

**「未上場株式市場」の発展による
企業主体の資本調達(エクイティ・ファイナンス)の促進
—日本の成長企業の投資加速・個人資産の拡大と経済成長—**

2022年5月10日
経済産業研究所
田 所 創

目次

【要旨】

1. 米国等諸外国と日本の未上場株式市場

【参考1】主要国で唯一日本だけ未上場株式市場が未発達

2. 未上場株式市場による企業のイノベーションと成長の加速

3. 企業主体の市場型エクイティ・ファイナンス

4. 成長企業群の創出、企業間の投資競争の促進と経済成長

5. 日本の未上場株式市場の現状

6. 日本の未上場企業のエクイティファイナンスの実態

7. 未上場株式の発行募集・市場取引の規制と改革の方向(その1)

8. 未上場株式の発行募集・市場取引の規制と改革の方向(その2)

【参考2】日本と主要国の規制の比較—小規模公募、私募、クラウドファンディングの範囲

9. 諸外国との経済成長の格差拡大に歯止めをかけて、今こそ、未上場株式市場を整備し、資本主導の企業成長と経済成長を

【参考3】日本の未上場株式市場の整備の方向性

【データ1】日本では諸外国と比べて企業のエクイティ・ファイナンスが不活発

【データ2】日本のベンチャー企業のエクイティ・ファイナンスは経済規模の割に極小規模

【データ3】日本では中小企業のエクイティ・ファイナンスが小規模

【データ4】米国等諸外国では、新興企業が未上場株式市場で資本を調達して成長し、この30年間で多数の企業がグローバル企業へと成長

【データ5】米国等諸外国は、資本調達を伸ばして資本ストック型の経済成長を続ける。日本は資本調達が不活発な中、資本ストックの蓄積が進まず、経済成長は長期低迷

要旨

1. 未上場株式市場(プライベート・エクイティ・マーケット)を発展させる米国等諸外国、未発達の日本

米国を先頭に英国、EU、中国、韓国等の諸外国では、資本市場改革を進め、未上場株式市場、(店頭市場、クラウドファンディング、マーケットプレイス及び電子株式市場)を発展させる。

これらの国では、スタートアップ、中堅・中小企業等の成長企業が未上場株式市場で資本を調達し(エクイティ・ファイナンス)、大胆な成長投資を繰り返し、大企業へ、ユニコーン企業へ、さらには、上場してグローバル企業へと成長する。

日本では、主要国で唯一資本市場改革に遅れ、未上場株式市場が発達していない。日本のみ、企業が資本を調達するために投資家を募集・勧誘する活動が厳しく規制されていることによる。

2. 未上場株式市場の成長加速効果

米国等の未上場株式市場では、企業が資本を調達し、成長投資を実行して、成功見込みを高めると、株価が上昇し、時価総額(=投資家の資産額)が拡大する。これを見て、より多くの投資家の資金がその企業に集まり、次の資本調達額と成長投資を拡大させる。

この好循環が、多くの企業の成長を大きく加速し、個人資産も拡大させて、国の経済成長を強力に後押しする。

3. 資本は企業のイノベーションと成長の最強の資金

資本(エクイティ)は、融資と違って、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、失敗も許される。また、企業は、優れた事業計画を提案すれば、未上場株式市場で多数の投資家から広く資本を集めることで、必要な資金を最大限調達することができる。

このため、企業経営者は、資金制約なしに、革新的で大規模な事業を構想することができる。小規模な企業でも、市場で資金調達して、大企業に勝てる大規模な投資が可能となる。

これに大企業も対抗投資することで、投資競争が起こる。これが国中に広がれば、国全体の資本ストック(設備等)が拡大し、経済成長が加速される。

要旨(続き)

4. 未上場株式市場が未発達でエクイティ・ファイナンスができない日本の成長企業

日本では、未上場株式市場が未発達なため、成長企業が資本(エクイティ)を十分に調達できない。融資限度額等に縛られて、自由な発想と事業意欲も抑制され、イノベーションと大規模事業の実施が大変困難な状況にある。スタートアップのユニコーン企業への成長、中堅・中小企業の大企業への成長も進まない。

5. 日本の厳格な未上場株式の規制

日本では、未上場企業が株式を発行して、自ら多数の投資家にその購入を勧誘・募集する仕組み(小規模公募(少額の公募)又は私募による発行募集)が、諸外国と比べて厳しく規制される。

小規模公募は、1億円未満まで(米国では82億5,000万円以下)。

少人数私募は、勧誘先49名/社以下(米国では、勧誘先は無制限、購入者が35名/社以下)。

適格機関投資家私募は、法人も個人も有価証券残高10億円以上。

新設の特定投資家私募は、個人は投資性資産3億円以上で証券会社の承諾が必要(米国では、個人は純資産1億1,000万円超又は年収2,200万円超)。

証券会社が未上場企業を手伝い、投資家に未上場株式の購入を勧誘することも、原則禁止されている。例外として勧誘できる適格機関投資家も特定投資家も数が少なく、企業は投資家を募るために、証券会社の顧客リストを広く活用することができない。

