取引では、資金の出し手の投資家が企業に対して圧倒的に優位であるが、市場を通じると、企業は、主体的に、機関 投資家、ファンド、事業会社、個人等の多数の投資家に広く呼びかけ、交渉・調整して、資本を集めることができる。
- ・市場における投資家間の競争の中で、企業は資本調達額と成長投資額を最大化することができる。優れた事業計画であれば、小規模な企業でも、市場から必要な多額の資金を集めることができる。
- ⇒このため、経営者は、事業計画を立てるときに、銀行の借入れ限度額に縛られずに、資金的な制約を設けず、自由に大胆な発想で、革新的で大規模なビジネスを構想することができる。

# 5. 株式資本(エクイティ)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(1)(続き)

### (2)株式資本主導型のイノベーションと経済成長

市場型資本調達は、企業成長を加速するとともに、企業間の投資競争を促進し、国全体の成長投資を最大化し、経済成長を強力に牽引する。

### ①成長企業が大規模な成長投資を実施して、大企業へ、ユニコーン企業へ急成長する。

・成長企業が大規模な先行投資で国内市場を制覇し、グローバルに展開する。スタートアップ・中小企業が大企業に成長 し、ユニコーン企業となり、他の多くの企業を引き連れて、グローバル企業に発展する。設備投資と企業収益、雇用、 賃金と消費が拡大し、経済が成長する。

(銀行融資の限度額内では、小規模な企業の乱立を招く)

### ②成長企業の投資が既存大手企業を含む企業間の投資競争を起こし、国全体の成長投資を拡大させる。

・成長企業が市場で資本を調達して、既存大企業を凌駕する規模の投資を実施することができる。既存大企業も新規参入 の脅威に対抗して積極的に投資する。

(銀行融資の限度内の成長投資では、既存大企業が国内市場で温存され、将来、外国のグローバル企業に蹂躙される)

#### ③資本ストック型の経済成長を促進する。

・成長企業の投資加速と企業間の投資競争で国全体の成長投資が拡大すると、国全体の資本ストック(生産設備・システム)や人的資産、研究資産が拡大。供給サイドから経済成長を促進する。

### ④個人の資産拡大・所得増と投資拡大・消費増を引き起こす。

- ・ "勝てるビジネス"であることが実証されて、成功の見込みが高まった成長企業の未上場株式は、市場で換金可能で、値上がり期待の高い有望な投資対象となる。
- ・ 企業の成長と時価総額の拡大で、個人資産と所得が増え、個人投資と消費が拡大する。
- →諸外国では、未上場株式市場を発展させて資本(エクイティ)主導のイノベーションと経済成長を推進する。(Equityfueling innovation & Economic growth)

米国等の諸外国は、未上場株式市場の整備を進め、成長エンジンの最高品質の燃料である資本(エクイティ)主導の企業のイノベーションと成長、これを通じた国の経済成長を図る。

©2022,H.Tadokoro,RIETI

# 5. 株式資本(エクイティ)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(2)

- 一米国その他の国々では、市場を通じたエクイティファイナンスによるイノベーションと経済成長を図る。 未上場株式市場が未発達の日本では、中堅・中小企業・ベンチャー企業がエクイティ・ファイナンス ができず、成長が停滞する一
- (1)米国等主要国では、未上場株式市場を発展させて株式資本主導型のイノベーションと経済成長 (Equity-fueling innovation and economic growth)を進める。
- ・成長企業がエクイティ・ファイナンスを行う良質な場としてプライベート・マーケットが機能することが、企業の成長を加速し、国際競争力を高め、さらなる投資を呼び、雇用を生み、消費を増やし、経済を成長させ、国民の生活水準を向上させると広く認識されている。米国では国際競争力に揺らぎが生じると資本市場を改革する。よって、米国では、国際競争力に揺らぎが生じるたびに歴史的な資本市場改革を繰り返す。
- ・イギリス、EU、,中国、韓国なども、プライベート・マーケットを整備し、マーケットベースのエクイティファイナンスの拡充を図り、米国で1990年代から加速された株式資本主導型のイノベーションと経済成長を追いかけている。
- (2) 日本では、未上場株式市場が未発達で、中堅中小企業、スタートアップ・ベンチャー企業が、縁故増資・第三者割当増 資やM&A以外にエクイティファイナンスがほぼできずに、過少投資となって成長停滞する
- ・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、マーケットベースのエクイティ・ファイナンスができず、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。
- ・スタートアップ・ベンチャー企業は、IPOを実現するまで、ベンチャーファンドからの投資に頼る。中堅・中小企業、小規模企業では、関連会社等からの縁故出資等を除き、未上場株式よって有限責任、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。
  - 多くの企業が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。
- ⇒ このように市場を通じて「資本」を活用できないことが、米国、その他の国々の企業と比べた日本企業の投資の量と質の違いを生み、特に中堅・中小企業、スタートアップ・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)。

# 6. 日本で未上場株式市場が未発達な要因 —米国と日本の株式市場改革の経緯(1)

- 一米国では、まず未上場株式の店頭取引・店頭市場を伸ばしながら店頭登録市場・電子市場を発展 させる。日本では、店頭取引を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た一
  - (1)米国では、1933年の証券取引法制定以来、投資家保護に加え、資本市場の資金調達機能の強化による経済の活性化を念頭に株式の取引のルールを整備し・改善を続ける。

特に、1970年代からは、中小企業の資本形成を支援するために、未上場株式の取引規制・市場制度の改革を繰り返し、店頭取引と市場を拡充し、プライベート・マーケット(未上場株式市場)を発展させる。

1990年代に入ると、IT技術を活用した店頭取引のオンライン化と店頭登録市場の電子化を進め、これを活かすための規制改革を続けて、プライベート・マーケット(未上場株式市場)の発展を加速する。\*1

### ①米国の株式市場改革の端緒-大恐慌後の企業の資金調達手段の拡大

- ・ 詐欺的な会社設立及び証券の発行を規制するため、1911年のカンザス州法をはじめとして、各州の規制で、 全米で株式の発行に登録義務と情報開示を課すようになった。証券を発行した登録会社は半年ごとの報告書の 提出と会計帳簿の作成を義務づけられ、州政府の審査に服す。
- ・その後も、州際の投資詐欺が横行したため、投資家が証券投資よりも貯蓄商品を選好し、企業の資金調達の手段が、証券(直接金融)よりも調達コストの高い間接金融に移行する動きが生じた。
  - ⇒資金調達コストの上昇を防止し、大恐慌からの回復を促すため、1933年に証券取引法を定め、州際の証券取引に、株式の公募のときの開示登録義務・目論見書の交付、小規模公募及び私募等の仕組みを整える。

### ②米国の株式市場改革の継続と店頭取引・店頭市場の発展

- ・中小企業・成長企業の資本形成を促進するため、1970年代後半から1980年代にかけて、レギュレーションDの 私募等や144の私募転売の制度を整える
  - ⇒店頭取引・店頭市場が発展。
- ・1990年代も、州法の規制の免除や、ルール144Aの適格機関購入者への転売等の制度を設けて、取引規制・市場制度の改革を進める。 ⇒店頭市場 (ローカル・ストック・マーケット、グレー・マーケット)のさらなる発展。
- ・ 1990年代後半から、証券会社が<u>オンライン・トレーディング・プラットフォームを導入し</u>、<u>店頭取引のオン</u> <u>ライン化</u>が進む。
  - \*1 日本証券経済研究所「図説アメリカの証券市場」(2018)、淵田康之「リスクマネー供給と投資者保護」(2013)他参照。

# 6. 日本で未上場株式市場が未発達な要因―米国と日本の株式市場改革の経緯(1)(続き)

### ③ Nasdagの電子化された店頭登録市場としての発展と証券取引所化

- ・1971年に、店頭市場向けの自動気配値表示システム (Nasdaq)を、全米証券業協会 (NASD (現FINRA)) が設置する。Nasdaqはベンチャー企業・中小企業向けの電子化された店頭登録市場として成長を始める。1982年に上場株式の取扱いを開始し、1984年に、注文執行システムを整備、1997年には電子市場取引システム (ECN)を導入するなど、証券取引所並みの電子市場として発展した。
- ・2006年には、証券取引所の株式会社化とECN・ATS市場を含む取引所間の競争激化の中で、証券取引所の登録を 受けた。

### ④ Nasdaqに代わる店頭登録市場の発展-OTCBBの盛衰、PINK SHEETのOTC Marketsへの発展

- ・NASDは、1990年に中小企業の気配値情報を発信するOTCBBを設け、2003年には電子市場化したが、1997年の 登録企業への厳格な開示義務の導入以降、取引所としての規制が強化される中、銘柄数は減少し、今日ではほ ぼ消滅している。
- ・1900年代から店頭取引の気配値公表を行っていたPINK SHEETは、1997年頃から本格的な電子化を進め、電子市場取引システム (ATS)の登録を受け、2000年代後半に未上場株式の電子市場であるOTC Marketsに発展した。

# ⑤未上場株式マーケットプレイス(Private Stock online Marketplace)

・店頭取引のオンライン化の中、証券会社の設置するトレーディング・プラットフォームを活用して、2000年代から未上場株式のマーケットプレイス\*1が登場した。

#### ⑥ IT化の時代の中でのJOBS Acts による株式市場改革

- ・2012年制定のJOBS Actでは、企業の成長段階に応じた規模の資本調達と資本形成を可能とするため、
- i) 新興成長企業(EGC: Emergence Growth Companies))のIPO・上場直後一定期間の内部統制報告書作成の免除等の負担軽減(IPO On- Ramp (高速道路の進入路)と呼ばれる)、
- ii) レギュレーションAの拡充、
- iii) 適格投資家私募、適格機関購入者対象の私募転売におけるインターネット活用の解禁、
- iv) 売買手数料が課されないオンラインのマーケットプレイス運営者の証券業の登録免除、
- v) クラウドファンディングの創設等の改革を実施する。2016年にクラウドファンディングも開始された。
- ・その後も、2015年制定のJOBS Act 2.0 (適格投資家への私募転売の法制化等)などで改革が継続する。
  - \*1米国を先頭に、英国、インドなど多くの国々で開設される。米国では、ナスダック・プライベート・マーケット、フォージ等が有名。OTC Marketsとともにユニコーン企業を育成する場で、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が行われる。マーケットプレイスで従業員へ法主として交付した株式の機関投資家等への転売を行う市場を「セカンダリーマーケット」と呼び、大手や、新興企業がATSの登録を受けて、私設取引所となっている。

# 6.日本で未上場株式市場が未発達な要因―米国と日本の株式市場改革の経緯(1)(続き)

#### <米国の中小企業の資本形成を支援するための株式市場改革>

#### 第1回目 1970年代後半~

小規模公募・私募・私募転売の拡充⇒中小企業の資本形成促進

- ・1975年以降制定したルールを取りまとめて1982年にレギュレーションDを制定 (小規模公募、少人数私募、適格投資家私募)。
- ・1978~79年にルール144を制定し、私募で購入した証券を、厳格な開示義務を 免除したままで一般投資家に転売する仕組み等を導入。
- ・1980年 中小企業投資奨励法を制定。同法に基づき証券取引法を改正し、小規模 公募の限度額を150万ドルに引き上げる。同法に基づき、中小企業資本形フォー ラムを開催。

#### 第2回目 1990年代初頭~

厳格な開示義務の免除規定の拡大、州法との重複排除、店頭登録市場の電子化

- ・レギュレーションAの募集ト限を150万ドルから500万ドルに引き上げ。
- ・1990年 ルール144Aを制定し、私募で購入した株式を適格機関購入者に転売する 仕組み等を導入。
- ・1996年 国家証券市場改善法 (NSMIA)を制定し、州法の規制を免除される証券取 引法及びSEC規則の厳格な開示義務の免除規定を指定。
- ・1999年にレギュレーションATS\*1の施行(証券業又は取引所の規制の対象とな る電子市場取引システムの明確化等)。
- ・2008年 ルール144を緩和し、会社の主な関係者等以外の株主については一般の 投資家へ転売するときの販売額の制限を撤廃。

#### 第3回目 2010年代前半~

2012年 JOBS Act以降の改革

- ・レギュレーションA (ミニIPO)の拡大 (募集上限500万ドルから5.000万ドルに)。
- ・適格投資家私募(レギュレーションD506(c))及び適格機関購入者への転売(ルー ル144A) をするときのインターネット等の活用を解禁。
- ・売買手数料を得ない未上場株式マーケットプレイスの証券業の登録免除。
- クラウドファンディングの創設
- ・2015年 JOBS Act 2.0 (適格投資家への転売 (証券取引法第4条(a)(7))
- ・2020年 適格投資家の拡大、2021年 免除規定ハーモナイゼーションを実施

#### <米国の店頭登録市場等の変遷>

#### ○Nasdagの発展と証券市場化

- ・1971年 全米証券業協会 (NASD (現FINRA))が店頭 市場の自動気配値表示システム (Nasdag)を設置。
- ・1984年 Nasdagが小口注文執行システムを導入。
- ・1997年 Nasdaqが電子市場取引システム (ECN)を導
- ・ 2006年 Nasdagが証券取引所の登録を受ける。

#### OOTCBBの発足・証券取引所化と衰退

- ・1990年 NASDがOTCBB (Over The counter Bulletin Board)を設置。
- ・1999年 OTCBB登録企業に開示義務等の規制強化。
- ・2020年頃 OTCBBの取引実績がほぼなくなる。

#### O OTC Marketsの発展

- ・1997年~店頭市場の気配値情報誌であったPINK SHEETが電子市場化を進め、電子市場取引システ ム(ATS)を導入。OTC Markets グループへ発展。
- ・2007年 OTC Marketsが市場区分を再編 (OTC-OX、 OTC-OB, PINK).

#### ○ 未上場株式マーケット・プレイスの設立

・大手オンライン・マーケットプレイスの設立 2004年 セカンド・マーケット

2009年 シェアーズポスト、

2011年 ナスダック・プライベート・マーケット 2014年 フォージ

2015年 ナスダックがセカンドマーケットを合併

2020年 フォージがシェアーズポストを合併

#### ○ クラウドファンディング

・2016年にレギュレーションCFを施行。

# 6. 日本で未上場株式市場が未発達な要因―米国と日本の株式市場改革の経緯(2)

(2)日本では、1970年代から、店頭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を禁止してきた。このため、店頭取引がほぼ消滅する中、店頭登録市場も低迷した。1990年代に活性化したJASDAQも、株式市場間の競争と新興市場設立ブームの中で証券取引所となり、その後の店頭登録市場・店頭市場は極小規模のものとなった。\*1

### ①戦後の店頭登録市場の設置と未上場株式の店頭取引・投資勧誘の原則禁止

- ・日本では、戦後、証券取引所の閉鎖中に<u>取引所外での中小企業の株式の発行・資金調達と流通(店頭取引)が活発</u>になる。
- ・米国の証券取引法等を参考として、1947年に証券取引法が制定される。1949年以降、東京証券取引所大阪証券取引所等が再開した後も、店頭取引(場外取引)が活発に行われる。1949年に取引所外の取引を制度化した<u>店頭</u>売買銘柄承認制度も発展し、1961年に東京証券取引所市場第2部となる。登録銘柄はほぼ上場したが、<u>その後も店頭取引は盛んに行われる。</u>
- ・1963年には取引の公正性と投資家保護のため<u>店頭売買銘柄登録制度を設け、会社情報の開示と取引価格の公表</u> 義務を課す。証券会社の登録制を免許制に変更し、証券会社の経営安定を通じて投資家保護を強化したが、新 規参入は抑制される(199年に登録制に復帰)。
- ・第一次ベンチャーブーム・新興中小企業の成長による店頭取引の活性化と投資詐欺の横行に対し、1974年及び 1976年の大蔵省証券局長通達と日本証券業協会の規則で、<u>証券会社が未上場株式の投資勧誘することを原則禁</u> 止した。この枠組みが基本的に今日まで続く。

26

<sup>\*1</sup> 日本証券業協会、非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会第2回資料-非上場株式の取引制度と勧誘規制の沿革-(2021年1月29日)、大崎貞和「我が国における株式店頭市場改革の動き」野村資本市場研究所(1999)、日本証券経済研究所「図説日本の証券市場」(2018)他参照。