発行や募集が不活発で、未上場株式市場の発行市場(プライマリー・マーケット)の機能が発達しない。取引銘柄が不足し、投資家間の流通市場(セカンダリー・マーケット)の機能も発達しない。

6. 未上場株式市場整備によるエクイティ主導の成長

日本も、諸外国を追い駆け、エクイティ主導の企業成長と経済成長を推進すべく、①成長企業による小規模公募や私募の範囲を広げ、②店頭市場を整備し、③クラウドファンディングを抜本的に拡充し、④マーケットプレイスの設置を促進し、さらには、⑤電子株式市場を発展させるなど、未上場株式市場を整備するべきである。

1. 米国等諸外国と日本の未上場株式市場

◇米国を先頭に、英国、EU、中国、韓国等の諸外国では、資本市場改革を進め、未上場株式市場を発展させる。

◇これらの国の成長企業は、未上場株式市場を通じて、資本の調達(エクイティ・ファイナンス)と大胆な成長投資を繰り返し、大企業へ、ユニコーン企業へと成長する。

- ・ 米国では、歴史的に、国の経済発展のため、未上場株式市場の改革を継続し、下記の市場を発展させる。

ー 1970年代から中小企業の資本調達を促進するため、

私募や小規模公募を制度化・拡充

ー 1990年代からITを活用し、市場取引の監視を強化しつつ、未上場株式の自由化範囲を拡大

- ・ 英国、EU、中国、韓国諸外国等も、2000年代には米国を追い駆け、未上場株式市場が発展。

[市場の分類と米国での発展年代]

店頭市場(1970年代～): 多数の証券会社を介して、多数の発行企業・投資家間で取引。各州から全米まで発展。

電子株式市場(1990年代～): 店頭市場(店頭取引を組織化し、需給調整して価格決定する市場)が電子化。証券会社が市場取引システムを用いて開設した市場(ATS(米) / PTS(日))も登場(1990年代後半～)

マーケットプレイス(2000年代～): 証券会社等の運営で、多数の企業、投資家間で未上場株式を市場的に売買するプラットフォーム

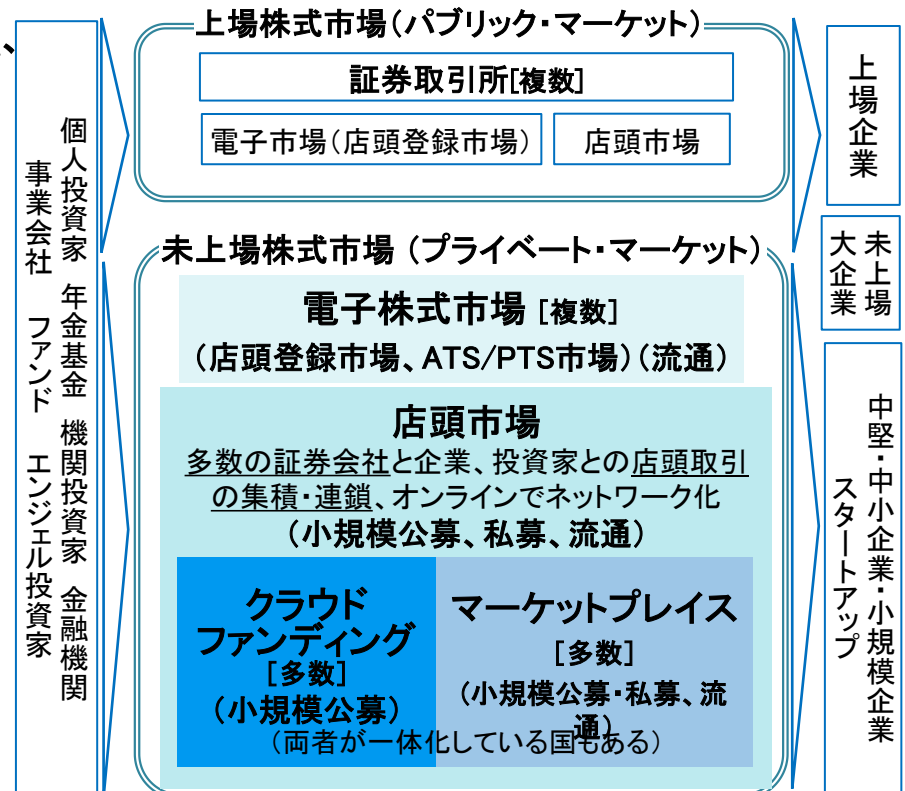
クラウドファンディング(2010年代～): 企業が投資家から直接資本を調達するプラットフォーム