# 6. 日本で未上場株式市場が未発達な要因―米国と日本の株式市場改革の経緯(2)

# ②店頭登録市場の改革とJASDAQの活性化・証券取引所化

- ・その後、<u>店頭登録市場が低迷</u>したため、中堅・中小企業の資金調達、株式の流通と魅力ある投資対象の提供の場とすべく、商工会議所等の要請も受けて活性化を図る。1976年に日本店頭証券を設立(取引執行の集中)、1983年に市場での公募増資の解禁や、<u>店頭登録銘柄の投資勧誘の解禁</u>(1983年大蔵省通達及び日本証券業協会規則)等を行った。
- ・この後も不活発な状況が続くが、1990年代からの電子市場化やベンチャーブームの中で、通産省(当時)も働きかけて活性化を図って、JASDAQ市場として取引も増える。
- ・1996年からの金融ビッグバンが、日本にニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場を設けることを目指す中、 新興証券取引所設立ブームが起こり、JASDAQは、1998年に証券取引法上の<u>店頭売買有価証券市場</u>となり、 2004年に株式会社化して証券取引所となった(以後、店頭売買有価証券市場の登録銘柄はない)。その後むしろ 証券取引所の国際的な競争と再編に対し、2009年に大阪証券取引所と合併、2013年には東京証券取引所の市場 区分の一つとなった。

### ③免除取引の導入、投資勧誘禁止の一部解禁、 新たな店頭登録市場の創設と取引の停滞

- ・1988年に少額免除の上限を5億円に引き上げ(1998年に1億円に戻る)、1991年に証券取引法を改正して適格機関投資家私 <u>募及び少人数私募等の免除取引を導入</u>したが、これらの活用は進まずにいる。
- ・その後、投資勧誘原則禁止の例外の仕組みとして、1997年に店頭取扱有価証券投資勧誘、2003年に適格機関投資家の投資勧誘を解禁したが、これらの活用実績は乏しい。
- ・1997年にグリーンシート制度を設けたが、開示義務等の規制を強化した後に低迷した (2018年廃止)。2015年にクラウド ファンディングと株式コミュニティ制度等の制度を設けたが、これらも極小規模なものにとどまっている。
- ・2020年11月には、企業価値評価等可能な特定投資家投資勧勧誘、<u>2022年7月には特定投資家私募制度を導入</u>したところである。

©2022,H.Tadokoro,RIETI

# 6. 日本で未上場株式市場が未発達な要因―米国と日本の株式市場改革の経緯(2)(続き)

#### ◇日本の店頭取引、店頭市場の規制の変遷

#### ①取引所集中主義と未上場株式の店頭取引・投資勧誘の禁止

- ・1949年 証券取引所が再開された後、店頭売買承認銘柄制度が創設され、店頭取引は活況を呈する。
- ・1961年 東京証券取引所に市場第二部が創設され、店頭売 買承認銘柄の大部分が上場。
- ・1963年 店頭売買銘柄登録制度 (店頭登録市場)を導入。 開示義務等と取引価格の公表義務を課したため、銘柄数 が減少。
- ・1974年 大蔵省証券局長通達に基づく業界自主規制によって未上場株式の勧誘を規制。
- ・1976年 大蔵省証券局長通達「上場株式よりリスクの高い 非上場株式の積極的な勧誘を慎むべき」で、証券会社に よる全ての非上場株式の投資勧誘が事実上禁止。店頭取 引・店頭市場はほぼ消滅。

#### ②開示義務の免除規定の整備

- ・1988年 少額免除 (小規模公募)の募集額上限を2年間で1億 円未満から5億円未満に引き上げる。
- · 1991年 少人数私募 (半年間50名未満への勧誘)、適格機関 投資家私募 (250名未満の機関投資家の勧誘)の法制化。
- ・1998年 少額免除の募集額上限を1億円未満に戻す (グリーンシート制度導入に併せ)。
- ・適格機関投資家の拡大 (2002年 ベンチャーキャピタル、 年金基金等、2007年 有価証券10億円以上保有する事業法 人・個人)。

#### ◇日本の店頭登録市場の整備と低迷、電子市場化

#### ①店頭登録市場の整備

商工会議所等の提言もある中、<u>店頭登録市場を中堅・中小</u>企業の資金調達や未上場株式の流通の場とすべく以下のよう な改善を図ったが、低迷は続いた。

- ・1976年日本店頭証券を設立し、取引実施を集中化。
- ・1983年 店頭での公募増資の解禁。大蔵省証券局長通達で店頭登録銘柄については証券会社による投資勧誘を解禁。

#### ②店頭登録市場改革と証券取引所化

1990年代に入り、店頭登録市場 (JASDAQ)は、取引の電子化とベンチャーブームの中で活性化したが、金融ビックバンにおける株式市場間の競争促進と証券取引所の民間企業化の流れで東京証券取引所へ統合された。

- ・1995年 店頭特則市場を開設(赤字企業の店頭公開容認)。
- ・1996年 通産省のWGがブックビルディング方式の採用、マーケットメイカー制度の拡充等を提言。
- ・1997年信用取引の導入。
- ・1998年 店頭登録市場を店頭売買有価証券市場として取引所市場と同様に法制化。マーケットメイク制度を導入。
- ・2004年(㈱ジャスダック証券取引所が発足(店頭登録市場は消滅)。東証マザーズ等とともに新興市場として発展。
- ・2009年 大阪証券取引所に吸収合併、2010年にヘラクレス NEOと統合、2013年東京証券取引所に統合。

# 6. 日本で未上場株式市場が未発達な要因―米国と日本の株式市場改革の経緯(2)(続き)

#### ◇日本の店頭取引、店頭市場の規制の変遷

#### ③未上場株式の投資勧誘の一部解禁と低迷

- ・1996年 <u>通産省の研究会が未上場・未登録株式の流通性向上等を提言</u>。翌年、規制改革推進計画に未上場株式等の投資投資勧誘の解禁を記載。その後、以下の制度を設ける。
- ・1997年 店頭取扱有価証券制度 (継続会社株式、監査報告書付きの財務諸表等開示会社の未上場株式の投資勧誘の解禁)。
- ・1998年 取引所外取引の解禁(取引所集中主義の撤廃)
- ·2003年 適格機関投資家投資勧誘制度。
- ・2020年11月 企業価値評価等が可能な特定投資家に対する店頭有価証券の投資勧勧誘。
- ・2022年7月特定投資家私募(プライベート・プレイスメント)

## ◇日本の店頭登録市場の整備と低迷、電子市場化

#### ③新たな店頭登録市場の整備

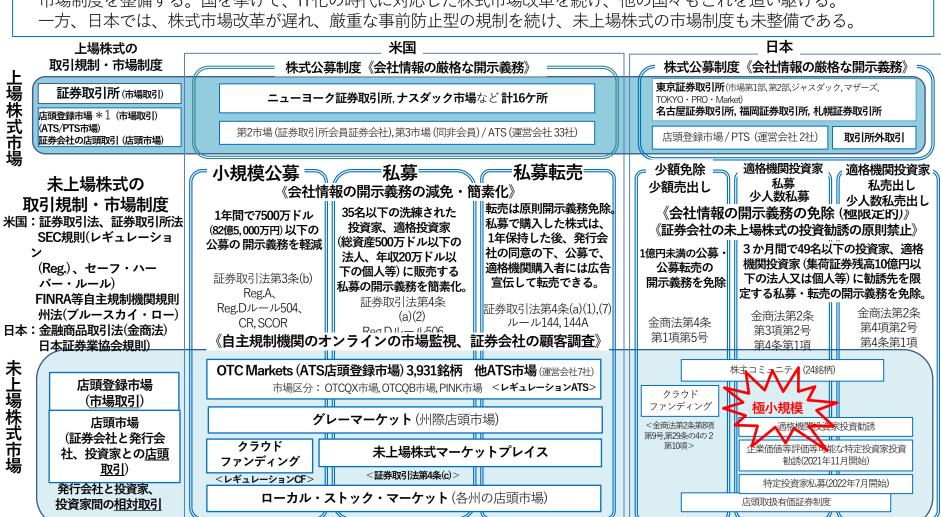
- ・1997年 グリーンシート制度を創設 (監察報告書付きの財務 諸表を含む会社案内書を開示し、取扱い証券会社が継続的 に売買気配を提示する株式の投資勧誘を解禁。
- ・2003年取引システムを設けて取引の集中化。
- ・2004年 証券取引法を改正し、開示義務等の規制を強化。このためグリーンシート制度は縮小(2018年3月末廃止)。
- ・2015年 株主コミュニティ制度及び株式投資型クラウドファンディング制度を創設。

29

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較(概要)

一日本は米国等が進めるIT時代の株式市場改革に遅れ、未上場株式の取引の自由化の範囲が狭く市場制度も未整備一

◇米国は、企業が成長段階ごとに資本を調達できる多層の市場構造と、これを支えるオンラインの事後監視型の取引規制・市場制度を整備する。国を挙げて、IT化の時代に対応した株式市場改革を続け、他の国々もこれを追い駆ける。 一方、日本では、株式市場改革が遅れ、厳重な事前防止型の規制を続け、未上場株式の市場制度も未整備である。



# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較(1)

一日本の事前防止型の未上場株式の規制・市場制度では、未上場企業が自律的・主体的に株式を発行して、 広く投資家を勧誘して資本を調達することができる環境にない。

事業会社や個人など一般投資家が未上場の成長企業の株式に投資する機会を得ることも困難一

### (1)株式の取引規制の各国共通の骨格 - 開示義務と免除取引ー

- ① 株式の公募・上場と開示義務 (ディスクロージャー)
- 1) 株式の公募と開示義務
- ・企業が株式を発行・販売して資本を調達するため、一般の又は多数の投資家に対し株主になるように勧誘することを**株式の公募** (public offering: PO) \*1という。株式を発行する企業 (発行会社) 又はその依頼を受けた証券会社等が株式の公募をするときは、投資家の適切な投資判断を可能とするため、発行会社に会社情報 \*2を開示する義務(ディスクロージャー)が課せられる (証券取引法第4条(a)(2),第5条(a)/金商法第4条第1項)。
- **2) 転売規制:** 株主 (投資家) が株式を公募して転売するときは、主に以下の二つの場合で、1)と同様に、発行会社に開示義務が課される。
- i) 株主が私募等に応じて購入した株式 (<u>制限付き株式</u>という。転売先の制限等がある) を、その制限を超えて転売する場合。
- ii) <u>会社の主な関係者</u> (主な株主、経営者等の会社の経営に指導力を持つ者) や、会社に依頼された証券会社など 会社の情報をより多く有する者が、その株式を転売する場合。
- 3) 開示義務の負担と上場:開示義務を履行するため、<u>発行会社は会社情報をまとめた資料 (registration statement/有価証券届出書) を規制当局に提出し、公衆縦覧に供する</u>。 株式を購入する投資家に会社情報(目論見書)を提供する。その後、毎年、四半期及び臨時に一定の会社情報を開示する (継続開示義務)。
- ・<u>開示義務の事務コストが大変重いため</u>、<u>企業は一定の規模に成長するまで株式の公募を実施できない</u>。また、 企業は、株式の公募をするときには、費用対効果を考えて、証券取引所に上場することを選ぶ。\*3

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度—米国と日本の比較(1)

#### (1)株式の取引規制の各国共通の骨格 - 開示義務と免除取引ー(続き)

### ② 免除取引

- 1) 小規模公募、私募 (Private Stock Offering: PSO \*4)
- ・以下の開示義務が減免される取引 (**免除取引**)では、中小企業も、開示義務の負担を免れて株式を発行して勧誘・販売をすることができる。
- i) **小規模公募**とは、一定の少額の募集額の公募をいう。
- ii) **私募**とは、投資能力のある投資家 (適格投資家 (Accredited Investor) \* 5)、日本では適格機関投資家という) や 少人数の一般の投資家に限定した勧誘・販売をいう。投資家への勧誘方法や転売に制限がある。
- 2) 私募転売(Private Stock Resale)
- ・私募転売とは、私募に応じて購入した株式を保有する投資家や、会社の主な関係者が、保有する株式の勧誘・ 転売を開示義務免除の下で行う仕組みを呼ぶ。米国ではSECの規則でルール144、ルール144Aがある。日本では 私売出しと呼ぶ。

- \*1 株式を販売するために多数の投資家を勧誘 (solicitation)する活動を「募集 (offer)」といい、「公募 (public offering)」と「私募 (private offering or private placement)」に区別される。金商法では、第2条第3項で発行会社による新たに発行した株式の公募を「募集」と、同条第4項で株主による転売の公募を「売出し」とする (金商法第2条第2項及び第4項)。転売のときの私募は発行株式の「私募」と区別して「私売出し」と呼ばれる。「募集」は50人以上への勧誘であって、「私募」に該当しない小野と定義される。「私募」には、49名以下の勧誘である少人数私募、適格機関投資
  - 「募集」は50人以上への勧誘であって、「私募」に該当しない小野と定義される。「私募」には、49名以下の勧誘である少人数私募、適格機関投資家向け私募、特定投資家向け私募がある。売出し、私売出しについても同様の区分けがされるが、売出しからは、投資家間同士の転売は原則除外され、開示義務の対象外となる。
- \*2 会社情報の項目は、発行株式の種類・数、募集方法、会社の名称・住所、役員の氏名・住所、株式・株主の状況、事業の概要、財務の状況等である。
- \*3 日本では、株式の公募は上場することと同じ意味で「株式公開」と呼ばれ、IPO (Initial Public Offering)は新規株式公開と訳される。
- \*4 米国では、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PSOと呼ぶことがある。
- \*5 Accredited Investorは、自衛力認定投資家とも訳される。

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較(2)

### (2)米国と日本の未上場株式の取引規制・市場制度の比較(骨格)

- ① 未上場株式の自由化の範囲と店頭市場・店頭登録市場の発展
- ・米国では、投資家の裾野を広げつつ、企業の成長段階に応じた(scaled)市場の資金調達機能を充実する。
  - 1) 米国では、厳格な開示義務を減免する(未上場株式取引の自由化)範囲を拡大し、そこに取引の公正と投資家保護の確保のための規

制を設けるとともに、ITを活用した取引監視の仕組みを整備する(事後監視型規制)。

- ・米国では、小規模公募、私募や私募転売等の免除取引の範囲(未上場株式取引の自由化の範囲)が日本と比べて 遥かに広い。この範囲で、取引の公正と投資家保護の確保のため、SECの規則や自主規制機関のルールで、以 下のような仕組みを設ける。
- i) <u>規制当局への募集条件と軽減・簡素化された企業情報の届け出・公衆縦覧</u>。ii) <u>会社情報の公表又は投資家への提供</u>。iii) 自主規制機関への未上場株式の<u>銘柄の登録とオンラインによる取引結果の報告</u>、iv) <u>自主規制機関による取引の監視</u>等。⇒開示義務の負担を軽減しつつ、取引に必要な情報が投資家に提供されるので、小規模企業、中小企業でも未上場株式を発行・販売し、投資家がこれを投資対象として購入し、投資家間で転売することができる。
- 2) 米国では、未上場株式の取引規制に加え、証券会社の取引ルールを整備し、店頭市場・店頭登録市場を発展させる。
- ・発行会社は、株式を発行・販売して資本調達をするときは、通常、証券会社に依頼して勧誘・販売活動を手伝わせる(引受け、仲介等)。免除規定の下での証券会社の取引のルールを整備すると、<u>証券会社が各社の顧客のネットワークを生かして、未上場の発行会社の小規模公募・私募を支援し、投資家間の売買を促進</u>する。こうした活動をする<u>多数の証券会社が連携して**店頭市場**が形成</u>され、一定の制度化・組織化がなされると**店頭登録市場**となる。
- ・電子市場取引システム等を活用するルールなどの市場制度を整備すると、店頭登録市場がATSを活用した未上場株式の**電子市場**に発展する。

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や、発行会社が 一般投資家を募集するクラウドファンディングも発展する。

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較(2) (続き)

(2)米国と日本の未上場株式の取引規制・市場制度の比較(骨格)(続き)

〇日本では、米国と比べ、未上場企業への資本調達手段・投資家への投資機会の提供以上に投資家保護を重視する。

- 1) 日本では、免除取引の範囲は極狭く、投資家保護の仕組みもなく、未上場株式が投資対象とならない(事前防止型規制)。
- ・日本の免除取引の範囲は、(3)で詳述するように、米国と比べ遥かに狭く(事前防止型の規制体系)、この狭い範囲において、クラウドファンディング等の一部の制度を除き、投資家保護の措置も設けらない。このため、 未上場企業は未上場株式を資本調達の手段とすることがほとんどできず、投資家はこれを投資対象とすることができない。
- 2)日本では、証券会社の未上場株式の投資勧誘が原則禁止され、PTS(電子市場取引システム)の活用も規制される。
- ・日本では、免除取引の範囲が極狭いことに加え、<u>証券会社 (第1種金融商品取引業)が未上場株式の投資勧誘を原則禁止される</u>などの規制があって、未上場株式の<u>店頭市場が成立しない</u>。
- ・未上場株式<u>マーケットプレイスも、PTSを用いた店頭登録市場も、小規模公募、私募の範囲が狭く、発行・流</u>通する未上場株式が少ないため、事実上設置できない。加えて、
- ・PTSの定義が広く、未上場株式マーケットプレイスは、PTSに該当し、認可が必要となる可能性がある。
- ・さらに、PTSを用いた未上場株式の売出し(公募)が原則、開示義務の対象となる。私募に応じて購入した株式 や会社関係者が保有する株式などは、PTSで適格機関投資家や特定投資家向けに私売出しをすることになる。
- ・クラウドファンディングも、募集額及び投資額の上限が少額であり、その次の成長段階の資本調達の手段も、 投資家の転売市場もない中、資本市場としての発展が困難となっている。.

©2021,H.Tadokoro,RIETI

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較(3)

### (3)未上場株式の取引の自由化範囲と規制(概要)

① 小規模公募:米国では小規模公募の上限額を繰り返し引き上げる。日本では低いままに据え置かれる(米国:7,500万ドル(82.5億円)以下、日本:1億円未満)。米国の小規模公募では、軽減された会社情報の開示等で投資家保護を図る。

#### 米国

**1) 連邦法の規制**: 証券取引法第3条(b)、レギュレーションA、レギュレーションD ルール504

### レギュレーションA(ミニIPO)

- ・以下の少額の株式の公募について、厳格な開示義務を免除する。フォーム1-AをSECに提出して、軽減された内容で会社情報を開示する義務がある。2,000万ドル以上では継続開示義務もある。 <u>Tier 1:1年間で2,000万ドル以下</u>、 <u>Tier 2:1年間で7,500万ドル(82.5億円)以下</u>(JOBS Actで500万ドルから5,000万ドルに、2021年3月にさらに引上げられた)。
- **レギュレーションDルール504**:1年間で1,000万ドル以下(2021年3月に500万ドルから引上げられた)。
- ・フォームDをSECに提出して、簡素な会社情報を開示する義務がある。
- **2)州法(Blue sky Law)の規制:**株式の公募における登録義務とメリットレビュー
- ・株式の公募には、州の証券取引法 (Blue Sky Law)で、株式公募の登録届け出書の 提出 (開示義務) と、株式が投資家にとって公正で価値あるものかの審査(メリット・レビュー) がある。

# **SCOR** (Small Companies Offering Registration)

- ・募集額500万ド以下 (100慢ドル以下の州もある)では、中小企業向けの登録届け出書(SCOR) がある。
- ・州の課す開示義務も、<u>機関投資家や少人数 (10名~25名) の投資家への勧誘については、簡素な会社情報を州政府に届け出ることで免除される (なお、</u>州の規制は、レギュレーションA+ (募集額500万ドル以上) であって適格購入者に対するものや、レギュレーションDルール506の私募では免除され、連邦の規制のみが適用される)。

#### 日本

(金商法第4条第1項第5号)

- ・募集額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(非公表)の提 出義務がある。
- ・1998年に5億円から1億円 に引き下げる。
- ・勧誘して転売するときは、 小規模売出し又は私売出 しをする。

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較(3)(続き)

### (3)未上場株式の取引の自由化範囲と規制(概要)(続き)

② 私募:私募の対象を、米国では購入者に限定、日本では勧誘先に限定する。適格(機関)投資家の範囲は米国と比べ て日本は大変狭い。

**米国** (証券取引法第4条(a)(2)、レギュレーションDルール506(b)、ルール 506(c)

レギュレーションD: 以下の私募について開示義務を免除する。フォーム DをSECに提出して、簡素な会社情報を開示する義務がある。

ルール506(b):90日間で35名以内の洗練された投資家\*1及び人数無 制限の適格投資家に購入者を限定。

- ルール506(c):人数無制限の適格投資家に購入者を限定。募集目標 額を達成するまで適格投資家以外の者や35名より多い投資家何人にでも 勧誘できる。
- ・新聞、雑誌、WEB、セミナー等による一般的勧誘・広告は禁止される。 これをJOBS Actでルール506(c)では解禁、ルール506(b) でも2020年10月 に非営利組織によるデモディ\*2の実施を解禁した。
- 日本(金商法第2条第3項、第4条第1項) ・人数無制限で適格機関投資家に対し てのみ、又は3か月で50名未満まで の投資家に対し、開示義務免除の下、 勧誘することができる。よって、イ ンターネット等は使えず、募集目標 額が未達成でも、一般の投資家を49 人を超えて勧誘できない。
- ・2020年11月に企業評価可能な特定投 資家投資勧誘(少人数私募)、2022年 7月に特定投資家私募を導入した。

### ③私募の対象となる適格投資家(適格機関投資家)の範囲は、米国と比べて日本は大変狭い。

## 米国の適格投資家の範囲

(レギュレーションD ルール501)

- 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) 超の事業会社等。
- iii) 住居以外の純資産100万ドル (1億1.000万円) 超の 個人、又は年収20万ドル (2,200万円) 超の個人 (世 帯では年収30万ドル(3.300万円) 超)。
- iv) 特定の資格や経歴のある投資する十分な知識と 専門性を有する者。
- v) ファミリーオフィスの従業員及びその顧客であ る資産家。

### 日本

# 適格機関投資家の範囲

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。iii) 有価証券残高10億円以上で投資経験1年以上の個人。

#### 特定投資家の範囲

適格機関投資家に加え、

- i) 国、日本銀行、政府関係法人等、特定目的会社、
- |ii)||上場会社、資本金5億円以上の株式会社、金融商品取 引業者、外国法人、
- iii)金融商品取引業者の承諾を得た法人又は個人(純資産及 び投資性資産が3億円以上かつ取引経験1年以上等)
- \*1「洗練された投資家」とは、一般の投資家のうち投資のリスクを理解すると認められる者、「適格投資家」とは、(資産・所得等から 一定の投資能力が認められる投資家をいう。私募をする発行会社又は証券会社に、勧誘先がこれに該当することを確認する義務がある

\*2 起業家による投資勧誘を目的とするセミナー等を呼ぶ。

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較(3)(続き)

### (3)未上場株式の取引の自由化範囲と規制(概要)(続き)

④ 転売規制:米国では、私募等に応じて購入した株式(制限付き株式)や、発行会社、その依頼を受けた証券会社、会社の主な関係者等が保有する株式を公募し転売するときに、発行会社に厳格な開示義務が課される。

日本の転売規制では、私募に応じて購入した株式の転売に加え、証券会社や会社の主な関係者の範囲が幅広く、金融 商品取引業者が他の投資家や金融商品取引業者に転売するときにも同様に開示義務が課される。

### 米国の転売規制の対象 (証券取引法第4条(a)(1))

- ・以下の株主が保有する株式を公募により転売するとき には、発行会社に開示義務が課される。
- i) <u>私募等に応じて購入した株式</u>、又は会社の主な関係者 (affiliates) から購入した株式(制限付き株式) を保有す る投資家。
- ii) 当該会社の株式を保有する発行会社 (issuer)、株式の 公募を依頼された証券会社 (dealer)。
- iii) 引き受け人(underwriter): 株式を転売して一般に流通 (distribute) させようとする者で、発行会社の主な関係 者や代理人など、会社情報を他の投資家よりも多く有 することができる者。
- ・小規模公募で購入した株式は原則開示義務免除の下で 公募して転売できる。

**日本の転売規制の対象** (金商法第2条第4項, 同法施行令第 1条の7の3)

- ・株主が保有する株式を公募により転売するときに、以 下の場合は、発行会社に開示義務が課される(売出し)。
- i) 少人数私募、適格機関投資家私募に応じて購入した株式等 を転売するとき。
- ii) 発行会社、<u>発行会社の主な関係者(発起人、役員、主要株主、主要株主である会社の役員、発行会社の発起人、子会社、子会社の役員等</u>)、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。
- iii) 金融商品取引業者等の間で株式を売買する場合。
- ・以上の場合でも、少人数私売出し、適格機関投資家私売出し、特定投資家私売出し、小規模公募に該当すれば、開示義務は免除される。ただし、1億円未満の少額の公募(小規模公募)で投資家が転売すれば、開示義務は課されないが、発行企業に有価証券通知書を提出する義務が生じる

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較(3)(続き)

### (3)未上場株式の取引の自由化範囲と規制(概要)(続き)

- ⑤ 私募転売:米国では、私募で購入した株式を、開示義務免除の下で一般の投資家にも転売できる。日本では、私募と同様の対象に、転売先が限定される。
  - ・私募等で購入した投資家は、1年間(継続開示義務のある会社\*1の株式については半年間)保有した後、適格投資家に(証券取引法第4条(a)(7))、適格機関購入者に(ルール144A)、又は発行会社の同意を得て公募で一般の投資家に(ルール144)転売することができる。このとき、発行会社には、投資家へ一定の簡素な会社情報の提供又は公表等の義務が課される。
  - ・<u>私募にルール144が続けて行われると、公募と同様の</u> <u>効果を発揮する。</u>大規模な私募や社員の株式報酬の転 売等で活用される。インターネット等の一般的勧誘・ 広告は、JOBS Actでルール144Aの適格機関購入者への 転売では解禁され、JOB Act2.0で設けられた証券取引 法第4条(a)(7) の適格投資家への転売では禁止される。

### 日本(金商法第2条第4項第2号,第4条第1項第5号)

・私募と同様の条件で適格機関投資家へ、又は50名未満の少人数の投資家へ転売をする(私売出しと呼ばれる)、又は小規模な売出し(1億円未満)をする。

<sup>\*1</sup> 株式の公募をした会社に加え、一定規模の会社(米国:株主2,000人(適格投資家以外は500人)かつ総資産1,000万ドル超、日本:株主1,000人以上)には、株式の公募をしていなくても継続開示義務が課せられる(証券取引所法第12条(g)、金商法第24条第1項第4号)。

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較(4)

### (4)未上場株式の店頭市場と電子市場

① 証券会社の未上場株式の取引ルールと店頭市場の形成

米国では、SECや自主規制機関の規則の下、証券会社が未上場株式を積極的に取引し、店頭市場が発展する。 日本では、証券会社は未上場株式の投資勧誘を原則禁止され、引き受け を行うときには最低資本金の規制がある などの規制もあって、店頭市場はほぼ未発達となっている。

- ・米国では、証券会社が、SECの規則(顧客の適法性 を調査する義務等)と、FINRAの自主規制(銘柄の 登録義務、取引の報告義務等)の下、未上場株式 の取引を積極的に行う。
- ⇒ 証券会社は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。多くの証券会社が連携して 発行会社・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。
- ・日本では、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等があ るが、厳格な規制の下、取引実態は乏しい。企業評 価等可能な特定投資家投資勧誘が2021年11月に開始 した。
- ・加えて、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5億円とされる。
- ⇒中小証券会社は引受け業務が実施できない。
- ② 電子市場取引システム (ATS/PTS) の活用その他オンラインの未上場株式電子市場の整備
  - 1) 米国では、OTC Markets 等の未上場株式の店頭登録市場がATSの登録を受ける。マーケットプレイスが発展したセカ ンダリーマーケットと呼ばれる従業員株式を転売するATS市場が伸長する。日本では、未上場株式のPTS市場は、そも そも小規模公募、私募が厳しく規制されて実績が乏しく、設置されていない。
    - ションATSの下、多くの証券会社がATSを設置して店と 頭登録市場(電子市場)を運営する。
    - ・ATSでは、レギュレーションAやルール144に基づいて 募集・販売された公募による転売が可能な株式や、従 業員に法主として交付された株式等のルール144Aに 基づく適格機関購入者向けの転売が行われる。
    - ・米国では、上場株式、未上場株式の双方でレギュレー・日本では、PTSで未上場株式の転売の公募をするとき は、原則として開示義務が課せられるため、PTSで少 人数私売出し、適格機関投資家私売出し又は特定投 資家私売出しをすることになる。

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―米国と日本の比較(4)

### (4)未上場株式の店頭市場と電子市場(続き)

- 2) 米国では未上場株式のマーケットプレイスが発展する。日本では、未上場株式の小規模公募、私募、転売の実績が乏 しく、極一部の証券会社が株主コミュニティで未上場株式の転売を自社のサイトの会員向けページで実施している。
  - ・米国では、証券会計等がマーケットプレイスを盛んに 設置。レグAのミニIPOとこれで販売された株式の転売、 レグDの私募、ルール144やルール144Aの転売などが 行われる。
  - ・JOBS Act 2.0で定められた証券取引法第4条(c)で、売買 手数料を得ず、顧客の資産を預からないマーケットプ レイス運用事業者は、証券業の登録が不要とし、マー ケットプレイスを伸長。
- ・日本では、未上場株式マーケットプレイスを運営し て未上場株式の媒介等を行うと第1種金融商品取引 業の登録の対象業務となる。
- ・さらに、PTSの定義が広く、マーケットプレイスが PTSに該当して、認可が必要となるおそれがある。

- 3) 米国では、各州の証券取引法に基づく株式の公募の登録・審査に優越して、全米レベルでの公募が行えるクラウド ファンディング(CF)を制度化した。日本では、小規模公募1億円未満の範囲内で、プラットフォームを用いた場合の規 制を整備した。募集額・投資可能額が小さい。転売の手段が限られ、投資家は株式をIPOまで転売することが困難。
  - ・米国では、募集総額(1企業1年間の募集額)の上限 は500万ドル (5億5,000万円)、投資家1人1年間の 投資額は、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)。

(証券取引法第4条(a)(6)、レギュレーションCF)

・日本では、募集総額は1億円未満。投資家の投資額はよ 1社当たり最大50万円。IPOをするまで、企業はCF 以外の手段での資本調達が、投資家はCFで購入した 株式の転売が、ほぼできない。 (金商法第29条の4の2)

40

©2021,H.Tadokoro,RIETI

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度―諸外国と日本の比較

- ◇ 小規模公募、私募等の範囲を日本と米国他の諸国とで比較すると、 日本ではこれらが大変狭いことがわかる。日本では、 米国等が進めるITを活用した未上場株式の取引規制・市場制度の改革が遅れ、厳重な事前防止型の規制が続く。日本の未 上場企業は広く投資家を募ることがほぼできず、事業法人・個人等が未上場株式を投資対象とする機会も乏しい。
- ・小規模公募の上限は、日本:1億円未満に対し、米国:7,500万ドル(82.5億円)以下、イギリス・EU:800万ユーロ(10億4,000万円)未満、韓国10億ウオン(9,600万円)未満。韓国は日本とほぼ同様の募集額上限であるが、米国・イギリス・EUと同様に開示義務があり、未上投資対象となって、小規模公募が活発に活用されている。
- ・少人数私募は、日本:勧誘先50人未満に対し、米国:購入者35名、イギリス・EU:勧誘先150名未満、韓国:勧誘先50名 未満(基本的な募集情報の広告宣伝は、勧誘に該当せず、人数制限なく実施可)。

	日本	米国	中国	イギリス	EU	韓国
小規模公募	価証券通知書の 提出義務あり(非 公表)。 <b>開示義務なし。</b> ・小規模公募に 応じて購入した株 式の転売も、小 規模公募(免除	・フォーム1-Aによる 軽減された開示義 務あり。 2,000万ドル(22億 円)以上の公募には 監査証明書の添付。 継続開示義務もある。 ・原則、転売に追加 の開示義務なし。	-	ロ(10億 4,000万円) 以下 ・小規模公募 に応じて式の した株式の転 売も、小規模 公募私 人数私募で	3,000万円)未満(各国ごとに、発行会社に対して不必要な負担とならない程度の開示を求めることができる)。	(9,600万円)未満 ・発行会社に、会計監査人の 監査又は会計士の認証付きの財務諸表を含む開示義務 あり。 ・小規模公募に応じて購入した株式の転売も、小規模公募 で又は私募では開示義務は 減免される。
少人数私募	<b>未満に限定。</b> ・私募で購入した		い範囲を、200人/ 社未満の投資家		essed)を各国ごとに適格投資 、 <b>/社未満に限定</b> 。	・勧誘先(invitation)を適格 投資家を除く50人/社未満 に限定。 ・「勧誘」の範囲から、株式の 私募についての基本的な情 報に限って、一定の広告・宣 伝をする場合を除外(適格投 資家私募でも同様)。

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度(概要)(2)―諸外国と日本の比較(続き)

- ・適格投資家の範囲は、日本:法人・個人とも有価証券残高10億円以上、米国:法人は総資産500万ドル(5億5,000万円)以上、個人は年収20万ドル(2,200万円)以上、イギリス・EU:法人は、運用資産200万ユーロ(2億6千万円)以上、個人は50万ユーロ(6,500万円)以上、韓国:株式会社は運用資産50億ウオン(4億8,000万円)以上、個人は5億ウオン(4,800万円)以上。
- ・転売規制については、各国とも原則、発行株式の公募及び私募と同様に規制しているが、日本の場合発行株式の小規模公募及び私募が狭いため、転売の場合も極狭い範囲となる。転売のための小規模公募でも有価証券通知書の提出義務がある。
- ・なお、日本のみ、証券会社が、企業の募集を手伝って未上場株式の投資勧誘をすることが、原則として禁止されている。

	日本	米国	中国	イギリス	EU	韓国
適格投資家私募	定。私募で購入した株式の転売 先も適格機関投資家に限定。 ・適格機関投資家の範囲 ー政府系機関、機関投資家等 -法人・個人ともに有価証券残 高10億円以上。	・適格投資家の範囲 −政府系機関、機関投資家等 −法人:総資産500万ドル(5億5千万円)以上 −個人:住居以外の資産100万ドル(1億1千万円)又は年収20万ドル(2,200万円)、世帯で30万ドル(3,300万円)以上	下は、ファンドによる出資持分の私募における適格投資家の範囲。 ・機関投資家:純資産1,000万元(1億7800万円)以上。、 ・個人投資家:金融資家300元(5,340万円)以上又は過去3年間で年収が50万元(890万円)。	関投資家等。 -プロフェッショナル: 1)政府関係機関、機関 2)企業(undertakings) つの基準を満たすも 万ユール(26億円)以 「「のは、200万ユトロ(52億円)以 「「のは、200万ユロ(2) あって、以でいている。 の投資頻度がある、ii の投資頻度がある、ii	に限定。転売先も適 テイ:政府系機関、機 関投資のいずれかの。1)総下のいずれかの。1)総下のいずれかの。1)総正 2)売上高 4,000 上、2)売上高産と億6,000万円以談がを上、2000 上の二のののののののののののののののののののののののののののののが投資にに下上の1)預金及び投資に金融。1,500万円)超、iii)金融	・勧誘先を適格投資家に限定。 ・適格投資家の範囲 -政府系機関、機関投資家等 -会社・団体:投資性金融資産100 億ウオン(9億6,000万円)以上。株式 会社は50億ウオン(4億8,000万円) 以上。 一個人:1)投資性金融資産残高5億 ウオン(4,800万円)以上、年収1億ウ オン(4,800万円)以上、及び投資経験1 年以上、2)監査法人、格付け会社、公認会計士、総定士、弁護士、税理、 2)監査法人、格付け会社、公課会計士、総元十分な専門知識があると認められる者、3)証券業協会の投資実務試験に合格した者又はアナリスト、投資助言者、ファンドマネージャー等の基準を満たして証券業協会に登録した者
模 公募 株式・	として開示義務あり。小規模公募又は私募での転売は開示義務が免除される。 ・転売のための小規模公募を投資家が行うときに発行企業の有価証券通知書の規制当局への提出義務がある。	の転売については、開示義務がある。	制に基づいて開設し、非公開		は私募での転売は開	・公募により転売すると開示義務が 課せられる。小規模公募又は私募 での転売は免除取引となる。簡素な 開示義務はある。

# 7. 未上場株式市場の取引規制と市場制度(概要)(2)―諸外国と日本の比較(続き)

・クラウドファンディングの募集額の上限は、日本:1億円未満に対し、米国:500万ドル(5.5億円)以下、イギリス・EU:800万ユーロ(10億4,800万円)未満、韓国30億ウオン(2億8,800万円)未満。投資上限額は日本:1年間1社ごと50万円以下に対し、米国:10.7万ドル(1,177万円)以下、イギリス:資力の乏しい投資家は純資産の10%以下、韓国:2,000万ウオン(192万円)以下。

		日本	米国	中国	イギリス	EU	韓国
	募集額	満。	ル(5億5,000万円)以 下。	登録利用者のみが利用できること、運営会社も発行企業も、広く一般に対して宣伝・推薦・勧誘してはならないこととされる。	・適格投資家からの投資を除き 12か月間に <b>800万ユーロ(10億</b> 4,000万円以下。	・適格投資家からの投資を除き12か月間に <b>500万ユーロ(6</b> <b>億5,000万円)以下。</b> ・開示務除は免除されるが、クラウドファンディング・サービスプロバイダー(CSP)は投資家に投資判断に必要な情報を記載したKey Information Sheetを交付する義務がある。	30億ウオン(2億8,800万円)以下。
クラウドファンディング		社ごとに 1年間50 万円以 下。	年間最大10万7,000 ドル(1,177万円)。 -年収又は純資産が 1)10万7,000ドル未 満は、2,200ドル又は 年収の5%のいずれ	つの募集案件につき100万元 (1,700万円)以上投資する義 務がある。 一個人投資家:金融資産300 万元(5,100万円)以上で年収	-「制限投資家(restricted investors)」: 適格投資家、富裕層投資家以洗練された投資家以外の投資家」: 年収10万ポンド(1,510万円)又は純資産25万(3,775万円)ポンド以上-「洗練された投資家」: PE業務への投資経験のある者等、投資へのリスクを理解する十分な知	・CSPは、事前に適格投資家及び洗練された投資家以外の投資家が、必要な知識を有するかどうかテストし、また、1,000ユーロ(13万円)又は純資産の5%のいずれか大きい額以上の投資をする前に、投資リスクを理解していることを確認する義務が課される。「洗練された投資家」: 適格投資家のうちのプロフェッショナル及び以下の基準に該当する一般投資家一法人では、以下のいずれか一つを満たす場合1)売上高200万ユーロ(2億6,000万円)以上、2)総資産100万ユーロ(1,300万円)以上、3)運用資産10万ユーロ(1,300万円)以上、3)運用資産10万ユーロ(1,300万円)以上・個人では、以下のいずれか二つを満たすもの。1)四半期ごとに平均10回以上の投資頻度がある、2)年収6万ユーロ(1,300万円)又は預金及び投資性金融資産10万ユーロ(1,300万円)とでは預金及び投資性金融資産10万ユーロ(1,300万円)とは預金及び投資性金融資産10万ユーロ(1,300万円)と、3)洗練された投資家である金融法人の専門職の経験1年以上。	る者、3)発行企業の関係者、及び4)投資ファンドは、無制限 ・1)利子収入が国債利子課税の最低限 2,000万ウオン(192万円)を超える投資家、2)税法上の <b>年収が1億ウオン(9,600万円)超</b> 、3)クラウドファンディングでの投資経験が2年間に5回以上かつ投資累計が1500万ウオン(144万円)以上、又4)はスタートアップ企業への投資経験が十分にある投資家は、 <b>1年</b>
4	E	第2条第3 項·第4項 第4条第1 項、第5条 第1項、第	Regulation A、 Regulation D、ルール 144、ルール144A、 Regulation CF	- 公募の開示義務: 証券法第9条 ・少人数私募: 証券法第9条(2) ・適格投資家私募: 証券法第9条 ・転売: 証券法第98条(地方株式市場) ・クラウドファンディング: 私募株 式型クラウドファンディング: 私募 オンス管理弁法(中国証券業協会)	Art.1(3)、Art.86(1)(e) ・少人数私募: Sec. 86(1)(aa) Art.1(4)(b) ・適格投資家私募: Sec.86(1)(aa)、 Reg.Art. 1(4)(a) ・適格投資家の範囲: EUと同様 ・免除株式の転売: EUと同様 ・クラウドファンディング: FCA Handbook COBS 3.4, 3.5, 3.6, 4.7.7,	・開示義務: Regulation(EU)2017/1129 (以下Reg.) Article 3(1) ・小規模公募: Reg. Article.1(3)、Art. 3(2) (加盟国ごとの小規模公募の範囲と開示義務の内容については、ESMA(Europian Securities and Markets Authority)の Question and Answers on the Prospectus Regulation 15.6 及びTable: Prospectus thresholds and national rules by Member state を参照。)・少人数私募: Art. 1(4)(b)、Art.3(1)・適格投資家私募: Reg. Art. 1 (4)(a)、Art.3(1)・適格投資家の範囲: Reg. Art. 2(e)、Directive 2014/65/EU Art.30、Annex II・免除株式の転売: Reg. Art. 5(2)・クラウドファンディング: Regulation (EU) 2020/1503 Art.1(2)(c)、Art. 2(1)(j)・(k)、Art. 21 (1)・(7)、Art.23、ANNEX II	・開示義務:金融投資サービス・資本市場法第9条(7)、第119条(1)、同法施行令120条、・小規模公募:第119条(6)、第130条、令第124-2条、第137条・少人数私募:第9条(7)・(8)、令第11条(1)・適格投資家私募:第9条(8)、令第11条(1)・適格投資家の範囲第9条(5)、令第10条、韓国証券監督委員会投資運用事業規則1-7-2・クラウドファンディング:第9条(27)、第117-10条、施行令第14-4条、第14-5条、第118-15条、第118-17条

(参考文献) 李立栄「中国シャドーバンキングの動向と金融システム改革の課題」『証券経済学会 年報』第 49 号別冊、Daeil Kim "In Search of Balance: A Critical Review of Private Placement Regulations of the United States and South Korea", Indiana University Maurer School of Law,(2017年)、PwCあらた有限責任監査法人「主要国のリスクマネーの供給に係る実態・規制等に関する調査報告書」(令和3年2月26日)、Legalink FinTech Forum, "EQUITY CROWDFUNDING AND PEER TO PEER LENDING", (Oct. 2019)

# 8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制(1)

一米国は、開示義務を軽減して、未上場株式の取引の自由化の範囲を広げ、投資家保護の規制を整備し、ITを使って取引を監視する事後監視型規制。

日本は、ITの活用が遅れ、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一

### (1) 未上場株式の取引の自由化の範囲

・日本の未上場株式の取引には、米国等諸外国と比べて、広範囲に厳格な開示義務が課される。一部の開示義 務が免除された範囲でも、取引の公正及び投資家保護を確保して、取引を促進するための規制・市場制度は整備されていない。

### ① 小規模公募の範囲が狭い。

募集額が少額の公募では、発行会社は、株式の公募のときの会社情報の開示義務\*1が減免される。この範囲が日本は 米国と比べ大変狭い。

日本:1年間に募集額1億円未満(少額免除という)。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。

**米国**(レギュレーションA、レギュレーションDルール504):1年間に募集額7,500万ドル(82.5億円)以下\*2。

- ・<u>州の証券取引法に基づき、株式の公募</u>については、原則として、州政府に株式の公募を届け出て、メリットレビューという審査を受け、開示義務を履行することになる。
- ・ただし、しレギュレーションA+(2,000万ドル以上)であって適格購入者等に限定された募集、レギュレーションD506、レギュレーションCFの適用を受ける株式の募集等については、州法の規制が免除される(証券取引法第18条)。
- ・一方、証券取引法第3条(a)(11)及びルール147で、会社が設立された州に事業拠点を持ち、その州で事業活動の多くを 行っている場合、当該州内の投資家に限った株式の公募は、連邦の証券取引法の開示義務が免除される。事業活動の 多くとは、売上、事業資産、雇用のいずれかが会社全体の80%以上とされる。

ルール147Aでは、設立州以外の特定の州内での株式の公募についても、ほぼ同様の条件で、連邦の<u>証券取引法の厳格</u> <u>な開示義務が免除される</u>。ルール144及びルール147Aの公募に応じて購入した株式については、半年間保有した後に、 同じ州内の投資家に対して、開示義務免除のまま転売ができる。

- \*1開示義務を課すために、米国では、証券取引法第5条で、何人も登録届け出書が発行していないときには (unless a registration statement is in effect) 、株式の勧誘・販売は違法としている。日本では、金商法第4条第1項で、(何人も)有価証券の募集又は売出しは、発行者が内閣総理大臣に届け出をしていなければ禁止され、第5条でこの届出のときに有価証券届出書の提出を義務づける。
- \*2 2021年3月に5,000万ドル (55億円) から引き上げられた。

#### ② 適格投資家の範囲が狭い。

株式の私募(一定の投資能力のある投資家(適格(機関)投資家)又は少数の投資家への株式の購入の勧誘をいう)をすると きは、発行会社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機関投資家の範囲が以下 のように日本では米国と比べて大変狭い。

#### 日本

- **1) 適格機関投資家**(金商法第2条第3項第1号):
- 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)。

### 2) 特定投資家

- ・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。証券会社に委託して特定取引所金融商品市場(東 京プロマーケット)で売買することが認められる投資家として制度化された。広告等の規制や不招請勧誘禁止など主な 行為規制が免除される。
- ・特定投資家の範囲(金商法第2条第31号,第34条の3,第34の4): 適格機関投資家に加え、
- i) 国、日本銀行、政府関係法人等、特定目的会社、ii) 上場会社、資本金5億円以上の株式会社、金融商品取引業者、外国 法人、iii) 金融商品取引業者の承諾を得た法人又は個人(運用資産3億円以上の組合等の営業者及び純資産及び投資性資 産が3億円以上かつ取引経験1年以上の個人)

#### **米国**(レギュレーションDルール501)\*1:

- 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・事業会社、
- iii) 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 (世帯で30万ドル (3,300万円) 2000万円) 2000万円 (1億1,000万円) 2000万円 (3,300万円) 2000万円 (2,200万円) (2,200 円))超、
- iv) 特定の資格や経歴の投資する十分な知識と専門性を有する者、
- v) ファミリーオフィスの従業員及びその顧客である資産家。

#### 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**(金商法第2条第3項第2号イ,ハ,第4条第1項): 適格機関投資家、又は50名未満\*2までの投資家に対して勧誘することができる。
- **米国**(証券取引法第4条(a)(2)、レギュレーションDルール506(b)(C)): 適格投資家、又は90日間で35名以下\*3の「洗練された投資家| \*4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が、35名の洗練された投資家への募集では一般的な勧誘・広告は禁止される(2020年10月に非営利組織 等によるデモディ(ビジネスプラン発表会)に限り解禁された)。
- \*1 SECは、2020年11月にiv)、v)を適格投資家に追加した。 \*2 募集開始の日の前の3か月間の通算期間がある。 \*3 募集開始日の前及び終了の日の後それぞれ半 年間の通算期間がある。 \*4 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) ことが求めれらる。 ©2021,H.Tadokoro,RIETI

### (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

- ・日本の未上場株式の規制・市場制度では、発行企業に開示義務がなく、証券会社も未上場株式の仲介等(投資勧誘)が禁止されている。このように、未上場企業が自律的・主体的に株式を発行して資本を調達することできる環境がなく、証券会社等がこれを積極的に支援することも投資家間の取引を促進することもなく、機関投資家等を除き、ほとんどの事業会社や一般投資家がこれに投資する機会を得ることもできない。
- ①日本には、米国の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、厳格な開示義務を極狭い範囲で免除する。一定の会社情報の投資家への提供が求められるクラウドファンディングを除き、開示義務を免除するのみで他に会社情報の提供など投資家保護等のための特段の規制は設けられていない。
  - この範囲を超えると詳細な会社情報(有価証券届出書)\*1の提出が必要となる(1,000万円以上の小規模公募(少額免除)で求められる有価証券通知書は非開)
- ・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、厳格な開示義務における会社情報(Form S-1)\*2の提出・公衆遊覧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など、一定の投資家保護の措置がある。経営者や会社の関係者が法令違反の過去のある発行会社(Bad Actors)の募集は禁止される。
  - <u>レギュレーションA</u>: フォーム1-A\*3 による<u>軽減された内容の会社情報の開示</u>が必要。Tier 2 (7,5000万ドル以下) では、 監査報告書付きの財務諸表の記載が求められ、フォーム1-K等による継続開示義務もある (Tier 1 (2,000万ドル以下) ではいずれも不要)。

さらに、ルール506(b)の50人未満の少人数私募では、購入する投資家へ、フォーム1-A及び財務諸表により会社概要について情報提供することが義務付けられる(ルール502)。財務諸表の監査は、レギュレーションAと同様に募集額が2,000万ドル以下では不要とされ、2000万ドルを超えると監査報告書の添付が求められる。

- \*1 有価証券届出書、有価証券通知z諸、Form 1-A、Form Dの記載内容の概要は、P.48 参照。 最近5年分(直近2年分は監査証明付き)の財務諸表が求めれる。 (金商引法第5条第1項、企業内容等開示府令第8条第1項)。
- \*2 米国の登録届け出書 (registration statement)の記載内容は、Form S-1で示されるが、有価証券届出書の記載内容とほぼ同様の事項から構成される。財務諸表は、原則として監査証明付きの直近2年分が求められる。(証券取引法第7条、Schedule A)。Form S-1の記載事項はP.47参照。
- \*3 Form 1-Aでは、直近1年分の監査証明付きの財務諸表がTier 2 (2000万ドル超、7500万ドル以下の公募) で求められる。株式の公募のときの登録届け出書のForm S-1と比べ、募集方法、会社の法令上の発行の適格性や財務状況などに重点化され、多くの項目がチェック・リストや表形式などでフォーマット化されている。
  \*4 Form Dは、Form 1-Aと同様にフォーマット化されている。ともに記載事項はP.48参照。

  ©2021.H.Tadokoro.RIETI

### (参考)米国と日本の株式の公募・私募における開示項目の概要

#### 米国の株式の公募で用いられるForm S-1の記載項目概要

- ○目論見書に必要な情報
- 1. 会社概要、募集概要
- ・会社名、本社・連絡先住所・電話番号、設立年、発行済み株式数等・募集株式の種類、名称及び株式数及び募集価格、募集総額、募集方法・条件
- ・引受人の名称、引受け手数料、引受け契約の概要
- ・株式の発行企業による販売予定額、株主による販売予定額、引受人によるオーバーアロットメント株式の引受け数等
- ・上場予定の証券取引所又は店頭市場の名称
- ・警句(州政府もSECもこの登録届け出書の内容Iを是認も否認もしていない旨)
- 2. 証券業者が目論見書を配布する義務の表明
- 3. 目論見書の要約、リスク要因、対固定費用利益比率
- 4. 調達した資金の用途及び用途別の金額
- 5. 募集価格の決定(普通株式、ワラント、新株予約権、転換社債の別)
- ・確立された公募市場の価格(市場価格)がない場合又は市場価格と公募価格が乖離している場合の公募価格の算定の各種要因の説明
- 6. 既存株式の価値の変動(希釈)
- 7. 販売する株式を保有する株主名、会社との関係性、会社の全株式に対する割合
- 8.株式の販売・流通計画
- ・引受け人の名称、株数、報酬、引受け契約の概要・証券会社、ファインダーによる販売と報酬
- ・証券取引所での販売概要
- 9. 登録する証券の説明
- 10.専門家及び顧問の収入
- 11. 登録する発行企業に関する情報。
- ・事業の概要、事業用資産の内容、所在地等についての説明・事業実施のため特別に要求される法的手続き
- ・公募価格の根拠となる株式の市場価格 (証券取引所での取引価格又は店頭市場での気配値又は証券会社間の取引価格)。公募市場が存在しない場合は、直近2会 計年度の四半期ごとの最高又は最低の売り又は買いの指値。この場合、ルール144又は株主による公募で取引された売買数量を記載。
- ・財務報告書、財務諸表明細書、補足財務情報、選択された財務データ。
- ・財務に関する経営者の議論、財務条件の分析、運用結果、会計士の変更および意見の不一致に関する情報
- ・市場リスクに関する定量的および定性的な開示情報
- ・取締役および執行役員 氏名、年齢、担当職務、役員報酬 ・コーポレートガバナンスについての説明
- ・実質的支配株主及び経営者による証券の所有
- ・特定の取引先、プロモーターおよび会社の主要関係者と会社との取引状況の説明
- 11A. 参照資料とその変更、監査報告書他の参照資料、監査済み財務諸表の最後の会計年度末以降に発生した登録者の事務の変更
- 12.参照による特定情報の追記
- 12A. 会社の主な関係者、役員、管理職員の免責の宣言
- 13. 引き受けに関連する支出以外の発行募集に関して要する費用
- 14.法令、定款、協定等に関する会社の主要関係者、役員、職員の免責の宣言
- 15. 未登録の証券の最近の販売状況
- 16.参照書類、財務諸表(監査済みの貸借対照表2年分、監査済みの損益計算書とキャッシュフロー計算書3年分、監査報告書3年分付き)
- 17.誓約
- 〇代表者署名

### (参考)米国と日本の株式の公募・私募における開示項目の概要

#### 米国の小規模公募で用いられる Form 1-Aの記載項目概要

- 1)発行会社の基本情報(会社名、本社・連絡先住 所・電話番号、設立年)
- 2)財務情報(財務諸表等)
- 3)発行会社の法令上の適格性、不適格者(Bad Actor)の存在の確認。
- 4)募集する株式の情報
- 株式の種類・株数・金額、
- ・募集方法・条件
- 発行済み株式数等、
- ・Tier1・Tier2の別、
- ・財務諸表の監査証明の有無、
- ・)引受人・証券会社・ファインダー・監査人・ 弁護士・資金調達のコンサルタント (promoter)・州法の専門家(blue sky compliance) への支払額
- 5)募集する州等、
- 6)過去一年間に発行した株式の数と価額
- 7)募集案内書の概要等
- 8)直近1年分の監査証明付きの財務諸表(Tier2 (2,000万ドル超、7500万ドル以下の公募のとき)

# 州法の株式の公募(SCOR)で用いられるフォームU-7の記載項目概要

- 発行会社の基本情報、
- 事業のリスク要因、
- ・事業概要、・募集する株式の種類・株数・金額、
- ・募集方法、
- ・転売の制限の状況、
- ・調達した資金の用途、
- ・法令遵守担当者の氏名・住所・連絡先、
- ・募集に関係する証券会社等の名称・住所、
- ・株式発行残高と主な株主、
- ・役員・経営幹部の氏名・年齢・経歴、
- ・役員報酬、
- ・会社及び会社関係者の訴訟・行政処分・契約等の状況。
- 発行予定の州。
- ・直近1年分の財務諸表(募集額200万ドル以上の場合は、監査証明書付きのもの)

# クラウドファンディングで用いられるフォームCの記載項目概要

- ・発行会社の基本情報.
- ・発行会社の法令上の適格性(Yse/NO)
- ・役員・経営幹部の氏名・役職・就任日
- ・主要株主名・持ち株の種類及び数
- ・事業概要及び事業計画
- 事業のリスク要因、
- 発行予定株式等の種類・目標募集額
- ・発行済みの株式等の種類・株数、残高と主な株主
- ・発行した社債等の種類、発行額、利率
- ・大株主、会社関係者との取引の状況
- ・財務情報(目標募集額が124,000ドル 以下では直近年度の利益、税引き前利 益、課税額、124,000ドル超、618,000 ドル以下では公認会計士がレビューし た財務諸表、618,000超では監査した財 務諸表。
- Bad Actorrsの存在の確認(Yes・NO)
- ・継続開示の実施時期、掲載するサイトのアドレス

# Regulation DのForm Dの記載項目概要

- ・会社名
- ・本社・連絡先住所・電話番号
- 設立年
- 発行予定株式の種類・募集額
- ・募集方法、
- ・免除規定の種類
- ・役員・経営幹部・発起人の氏名・住所 (関連法令違反者(Bad actors)の有無に ついて別途の資料で開示)
- ・業種・売上規模
- ・募集と会社の合併等との関連性
- ・関連証券会社の名称・住所、
- ・販売済み投資家の数
- ・会社関係者への販売済み額等

#### 日本の有価証券届出書の記載項目概要

(金商引法第5条第1項、企業内容等開示府 令第8条第1項)

- 1) 発行会社の基本情報
- 会社名、
- 代表者の役職・氏名、
- · 本社 · 連絡先住所 · 電話番号
- 2) 募集・売出し株式の情報
- ・株式の種類・株数・金額
- ・募集方法・条件
- ・引受け人名称・住所・引き受け株数・ 条件、
- ・調達した資金の使途、
- ・ 第三者割当の場合の特記事項
- 3) 企業概況
- ・主な経営指標等の推移、沿革、
- 事業の内容、
- 従業員の状況。
- ・関係会社の状況、
- ・経営方針・環境・課題等、
- ・事業リスク、
- ・経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析、
- ・重要な契約等、
- ·研究開発活動、
- ・設備投資・設備の状況)、
- 4) 会社の概況:
- ・株式の状況(株式・株主、議決権、自己株式、役職員所有株式の状況等)、
- ・配当政策
- ・コーポレイト・ガバナンスの状況 (役員 氏名・経歴・年齢等、監査の状況、役員 報酬当)、
- ・経理の状況 (連結財務諸表、財務諸表)、 5) 最近5年分の財務諸表(直近2年分は監
- 査証明付きのもの)

#### (参考) 有価証券通知書の 記載項目概要(非公表)

- ・会社名、
- 代表者の役職・氏名、
- ・本社・連絡先住所・電話 番号)、
- ・新規発行(売出)有価証券の銘柄、種類、発行(売出)数、発行(売出)価額の総額及び資本組入額の総額、
- · 申込期間、払込期日、
- ・株式の株主割当・第三者 割当・一般募集を行う株式 数
- ・引受人の名称、住所及び 引受株式数、
- ・過去1年以内における募 集又は売出しを行った銘 柄・価格・数・総額など

③ 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)をすることになる。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、一般の投資家等に公募して転売することもできない。

### 1) 日本(金商法第2条第4項第2号):

- ・②の厳格な開示義務が課せられる株式の転売では、私募と同様の条件で、<u>適格機関投資家、又は50名未満の少人数の</u> 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。
- 2) 米国 (証券取引法第4条(a)(1)、ルール144、ルール144A、証券取引法第4条(a)(7)):
- ・発行会社及びその公募・私募を取扱った証券会社以外の投資家が各種の条件を満たせば、<u>引受け人とみなされずに、厳格な開示義務を免除されたまま、適格投資家(証券取引法第4条(a)(7))や適格機関購入者(ルール144A)に転売できる</u>。さらに、発行会社の同意を得て転売制限を解除する等の条件を満たせば、公募で一般の投資家に転売できる(ルール144)。

### i) ルール144

- ・<u>対象となる転売</u>:私募で取得した株式 (制限付き株式)、又は会社の主な関係者から取得した株式 (これも制限付き株式とされる)を保有する投資家、会社の株式を保有する会社の主な関係者及びその代理人が行う、公募による一般の投資家への転売。私募とルール144の転売を続けて行うことで、公募と同様の資本調達を行うことができる。
- ・<u>購入後転売可能となる期間</u>:取得後1年間 (継続開示義務のある会社の株式は半年間)。
- ・<u>会社情報の投資家への提供</u>:発行会社が継続開示会社の場合は、継続開示義務を果たしていること。そうでない場合は、 発行会社は、事業概要、2年分の財務諸表を含む<u>簡素な会社情報</u>を投資家が一般的に入手可能な状態にする義務がある。
- ・SECへの登録: 3か月間で販売量が5,000株又は販売額が5万ドル超では、事前にForm 144で簡素な会社情報を登録・開示。
- ・<u>会社の主な関係者が転売するとき</u>は、<u>販売方法の制限</u> (登録証券会社等が公表した気配値や市場価格等で販売すること)、 転売株数の制限 (発行・流通株式数の1%又は直近4週間の週平均売買株式数のいずれか大きいか株数を上限) がある。

#### ii) ルール144A

- ・<u>対象となる転売</u>:<u>適格機関購入者</u> \*1<u>に販売の対象を限定</u>した転売。ネット等での<u>一般的勧誘・広告はJOBS Actで解禁。</u>
- ・<u>購入後転売可能となる期間</u>:ルール144の適用を受けることができる。転売後の株式も制限付き株式となる。
- ・<u>会社情報の投資家への提供</u>:ルール144と同様。財務諸表は監査証明付き。

#### iii) 証券取引法第4条(a)(7)

- ・<u>転売先</u>:<u>適格投資家に勧誘・販売の対象を限定した転売。一般的な勧誘、広告は禁止</u>される。
- ・購入後転売可能となる期間:ルール144の適用を受けることができる。転売後の株式も転売制限のある株式となる。
- ・会社情報の投資家への提供:ルール144と同様。会社の主な関係者が転売するときは会社との関係を説明する資料が必要。

- ② 日本では、転売の公募に開示義務が課される会社の主な関係者等が幅広く、子会社とその役員も含む。金融商品取引業者が他の投資家や金融商品取引業者に転売するときにも開示義務が課される。米国では、発行会社、そのディーラーに加え、会社の主な関係者など会社情報を多く持つ者(引受け人)が、株式を一般に流通させるとき以外には開示義務は課せられない。
- **1)日本の転売規制の対象**(金商法第2条第4項,同法施行令第1条の7の3):
- ・金商法第4条第1項で公募による株式の転売に原則として厳格な開示義務を課し(売出しの開示義務)、政令以下で例外を列挙している。結果として<u>開示義務が課される売出しに該当する場合</u>の主なものは以下のとおり。
  - i) <u>少人数私募、適格機関投資家私募に応じて購入した株式 (譲渡制限付き株式)</u> を転売するとき。
  - ii) 未<u>上場株式の発行会社、発行会社の主な関係者</u> (発起人、役員、主要株主、主要株主である会社、その役員、<u>子会社、</u> 子会社の役員等)、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。
  - iii) 金融商品取引業者等の間で株式を売買する場合。
- ・以上の場合、開示義務の免除の下で公募による転売するためには、小規模売出し又は私売出しをすることになる。 小規模公募に応じて発行会社から購入した株式は、以上の転売規制の範囲では開示義務の対象となるため、同様に投 資家は、小規模売出し、又は私売出しをする。この場合、発行企会社には、有価証券通知書の提出義務が課される。
- 2)米国の転売規制の対象(証券取引法第2条(11),第4条(a)(1))、ルール144):
- ・以下の者が行う転売以外の転売については、開示義務は課されない。
- i) <u>私募等に応じて購入した株式</u>又は<u>主要株主、経営者など会社の主な関係者から購入した株式(制限付き株式)</u>を保有する 投資家。
- ii) 以下の発行会社及び関係者
  - 自社の株式を保有する発行会社、
  - 当該会社の株式の公募・私募等を取り扱った<u>証券会社</u>、
  - <u>株式を転売して一般に流通させる引受け人</u>。引受け人は、主に証券会社 (投資銀行)、金融機関等であって、発行会の代理人、発行会社から株式を購入した者や、会社の主な関係者 (主要株主、経営者等)及びその代理人が含まれる。

④ 日本では、1億円未満の公募(少額免除)には有価証券通知書(非開示)以外の規制はない。50名未満の少人数私募にも特段の規制はない。それぞれ証券会社が発行会社を支援して投資勧誘することは原則禁止されている。 米国では、投資詐欺等を防ぎ投資家保護を確保するため、連邦違法の規制及び州法の規制で、小規模公募は発行会社が資金調達を効率的に行える範囲できめ細やかに規制されている。

#### 1)日本の少額免除及び少人数私募

- ・日本の小規模公募(少額免除)には以下を除き特段の規制はなく、この範囲ではほぼ自由に未上場株式の発行と転売のための公募ができる。(金商法第4条第1項第5号、第6項)
  - -1億円未満、1000円以上については、有価証券通知書(非開示)を提出する義務がある。
  - -1億円万未満の少額の株式の転売の公募も、同様に開示義務は免除される(1,000円以上では有価証券通知書の提出義務 はある)。これを超える転売の公募(売出し)には開示義務が課される。投資家が転売のため公募するときにも発行企業 に有価証券通知書の提出が義務付けられる。
- ・50人未満の投資家に勧誘先が限られ少人数私募では、これに応じた投資家には転売先が少人数又は適格機関投資家に縛られる(私売出しと呼ばれる)他に特段の規制はない。

### 2)米国の各州の株式の取引の規制 (Blue Sky Law)と株式の公募(マイクロIPO)

#### i) 連邦法の規制の優越(Covered Securities)

・レギュレーションDルール506の私募、同ルール504及びレギュレーションAの500万ドル以上の公募であって適格投資家 又は適格購入者に限定された募集、クラウドフンディング、証券取引法第4条(a)(1)及び(7)、ルール144、ルール144Aの 私募転売等では、連邦の証券取引法の規制が課され、州法の規定は適用されない(証券取引法第18条、Covered Securitiesと呼ばれる)。

### ii) 州法による規制(Blue Sky Law)

- ・米国では、以下のように連邦法の規制が優越しない少額の株式の募集や少人数私募に連邦法と州法の厳格な規制が課され、投資家保護の元、小規模企業・成長企業のエクイティ・ファイナンスが促進される。中小企業向けの簡素化された様式を設定するなど、発行会社の負担の軽減を図る。
- ・各州の証券取引法 (Blue Sky Law) では、発行会社が株式の勧誘 (offering) をするときに、株式の登録義務が課され、登録届け出書の提出、州政府の審査 (メリット・レビュー) 及び開示が求められる。公募として一般的な広告・宣伝が認められ、マイクロIPOと呼ばれることもある。

機関投資家や少人数の投資家 (10名~25名以下) への勧誘 (limited offering) では、一定の会社情報を記載した通知書を提出すれば、州法における株式の登録義務は免除される。この場合、インターネット等による広告・宣伝は禁止される。

©2022.H.Tadokor経営者や関係者が法令違反をしたことのある発行会社 (bad Actors) には株式の募集は認められない。

#### 3) NASAAが主導するによる統一証券取引法と統合審査

・NASAA (北米証券監督官協会)が、州の証券取引法のひな型である統一証券取引法 (USA: Uniform Securities Act)を策定し、各種のフォームや以下のような各州を統合した株式の登録・審査のプロセスなどを定める。多くの州がこれを踏まえて州の規制を定めている。

### i) 株式の登録審査 (Registration by Qualification)と統合審査 (CRE: Coordinated Review)

- ・州法が適用される株式の公募又は私募については、州政府に各種会社情報を記載した登録届け出書を、電子システムを 通じて提出し、開示審査(disclosure review)と、株式の発行が公平、公正で価値があるかの実質審査(merit review)を受け、 株式の登録の届け出を行う。
- ・レギュレーションA又はレギュレーションDルール504の公募の場合は、SECに提出して効力を得たフォーム1-A、フォームD等の写しを添付して、州政府に株式の登録を行う。
- ・この場合、単独の州内に限られた株式の公募であれば、証券取引法第3条(a)(11)、ルール147、ルール147Aに基づき連邦の証券取引法の開示義務は免除される。複数の州で以下のような株式の登録等を行う場合は、複数の州による連合審査 (coordinated review)が行われる。

# ii) SECに提出した株式登録届出書の州政府への提出 (Registration by Coordination)

・証券取引法第5条の株式の登録(開示義務)を行った場合は、SECに提出して効力を得た登録届け出書を州政府に提出し 自動的に州政府の株式の登録が効力を得る。

### iii) 小規模企業の株式による資本調達の促進 (SCOR: Small Companies Offering Registration)

- ・州法に基づく株式の公募の登録義務 (開示義務) のうち、USAで募集額500万ドル以下では、NASAAが策定したフォーム U-7\*1を用いて、軽減された内容の会社情報を州政府に提出し、審査を受ける。証券会社の仲介手数料等の比率の上限 を定め、発行会社の職員はフォームU-4の提出及び手数料の支払いにより証券外務員の資格を持つ者とみなされる。
- ・ <u>Coordinated Review</u>: 以上については、NASAAの下で組織化された多くの州で、ペンシルベニア州を代表として州の連合審査が行われる。

©2021,H.Tadokoro,RIETI

52

<sup>\*1</sup> SCORで用いられるフォームU-7の主な記載内容は、P.48参照。直近1年分の財務諸表(募集額200万ドル以上の場合は、監査証明書付きのもの)が求められる。 Form 1-Aと同様にフォーマット化されている。

# 8. 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と店頭取引、店頭市場の形成

- ・日本の未上場株式の取引は、ファンドの投資(未上場株式の購入)や、規制の緩いM&A仲介・紹介以外の取引 は不活発で、未上場株式を証券会社の仲介の下で投資家間が取引する店頭市場もほぼ存在しない。
- ① 日本の証券会社は未上場株式の店頭取引(投資勧誘)が原則禁止される。例外的制度も厳格な規制の下、 実績は乏しい。米国では、規制を整備して、証券会社が、投資銀行として未上場企業の株式による資本 調達を積極的に支援する。

#### 1)日本の証券会社

- ・日本の証券会社 (第1種金融商品取引業等)では、上場株式等の仲介、勧誘等を金商法第64条の登録外務員(試験に合格して国に登録資格を得る)を通じて積極的に行うが、未上場株式の投資勧誘については、日本証券業協会の規則で原則禁止されている。例外として、比較的盛んなM&A仲介\*1、極小規模な株主コミュニティに加え、以下の制度があるが、それぞれ活用実態は乏しい。
- i) 適格機関投資家投資勧誘:適格機関投資家私募・私売出しについて証券会社の投資勧誘を認めるもの。適格機 関投資家私募自体が厳格な規制の下活用されずにいるため、この制度の活用実績も乏しい。
- ii) 店頭取扱有価証券制度:会社案内書を作成し日証協に届け出た会社の投資勧誘を、免除取引の範囲において 認めるもの。会社案内書は有価証券届出書の企業の部に準じる内容と監査証明が必要なため、この制度は、上 場企業の種類株式の募集や大手未上場企業の募集等で活用されている。
- iii) 企業評価等可能な特定投資家投資勧誘: 2021年11月に開始したもの。私募で、購入者でなく勧誘先を限定する等の私募・私売出しに課される厳しい規制は、適格機関投資家私募と同様であり、加えて、特定投資家のうち企業価値を評価できる判断基準が不明確で、発行会社になるにも証券会社が主導する可能性が高いと言われているなど課題がある。
- <u>・以上に該当しない少額免除や少人数私募・私売り出し等では証券会社の投資勧誘が禁止</u>される。<u>証券会社と顧客との関係性が活用できない状況</u>で、発行会社だけでは、勧誘活動をするなど、未上場株式の公募・私募の実施は大変困難である。
- ・そもそも、金融商品取引業者が保有する未上場株式を公募して転売すると売出しに該当し、発行会社に開示義務が課せられる。よって、証券会社が未上場株式の自己売買業務を行うことは大変困難であり、また、ファンドへの出資も、持分が自己資本比率規制において自己資本の範囲外とされて、実施できないとされる。
- \*1 M&Aの仲介は、第1種金融証券取引業の登録が必要な業務の範囲外で行われており、店頭登録有価証券規則に基づく投資勧誘を伴う場合の実績は乏しい。 ©2021.H.Tadokoro.RIETI

### 2)米国の証券会社(ブローカー・ディーラー)\*1

- ・米国では、州際で活動する 証券会社は、証券取引所法第15条(a)の登録を受ける。以下の1)、2)、3)のような SECの規則とFINRAの自主規制の下、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 頭市場を形成する。
- i) **営業行為の規制**として、顧客である発行会社や投資家について、未上場株式に係る注文が開示義務を免除されるか、投資家の投資能力は適切か、発行する株式の等調査・確認する義務が課せられる。自己の利益を顧客の利益に優先させることや、手数料を稼ぐための過剰な取引を進めること等が禁止される。勧誘活動等は、証券外務員が、FINRAの試験に合格して資格を得て行う。
- ii) ペニーストック・ルール: 1株5ドル未満の少額の小規模な会社\*2の株式について、証券会社に対しては、ペニーストック・ルール(証券取引所法第15条(h)(5)及びSECの関連規則)で、-1 顧客にペニーストックに投資するリスクを示す書面を提供すること、-2 当該証券会社が受け取る報酬額を開示すること等の義務を課す。
- iii) FINRAへの加入が義務付けられる(証券取引法第15(b)(8))。FINRAのルールで、証券会社には州際で取引する未上場株式すべに取引銘柄記号 (trading symbol) を取得し、取引全件のオンラインで報告する義務がある。FINRAはこの情報で取引を監視する。
- ② 証券業の登録に最低資本金の規制があり、小規模な証券会社は、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、財務に関する自己資本比率規制に加え、<u>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</u>(金商法第28条第1項第3号、第29条の4第4号イ)。大手証券会社以外は、企業の資本調達のために小規模公募や私募における元引受け業務は実施できない。これが投資銀行業務へのベンチャー・キャピタルやプラットフォーマー等、他業種から新規参入も抑制している可能性もある。また、日本では、証券会社が自己所有の未上場株式を金融商品取引業者や一般の投資家に勧誘するときも厳格な開示義務が課される(→(2)②)。このため、店頭売買や証券会社間の売買ができず、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。
- ・米国では、最低資本金の規制はなく、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。
- \*1 ブローカーとは、他人の計算で証券取引を執行することを、ディーラーとは、自らの計算で証券を売買することを通常の業務とするものをいう(証券取引所法(a)(4)、(5))。SECの規則では、Broker-Dealerと一体で扱われることが多い。州際の業務を行うときは、フォームBDでSECに登録する義務がある(証券取引所法第15条(a))。
- \*2 過去3年間の平均収入が600万ドル以下であって、創業後3年以上の会社で純資産が200万ドル以下、創業後3年未満の会社で500万ドル以下と定義される(ルール3a51-1)。 ©2021,H.Tadokoro,RIETI

54

③ 米国では、私募で、マーケットメイカーが売買価格を提示して店頭市場の取引を促進し、ファインダーと呼ばれる紹介業者が発行会社に投資家を紹介する。

日本では、私募の取扱いは第1種金融商品取引業の登録を受けた証券会社の業務であるが、原則禁止され、一部の例外的制度で実施されている。一方、M&Aの仲介は第1種金融商品取引業の登録が不要であり、ファンドからの未上場企業への投資は少人数私募等で実施されており、規制による制約は少ない。

#### 1)米国の株式の仲介等では、

### i)マーケットメイカー

店頭市場 (Over-the-Counter Market) \* 1 では、マーケットメイカーと呼ばれる証券会社(ディーラー)が活躍する。マーケットメイカーは、<u>私募や私募転売、投資家間の売買で、気配値の公表、自己売買、顧客の注文による気配値の公表又は売買などを行う</u>。マーケットメイカーが気配値を公表して、それに対する注文を受けることや、顧客の依頼に応じて気配値を公表することも、証券取引法第4条(a)(4)の無勧誘注文 (Unsolicited Orders) とされて、開示義務が免除される。FINRAはマーケットメイカーに、気配値を公表する発行会社に関する各種の最新の情報を集めること、フォーム211をFINRAに提出することなどの義務を課す。

### ii)ファインダー

ファインダー(紹介業者)と呼ばれる事業者が、私募に応じる適格投資家の発行会社への紹介等で活動している。報酬を調達額の一定割合以外の方法で算定する等であれば、<u>証券業の登録を不要</u>とされる。報酬を調達額の一定割合以外の方法で算定する等であれば、証券業の登録を不要とされる\*2。

#### iii)プロモーター

プロモーターと呼ばれる専門家が、通常一定の株式を報州として受け取って、企業の資本の調達のための広告宣伝、営業等の勧誘活動を支援する。証券業の登録は不要であるが、証券取引法第17条(b)及びルール405に基づき規制され、発行会社は、プロモーターを活用した場合、株式公募のためのフォームS-1等において、プロモーターの氏名、契約内容、支払う報酬等を記載して開示することが義務付けられる。

<sup>\* 1</sup> Over-the-Counter Market は、店頭市場を一般する一般的な用語である。一方、"OTC Markets" は、マーケットメーカーが気配値を公表する 店頭登録市場であって、電子市場取引(ATS)を用いる電子市場の運営会社の名称である。

<sup>\*2</sup> 現在、SECがファインダーに係るブローカー・ディーラーの登録免除の範囲を広げる方向で検討中。

2)日本の株式の仲介等の規制は、発行した未上場株式の勧誘や転売の勧誘活動を制限するが、スタートアップのファンドによる投資の募集は、少人数私募・私売出しの範囲で十分実施されている。M&A仲介については、第1種金融商品業者は届け出て実施、他の事業者には特段の規制はない。

#### i)第1種商品取引業の登録

第1種金融商品取引業は、有価証券の売買、売買の媒介・取次ぎ・代理、証券取引所における取引の委託の 媒介・取次ぎ・代理、有価証券の引受け、募集・売出し・私募等の取扱い等を行う。(金商法第2条第8項)

### ii) M&A仲介

M&A関連業務については、第1種金融商品取引業者では、M&Aの仲介業務は、登録義務の対象ではなく、付随業務として届出ることで、「他の事業者の事業の譲渡、合併、会社の分割、株式交換若しくは株式移転に関する相談に応じ、又はこれらに関し仲介を行うこと」ができる (金商法第35条第1項第11号)。

よって、M&Aの相談に応じること、「媒介・取次・代理」以外の仲介は、第1種金融商品取引業の登録の対象外とされる。転売の規制もM&A仲介の場合で勧誘を伴う場合は少人数私売出しに該当する範囲で行うことができる。少人数私募による第三者割当増資を行った後に、球種合併する場合もある。

#### iii) ファンドによる企業への出資

ファンドの場合は、投資事業有限責任組合の無限責任組合員がスタートアップ・ベンチャー企業の少人数私募による第三者割当増資に応じている。

©2021,H.Tadokoro,RIETI

56

### (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、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の登録を受けて、ATS 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。
- ・日本では、厳重な規制の下、クラウド・ファンディングを除き、未上場株式の電子市場やマーケットプレイ スが未成立。

### (4)-1 ATS/PTSの規制

### ①米国における証券取引所の定義とATSの登録制度

- ・米国では、1990年代に入り、ナスダック上場株式について、マーケットメイクする証券会社がオンラインで顧客と取引するプラットフォームに、ECN (Electronic Communication Networks) というコンピュータによる自動的な注文の集約とマッチングのシステムを設けるようになる。これを規制するため、1998年にレギュレーショングATSを制定した。レギュレーションATSを定め、ATS(Alternative Trading System)を証券会社が開設する代替的な証券取引所と定義し、登録義務を課す。
- **1)証券取引所の定義** (証券取引所法第3条(a)(1)、ルール3b-16(a)・(b))。 \*1
- ・まず、証券取引所の定義を「複数の買い手及び売り手を結び付け(bring together)、かつ、注文が相互に影響しあい、注文を出した買い手と売り手が取引条件に関する合意を形成できるような、確立された裁量性のない方法(施設の提供や、取引規則の設定により)(non-discretionary methods (whether by providing a trading facility or by setting rules)」を利用する組織等とする。

ただし、マーケットメイカーの指値に対して、他の顧客等には知られない方法で注文を入力して、注文をマッチングさせるシステムや、Nasdaq等の証券取引所のマーケットメイカーが自らの又は顧客の指値注文を表示し、他の顧客等に知られない顧客の注文とマッチング(matches)させるシステムは、証券会社の業務の遂行であり、これだけをもって証券取引所とはされないこととする。また、証券会社が顧客との取引にシステムを用いても、システム上で自動で取引が執行されなければ、non-discretionary methodsではなく、証券会社の通常の業務執行とされる。この範囲では、証券会社がATSの登録なしに、プラットフォームを活用し、さらにはマーケットプレイスが運営されている。

・この証券取引所の定義に合致するがレギュレーションATSを遵守する場合は、証券取引所の登録は不要とする(ルール 3a1-1)。

#### 2)ATSの定義と登録義務等

- ・レギュレーションATSで、ATSを、上記の証券取引所の定義で規定された取引所が一般的に果たしている機能を果たす市場や施設を維持する組織等で、規制や懲戒など参加者の自主規制機能を有さないものと定義する。証券業協会によって運営されているものなどは除外される(レギューションATSルール301(a))。
- ・レギュレーションATSでは、自主規制機関の会員となること、フォームATSで運営内容を登録すること、フォームATS Rによって定期的な報告をすること、銘柄ごとの取引高が全米の5%以上の場合の気配値の公表などのルールが定められる(同ルール301)。上場証券を取り扱うNMS Stock ATSについては、運営状況等についてのフォームATS-Nによる 届出と開示義務が課せられている。

### ②日本では未上場株式のPTS市場が開設できない。

#### 1)未上場株式とPTSに関連する厳格な規制

- ・日本では、小規模公募、私募、私募転売の範囲が狭く、証券会社の投資勧誘が原則禁止され、市場的取引を行うためのルールもなく、未上場株式の流通量が極わずかで、証券会社が成長企業の未上場株式を取り扱うPTS市場を設置することは困難である。
- ・加えて、PTSにおける未上場株式の転売は、<u>原則として</u>転売の規制の対象となり、厳格な開示義務が課せられる場合がある。私募に応じて購入した未上場株式の転売、会社関係者による未上場株式の転売など、転売の規制に抵触する範囲では、少人数私売出し、適格機関投資家私売出し、特定投資家私売出しを行うことが必要となる。
- ・小規模公募の範囲は1億円未満で、私募に応じて購入した株式を公募する仕組みはないため、一般投資家が証券会社に取引を委託して市場で売買するPTSは事実上開設できない。

#### 2)広範囲に及ぶPTSの定義

- ・そもそも、PTSの定義が以下のように幅広く、証券会社が通常の媒介、代理又は取り次ぎのためにオンラインで多数の 顧客間の注文を自動的に執行する(売買価格を決定する)とPTSに該当する可能性がある。PTSとなると、代替的証券取 引所として、相場操縦やインサイダー取引を排除する体制の整備が求められる。
- ・金商法第2条第8項第10号では、私的取引システム(PTS)を、「有価証券の売買又はその媒介、取次もしくは代理であって」、「電子情報処理組織を使用して」、「同時に多数の者を・・当事者として」、「次に掲げる売買価格の決定方法」等により行うものとする。

©2022,H.Tadokoro,RIETI

58

#### 3) 電子情報処理組織(取引システム)を使用した売買価格決定の方法とは、

- -1 競売買(オークション方式、証券取引所で行われるザラバ方式と板寄せ方式とされる)(第10号イ)
- -2 市場価格売買方式(上場株式、店頭売買有価証券の取引所・市場における公表された売買価格を用いる方法)(同口、ハ)
- -3 顧客間交渉方式(顧客同士が交渉して価格や数量等について交渉して双方が合意したときに売買価格が決定)(同二)
- -4 顧客間注文対当方式 (一方の顧客が提示した指値が他の顧客の指値と一致する場合に売買価格が決定)(定義府令第 17条第1号)
- -5 売買気配提示方式 (マーケット・メイク方式) (複数の証券会社が一つの銘柄に複数の売り気配・買い気配を提示し、これらに基づき売買する方法。恒常的な気配値提示や約定締結の義務があるマーケットメイク売買ではない)(定義府令第17条第2号)
- ・以上では、多数の投資家間の広範で多様な売買成立過程を規定しており、流動性の低い、取引頻度の少ない未上場株式の売買成立過程において、一部をオンライン化すると、例えば、取引の集約、指値注文の取り次ぎ・媒介など証券会社の通常の業務までPTSに該当するおそれが生じる。価格は決定したが売買が成立しない場合もPTSに含まれるおそれもある。

#### 4)PTSの範囲の限定

- ・今後、PTSを活用した未上場株式の電子市場を整備するのであれば、PTSの定義を、相場操縦やインサイダー規制が必要となる多頻度の取引で価格が変動する市場取引に限定し、証券会社の通常の媒介等の業務にプラットフォームが活用できることを明確化するべきである。
- ・まず、PTSの「電子情報処理システムを使用して」行う「価格決定」を、システム上で、顧客以外の人手を介さず自動 的に、価格決定と同時又はその後に売買が成立する行為に限定する。
- ・また、PTSの定義の価格決定の方法から、証券会社の介在のない自動的な売買成立は想定できない顧客間交渉方式は除外するものとする。
- ・さらに、市場価格売買方式、顧客間注文対当方式、売買気配提示方式についても、当面は、成長企業の未上場株式の PTSからは除外する。これらは、未上場株式のプライマリー取引に関する厳格な規制を見直して、流通する株式の増大 が見込まれる段階になってから、当該銘柄の株式数や取引量などが一定の基準を設けて、追加するべきであろう。

©2022,H.Tadokoro,RIETI

### (4)-2 未上場株式マーケットプレイスの設置と証券業の登録

### ①米国の未上場株式マーケットプレイスをめぐる規制

#### 1)証券会社によるマーケットプライスの運営

- ・証券会社が、オンライン・トレーディング・プラットフォームを多数の顧客との取引に用いて、未上場株式の取引の仲介等を行うことに特段の規制はない。州法における株式の公募(マイクロIPO)、レグDの適格投資家私募、レグA+のミニIPO、ルール144の転売などがプラットフォーム上で行われている。
- ・私募については、一般的勧誘・広告が禁止される。よって、レグDルール506(c)の90日間で洗練された投資家35名以下の少人数私募、及び証券取引法第4条(a)(7)の適格投資家に限定した転売の場合は、広く一般投資家へのオンラインでの募集は行えない。レグDルール506(b)の適格投資家私募や、ルール144Aの適格機関購入者に限定した転売の場合は、JOBS Actで一般的勧誘・広告これが解禁されており、オンラインでの募集が可能である。

### 2)従業員報酬株式等の転売中心のマーケットプレイス(セカンダリーマーケット)とATSの登録

・NPM、フォージなど大手を中心に、ATSの登録を受けて、転売市場を設けるマーケットプレイスもある。 スタートアップなどが従業員に報酬として交付した株式を、機関投資家等へ転売する場であるマーケットプレイス (「セカンダリーマーケット」と呼ばれる)は、取引量が多くなると、ATSの登録を受けて、システム上で需給調整・価格決定を行う。 この範囲ではマーケットプレイスがATS電子市場となっている。適格機関購入者向け転売の一般的広告・宣伝解禁等もあり伸長している。近年、ATSの登録を受けてセカンダリーマーケットを中心に事業を始めるものも登場している。

### 3) コンサルティング業など証券業の登録を受けない事業者のマーケットプレイスの運営

- ・コンサルティング会社等が仲介などの証券業務に該当しない範囲に掲載する情報を絞って運営するマーケットプレイスもある。レグAの小規模公募やレグDの私募等を行う企業へ、プラットフォームのシステムの貸し出しする場合もある。
- ・JOBS Actでは、このようなマーケットプレイスの設置を促進する。レグDルール506の私募を取り扱うマーケットプレイス(a platform or mechanism)を運営する者は、一定の条件のもと証券業の登録を免除される。一定の条件とは、運営者が証券の販売に関連した収入を得ず、顧客から資金を預からない等である(証券取引法第4条(c)(2))。

この場合、発行企業は、このプラットフォームで、オンラインで一般的な広告・宣伝を行い、投資家と交渉することができる。運営者は、その企業に投資し、又は無報酬のデューディリジェンスや標準契約書の提供等の付随的サービスを行うことができる(証券取引法第4条(c)(1),(3))。

### ② 日本では未上場株式マーケットプイレイスが設置が困難

### 1)第1種証券業の登録とPTSの認可

- ・日本では、未上場株式の発行会社がオンラインで直接投資家を勧誘して発行・販売し、又は投資家間で相対で売買する 未上場株式マーケットプレイスが設置されていない。
- ・このようなマーケットプレイスを運営することは、第1種金融商品取引業の登録の対象業務となる。証券業の登録を得た としても、小規模公募、私募の規制が厳しく、取り扱い株式が少ないことに加え、証券会社が未上場株式の投資勧誘を 原則j禁止されており、この例外的な範囲で、ごく一部で、未上場株式の取引にプラットフォームが活用されている。 株主コミュニティなどの投資家間の売買では、PTSの認可対象とならない自動的に価格決定がされない、証券会社が介 在する方法で売買成立が実現されている。

#### 2) 証券業の登録のない者が運営するプラットフォーム

・企業又は投資家が自らプラットフォームで小規模公募を行うことは、1億円未満1000万円以上であれば、企業に有価証券通知書の提出が求められる以外に特段の規制はない。

企業又は投資家が自ら勧誘先49人以下又は適格機関投資家のみ、特定投資家のみが閲覧できるサイトを設置することも、これらの私募に伴う規制以外特段の規制はない。

これを行う企業にプラットフォームを貸し出し、提供することも規制されていない。証券会社の顧客のネットワークが活用できず、募集できる範囲があまりに狭く、経済的合理性が働かず、これを実施するものがほとんど現れない。

- ・銘柄情報を記載せず、匿名の会社名で紹介するサイトも存在する。第1種金融商品取引業の登録を受けていない事業者が、「媒介、取次、代理」の範囲外となる記載で、サイトで「勧誘」ではなく「紹介」をする。
- ・なお、M&Aの仲介業務は、金融商品取引業の登録は不要の業務であり、これを行うプラットホームが多数存在する。 金商法第35条第1項第11号で、有価証券の売買の<u>媒介\*1</u>を伴わない企業買収の仲介は金融承認取引業の付随業務とされる。金商業者がこれを行う場合は届け出が求められ、他の事業者がこれを業として行っても事業者の登録は不要である。

\*1 媒介とは、他人間の契約の成立に第三者が尽力することをいう(商法543条「仲立営業」)。

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)。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)募集額・投資額の上限

- ・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)以下\*1。
- ・投資家1人の1年間の投資額が、<u>日本では、1社当たり最大50万円まで</u>(投資する件数に制限はない)。<u>米国では、年収</u> 又は資産額に応じて最大10.7万ドル(1,177万円)\*2、適格投資家は無制限。
- ・日本では、未上場株式市場が未発達で、CFを活用した未上場の発行会社は、上場するまでは、CF以外に追加の資本を 調達する手段に乏しい。加えて、投資家は、<u>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</u>。

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る。また、投資家は、CFで購入した未上場株式を、1年間保有した後は、証券会社を通じて、又は自ら直接転売・換金することができる。(発行会社、適格投資家等への転売についてはこの1年間の保有期間はない。)

#### 2)開示、財務諸表に監査証明等を求める範囲

- ・米国では、フォームCをSEC登録し、開示する。Form C はフォーマット化され、Yes・No形式も多用されて、低コストで、容易に作れるように工夫されている。
- ・財務諸表については、募集額に応じて以下のとおり(レギュレーションCF ルール201(t))。

募集額が10万7,000ドル以下:連邦税務当局に提出された税務報告書

10万7.000ドル超、53万5.000ドル以下:公認会計士がレビュー(review)をした財務諸表

53万5,000ドル超、500万ドル以下:公認会計士が監査をした財務諸表

・日本では、運営会社が発行会社を審査するときに、財務状況も対象となるが、監査証明は求められていない。 発行会社が監査を受けていない場合には、ウェブサイトにおいてその旨を公表するとともに、契約締結前交付書面 にその旨を記載し、投資家に説明することが求められている(日証協、株式投資型クラウドファンディング業務に関す る規則第4条第1項、第9条第5号)。

- \*1 SECは、2021年3月に募集上限を107万ドル (1億1,770万円) から引上げ、適格投資家の投資額の制限を廃止した。P.15 脚注 \* 2参照。
- \*2 単独又は世帯の年収又は純資産が1057,000ドル未満の一般の投資家では、2,200ドル又は年収の5%のいずれか大きい金額以下、年収及び純資産が1057,000 ドル以上では、最大1057,000 ドルで、年収又は純資産の10%いずれか小さい金額以下とされる(レギュレーションCFルール100(a))。

# 9. 日本の株式市場改革の3つ(+1)の遅れと失われた30年

- 一日本の株式市場の改革は米国と比べ(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・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、米国を先頭に株式市場改革を続け、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一
- ◇以下の3つの面について、株式市場改革を進め、株式資本(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) などの仕組みが未整備で、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る。取引の公正と投資家保護の仕組みを導入しつつ、段階的に拡大していく。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。
  - ・PTS市場で未上場株式を取り扱うことができるように、上場株式向けの各種の制約を除去する。
  - ・PTSの定義を明確化し、未上場株式マーケットプレイスの設置を可能とする。
  - ・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。

# 9. 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、証券業以外の金融業やITプラットフォーマー等の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。

- ・未上場株式の取引規制・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、未上場企業が会社情報を開示するためのオンライン・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、未上場株式の取引規制・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、企業が資本形成を進めてグローバルメジャーへと成長する基盤となる。

©2021,H.Tadokoro,RIETI

# 9. 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)

一さらに、世界では(4)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一

### (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。

### ①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・販売するオンラインの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)の状況である。
- ・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。デジタルトークンを活用したマーケットプレイスも登場した。
- ⇒・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。

### ②日本の東京証券取引所一極集中構造とIT化

・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、取引規制・市場制度の整備、ビジネスモデルの変革及び市場のIT化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。

©2021,H.Tadokoro,RIETI

65

# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革 (概要)

- 一未上場株式の取引の自由化の範囲を広げつつ、店頭市場、クラウドファンディング、マーケットプレイス、PTS市場を発展させる。最新の金融技術を駆使して革新的で多様な市場がオンラインで一体となって機能し、企業の成長と個人投資家の資産形成の基盤とする一
  - (1)日本でも、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ことが待ったなしの状況にある。政策目標をリスクマネー供給の拡大からプライベート・マーケットの整備・発展に広げて、株式市場改革を加速させ、成長企業の資本調達の促進と、個人を含む投資家の資産形成機会の拡大を同時に実現する。こうして、企業の技術力・経営力と個人投資家等の資力・リスクテイク力を結合させて、日本の成長企業が米国その他の国々の企業に負けずに攻めの経営を行なう環境を整備する。
  - (2)このため、企業の株式発行と投資家間の売買を盛んにし、諸外国と同様に多様なプライベート・マーケットを発展させる。具体的には、次頁に掲げるの7つの制度を創設・見直し・拡充し、未上場株式の取引きの自由化の範囲を広げ、店頭市場、クラウドファンディング、マーケットプレイス、PTS市場を発展させる。

このとき、新たな日本の未上場株式市場では、

- ・規制当局・自主規制機関によるオンライでの低コストの取引監視体制を整備し、事後監視型に規制体系を改革する。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、市場の資本調達機能の強化・投資家への投資機会の提供と、取引の公正・投資家保護の確保を両立させる。
- ・デジタルトークンなどブロックチェーン(分散台帳)技術を活用したプラットフォームを活用して、取引記録 の確実な保存と、取引の透明性、迅速性を確保する。
- ・多くの証券会社やプラットフォーマー等がDXの時代の金融技術を駆使した新たな資本取引が行われる革新的で 多様な市場を盛んに設置し、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。

©2021,H.Tadokoro,RIETI

# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革 (概要)

1. 未上場株式の自由化範囲の拡大と取引規制・市場制度の整備

### (1) 小規模公募制度 (ミニIPO)の創設

- ・少額免除の上限額を、現行の1億円 未満から段階的に、まず、10億円以 下、将来的には米国並みの80億円以 下を目指して引き上げる。
- ・募集額が下がるごとに段階的に記載内容が軽減された会社情報の開示と、自主規制機関への取引結果の報告の仕組みを導入する。投資家の転売については、引き続き厳格な開示を不要とし、会社が、軽減された会社情報を毎年開示する。

# II. 証券会社による 未上場株式店頭市場の展開

- (4) 証券会社の投資銀行機能の 発揮 と店頭市場の形成
- ・証券会社の未上場株式の投資 勧誘を解禁し、元引き受けに 係る最低資本金規制も撤廃し て証券会社が小規模公募や私 募・私募転売の仲介や引き受 け等を積極的に行なう。
- ・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 て機能して、顧客の未上場株 式への投資を促進する。
- ・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。

#### (2) 私募制度の抜本拡充

- ・特定投資家私募、適格機関投資家私募及び49人以下の一般投資 家へ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・個人とも有価証券残高10億円⇒ 法人は金融資産3億 円以上、個人は金融資産1億円以上
- ②特定投資家の範囲の拡大 株式会社は資本金5億円以上 ⇒ 金融資産1億円以上、個人投資家は金融資産3億円以上⇒ 年 収2,000万円以上
- 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、取引情報の自主規制機関への報告等による投資家保護の強化。

#### (3) 私募転売制度の創設

・私募等に応じて購入した 未上場株式及び発行会社の 関係者等が保有する未上場 株式について、会社情報の 投資家への提供と、発行会 社の同意があれば(開示義 務免除の下)、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。

### Ⅲ. 未上場株式のオンライン市場の整備

- (5) 株式投資型クラウドファンディングの拡充
- 現行の株式投資型のクラウドファンディングを以下のように拡充する。
- ①1年間の募集額上限を引き上げる(1億円→5億円)。②投資額制限を引き上げる(1社最大50万円、特定投資家は無制限→資産額に応じて1社に年間最大1,000万円、特定投資家・適格機関投資家は無制限)。さらに、未上場株式マーケットプレイスの併設を認め、投資家が転売を可能とする。

### (6) 未上場株式マーケットプレイスの創設

- ・発行会社や投資家がオンラインで株式を市場的に取引する未上場株式マーケットプレイスの 設置を促進するため、PTSの範囲を限定して、これがPTSに該当しないことを明確化する。
- ・さらに、プラットフォーマー等が、発行企業へのシステム提供など一定の範囲では、第1種 金融商品取引業の登録を免除されてマーケットプレイスを設置することも認める。

#### (7)未上場株式PTS市場の整備

- ・未上場株式を取扱うPTS市場の認可基準(純資産の下限・最低資本金3億円、相場操縦・インサイダー取引、空売り等を排除する体制整備)を軽減し、開設を可能にする。
- ・PTSをオンラインで連携させ取引の最適化と市場監視を図る。
- ・電子市場取引システム (PTS)による未上場株式の転売も、上場株式の転売と同様に開示義務を免除する(転売規制の対象から証券会社間、証券会社と投資家間の売買等を除外する。)

# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革(1)

# < I. 未上場株式の自由化範囲の拡大と取引規制・市場制度の整備>

### (1) 小規模公募制度 (ミニIPO) の創設

### ♦ 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。

一定の少額の未上場株式の公募について、株式の公募・上場のときに発行会社に義務づ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、まず、10億円以下、将来的には、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 も、募集額に応じ記載内容を軽減した会社情報(監査意見書不要)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小規模公募と一般投資家への転売

- ・マーケットプレイスで発行企業又はその依頼を受けた証券会社が、上記の10億円以下の小規模公募を実施。
- ・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、上記会社情報の年次開示をもとめ、厳格な開示 義務は免除する。転売取引を証券会社 (第1種金融商品取引業者等) の店頭取引や未上場株式マーケットプレ イス、後述のPTS市場で行うを原則として、取引監視と投資家保護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)。
- ・広告・宣伝等の勧誘活動については、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。
- ・証券会社の未上場株式の投資勧誘を解禁し、証券会社が小規模公募や私募、転売を実施する企業を支援して、 株式の引き受や一般投資家に対する投資勧誘等を行う。

©2021,H.Tadokoro,RIETI

# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革(2)

# < I. 未上場株式の自由化範囲の拡大と取引規制・市場制度の整備>

### (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人以下の一般投資家へ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

- ・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、法人では金融資産3億円以上、個人では 金融資産1億円以上に広げる。
- ・特定投資家の範囲の拡大

特定投資家になるために証券会社の承諾が不要な法人 資本金5億円以上の株式会社⇒金融資産1億円以上の株式会社 証券会社の承諾があれば特定投資家になれる個人

金融資産3億円以上⇒住居以外の純資産1億超、年収2,000万円超又は特定の資格・経歴を有すること

### ② 私募の制限の対象を「勧誘先」から「購入者」に変更

- ・私募及び私売出しの対象の制限を「勧誘先」ではなく「購買者」とし、「適格機関投資家」「特定投資家」又は「50人未満」が購買することとする。こうして、セミナーやWEB等を用いた一般的な勧誘を可能するとともに、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資格の確認、取引情報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) 私募を取り扱う場合の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、証券会社は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。証券会社には自主規制機関への私募による取引き内容等の報告義務を課す。。
  - 3) 個人が適格機関投資家になるときの金融庁長官への届け出、氏名・居住市区町村の公表を廃止する。

©2021,H.Tadokoro,RIETI

# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革(3)

### < I. 未上場株式の自由化範囲の拡大と取引規制・市場制度の整備>

### (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、及び発行会社の関係者等が保有する未上場株式を、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、適格機関投資家に加え、発行会社の同意の下で一般の投資家に転売する仕組みを整備する。

これと私募とを併せて活用し、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、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ときに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) 発行会社の役員、大株主等の会社の主要関係者が、私募、小規模公募、私募転売等に応じて入手した未上場株式の転売。
  - 3) 発行会社又はそ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で、私募と同様の条件で、適格機関投資 家若しくは50名未満の小人数の一般投資家に転売するか、又は発行会社の同意の下で広く一般の投資家に公募し て転売することとする。

### ② 取引の公正性及び投資家保護の確保

- ・取引の公正性及び投資家保護の確保のため、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づける。
- ・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。

70

# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革(4)

### < Ⅱ. 証券会社による未上場株式店頭市場の展開>

### (4) 証券会社の投資銀行機能の発揮と未上場株式店頭市場の形成

証券会社の未上場株式の投資勧誘を解禁し、元引き受けに係る最低資本金規制も撤廃して、証券会社が未上場株式の小規模公募や私募・私募転売の売買の仲介や引き受け等を積極的に行う。

こうして、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とともに、顧客の未上場株式への投資を後押しし、投資家間の売買を促進して、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を解禁

・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け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、取引の公正性及び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。

©2021,H.Tadokoro,RIETI 71

# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革(5)

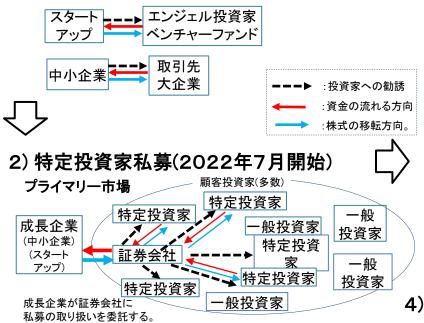
< Ⅱ. 証券会社による未上場株式店頭市場の展開>

(4) 証券会社の投資銀行機能の発揮と未上場株式店頭市場の形成(続き)

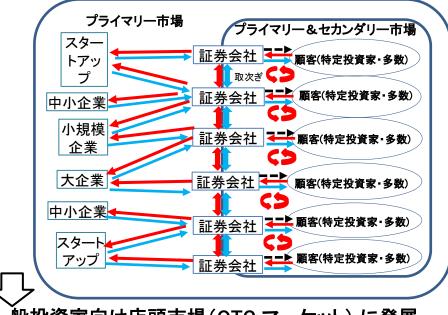
### ④店頭市場の整備―証券会社を経由した企業・投資家のプライマリー&セカンダリー市場

- ・特定投資家私募を下記の順に発展させて、店頭市場を形成する。このため、旧グリーン・シート市場を参考に、 証券会社間の取引ルールを整備し、各証券会社が、オンラインで各社の顧客網に情報発信して、全銘柄の募集・ 売買情報を共有し、顧客の注文を発行企業又は転売する投資家に取り次ぐことが円滑に実施できるようにする。
- ・成長企業の私募実施を促進するため、会社情報(特定証券情報)の内容を米国のフォームDを参考に簡素化する。
- ・企業が証券会社に委託せず自ら特定投資家に私募又は私売出しすることを解禁する。また、適格機関投資家や小規模公募の範囲を広げ、少人数私募を販売先人数の限定に変えて、一般投資家が参加する店頭市場に発展させる。

### 1) 現状:相対取引・第三者割当増資



### 3) 特定投資家店頭市場



# 4) 一般投資家向け店頭市場(OTC マーケット) に発展

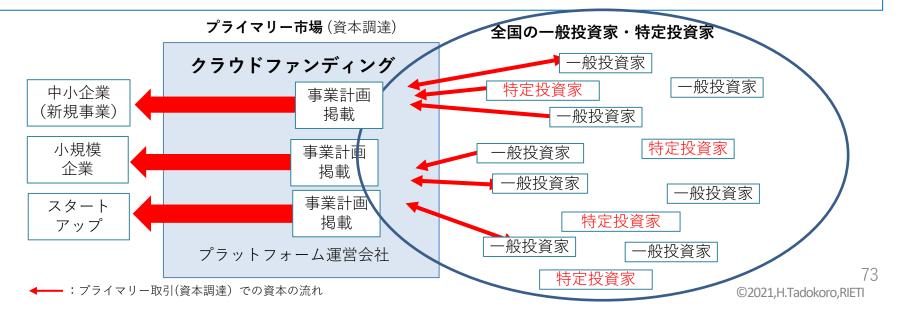
- ・企業の特定投資家への自己募集を解禁する。、
- ・適格機関投資家の範囲の拡大する。
- ・小規模公募の募集上限額を引き上げ。証券会社の投資勧誘解禁。

# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革(6) < III. 未上場株式のオンライン市場の整備>

### (5) 株式投資型クラウドファンディングの拡充

株式投資型クラウドファンディング(CF)の日本の現行制度について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)
- ・募集額の1企業が1年間に1億円の上限を、米国の制度創設当初の500万ドル(現行7,500万ドル)並みに、5億円程度まで段階 的に引き上げる。
- ② 投資額制限の引き上げ (一律50万円→資産額・年収額に応じて最大1,000万円)
- ・投資家の投資額の制限額を、1企業に対し1年間50万円以下から段階的に引き上げ、米国並みに(資産額等に応じて最大10.7万ドル(1,177万円))、年収2,000万円以上又は金融資産1億円以上のときに最大1千万円とする。このとき、特定投資家に加え、適格機関投資家についても投資額は無制限とする。
- ③審査基準の明確化、開示資料の簡素化による調達手数料の低減
- ・CF運営会社による発行企業の審査基準を明確化・簡素化し、公表資料の記載内容・様式を、米国のフォームCを参考に、 Yes・NO型化、フォーマット化・簡素化し、調達手数料率の現状の10~20% から5~10%へ下げられるようにする。
- ④ 未上場株式マーケットプレイスの併設による転売市場の設置
- ・少額電子募集取扱業者の業務に、投資家がCFで購入した株式を転売する市場として、CFと同じプラットフォームに未上場株式マーケットプレイスを設置・運営する業務を加え、投資家の転売を可能とする。

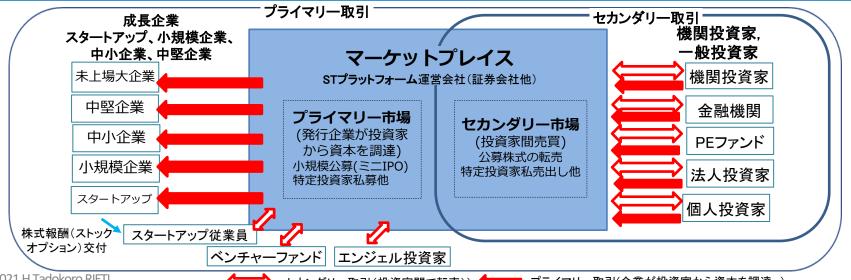


# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革 (7) <Ⅲ. 未上場株式のオンライン市場の整備>

### (6) 未上場株式マーケットプレイスの創設

証券会社等が設置・運営し、多数の発行会社や投資家が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、その整備を促進する。

- ① 証券会社がマーケットプレイスを用いて小規模公募・私募・転売をすることをPTS認可の対象外とする。
- ・ PTS(代替的市場)の認可対象を注文の集約・オークションによる価格決定・売買成立までの全てをシステム上で自動的に 実施するものに限定し、マーケットプレイスを認可対象から明確に除外する(金融商品取引法第2条第8項第10号等)。
- ② マーケットプレイスの基礎となる取引規制の整備
- ・ 小規模公募(ミニIPO)、私募及び私募転売を拡充して、発行会社が簡素又は軽減された開示義務を履行することで、 マーケットプレイスで未上場株式を募集・販売し、投資家が未上場株式を他の投資家に転売することを可能とする。
- ③ プラットフォームを通じた情報提供・取引の監視
- ・ミニIPOを実施する発行会社に、プラットフォームを通じた投資家への会社情報の開示を義務づける。この開示は、米国 のフォーム1-Aを参考に、有価証券届出書よりも作成の負担が十分軽減されたものとし、監査意見書は不要とする。
- ・セキュリティ・トークンなどのフィンテックを用いたプラットフォームの活用を促進し、小規模公募、特定投資家私募、 適格投資家私募やこれらで販売された株式の投資家による転売など、多様な規制の遵守の自動化と、市場参加者の全取引 についての取引履歴の報告・保存、当局のオンライン監視を可能とする。

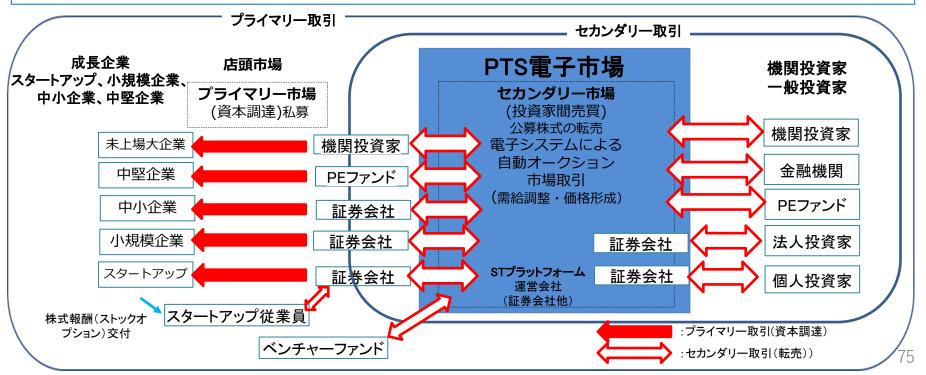


# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革 (8) < II. 未上場株式のオンライン市場の整備>

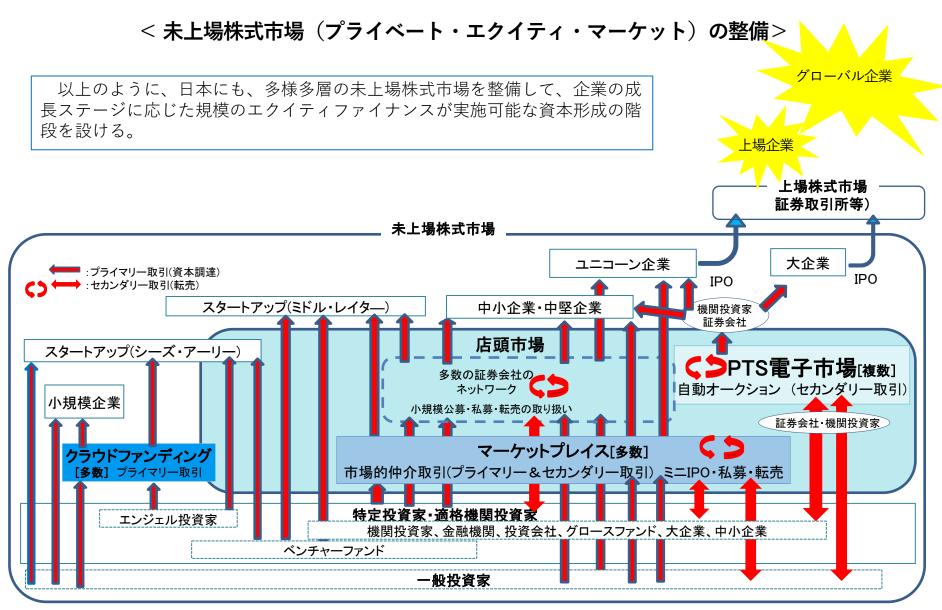
### (7) 未上場株式PTS市場の整備

私募転売の拡充とPTSの認可基準の緩和等により証券会社の未上場株式のPTS店頭登録市場設置を促進する。

- ① 未上場株式のPTSでの転売についての厳格な開示を免除
- ・ 私募に応じて購入した株式の発行会社同意の下での公募 (私募転売) を解禁し、上場株式と同様、未上場株式の PTSでの転売を厳格な開示義務のある売出しから除外し、証券会社が他の証券会社又は投資家と売買可能とする。
- ②未上場株式を取り扱うPTSの認可基準を緩和
- ・未上場株式を取扱うPTS市場の認可基準(純資産の下限・最低資本金3億円、相場操縦・インサイダー取引、空売り等を 排除する体制整備など)を軽減し、取引量の頻度の少ない未上場株式の私設証券取引所の開設を可能にする。
- ②未上場株式市場がインターネットで一体化し、取引の最適化と市場監視を可能とする。
- ・PTS電子市場、店頭市場、マーケットプレイスとクラウドファンディングが、IT・DXを活用してオンラインで一体化し、取引の最適化と規制当局の市場監視の効率化を図る。



# 10. 未上場株式市場整備のための7つの制度改革 (9)



76

○本資料「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(プライベート・マーケット)の整備の方向性一」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 〇本資料には以下の補足資料がある。

【補足データ】米国企業の資本形成(Capital Formation)ープライベート・マーケットにおける資本調達と企業価値・時価総額の拡大ー 【図解・補論】プライベート・マーケットでのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長・個人資産の拡大と経済成長

- ○本資料の記述の参考文献及びデータの出所は、特に記載がなければ、上記ディスカッション・ペーパーの脚注等及び参考文献の一覧を参照されたい。
- ○履歴: 2021年1月15日付のものを2021年9月1日付改訂増補、2022年2月11日一部改訂。2022年5月10 日一部改訂。2022年11月1日一部 改訂、2023年3月31日一部改訂