◇日本では資本市場改革に遅れ、未上場企業が株式の発行募集をすることは厳しく規制されているため、**未上場株式市場は未発達**。

「成長企業」: 成長意欲の高い未上場の中堅・中小企業、小規模事業者、スタートアップ・ベンチャー企業等をいう。

[米国等諸外国の未上場株式市場の構造]

(以下の各種タイプの市場が国ごとに複数・多数存在する)



【参考1】主要国で唯一日本だけ未上場株式市場が未発達

- ◇米国では、スタートアップ・中小企業が資本(エクイティ)を調達して成長する場として、未上場株式市場が発展。
中国、英国、ドイツ・EU、インド、韓国、他の主要国もインターネット・デジタル技術を活用して、米国を追い駆ける。
- ◇日本は、規制改革に遅れ、未上場株式市場がほぼ発達しないまま、東京証券取引所一極集中が続く。

米国:ITネットワークで一体化した多層的・多極分散型の市場

- 上場株式市場(パブリック・エクイティ・マーケット) (4,631社)
- ・証券取引所等

ニューヨーク証券取引所(NYSE),NYSE American, NYSE Arca Equities, NYSE Chicago, NYSE National, NASDAQ, NASDAQ BX, NASDAQ PHILX, Cboe BZX Equities, Cboe BYX Equities, Cboe EDGA Equities, Cboe EDGX Equities, The Investors Exchange, MEMX, MIAx, MIAx Pearl (16力所)

・上場株式店頭市場

第2市場(取引所会員証券会社)

第3市場(非会員証券会社)

ATS電子市場 (33市場)

- 未上場株式市場(プライベート・エクイティ・マーケット)

店頭登録市場・ATS電子市場:11市場*1 OTC Markets, Global OTC, Securitize, tZERO, CARTAX etc.
最大手 OTC Markets (OTCQX市場, OTCQB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

マーケットプレイス(多数)
(大手は、NPM, Forge, Equity Zen など)

クラウドファンディング (51社)
(発行会社 591社)

ローカル・ストック・マーケット(州内店頭市場) 50州 (数万社)

日本:東京証券取引所一極集中構造

- 上場株式市場 (3,918社)

東京証券取引所(プライム、スタンダード、グロース、
TOKYO・PRO・Market)
名古屋、福岡、札幌証券取引所

取引所外取引

PTS店頭登録市場(運営会社2社)

- 未上場株式市場

株主コミュニティ (34銘柄) (2022年6月)

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70件)

M&A仲介市場

縁故増資、第三者割当増資

極小規模

英国

- 上場株式市場

ロンドン証券取引所 (LSE) (919社)
アQUIS証券取引所(AQSEメイン市場)

- 未上場株式市場

MTF店頭登録市場
LSE AIM (850社)、AQSE Growth Market

マーケットプレイス・クラウドファンディング
Crowd Cube, Seeders etc.

私募市場

ドイツ

- 上場株式市場(国内510社、外国10,402社)

フランクフルト証券取引所 (FWB)
・プライムスタンダード・ジェネラルスタンダード
地方証券取引所(ベルリン、他計5か所)

Over-the-Counter(店頭市場)

- 未上場株式市場

店頭登録市場
FWB・スケール市場(138社)(新興市場)
FWB・クオテーションボード

PE私募
市場

マーケットプレイス・
クラウドファンディング(78)

中国

- 上場株式市場 (3,648社)

上海証券取引所
・メインボード
(2,093社)
・科创板 (432社)

深圳証券取引所
・メインボード (472社)
・中小企業ボード (934社)
・創業ボード(二板)
(764社)

北京証券
取引所
・メイン
ボード

- 未上場株式市場

店頭登録市場
新三板市場 (9,921社)、三板市場

地域性株式取引センター
(新四板)(約40か所)

PE市場

クラウドファンディング
(運営会社21社)

韓国

- 上場株式市場 (2,186社)

韓国取引所 (KRX)
・KOSPI市場(821社)、
KOSDAQ市場(新興市場)(1,563社)
KONEC(中小企業市場)(123社)

場外取引市場(店頭市場)

- 未上場株式市場(K-OTC)

K-OTC Market(店頭市場)(136社)

未上場株式取引
プラットフォーム
K-OTCBB
K-OTC PRO

小規模公募市場
クラウドファン
ディング(多数)

* 1 Securitize, tZERO, CARTAXなどマーケットプレイスがセカンダリー・マーケットと呼ばれる従業員株式やファンドの投資先株式の転売市場を運営するためにATSの登録をしたものを含む。

2. 未上場株式市場による企業のイノベーションと成長の加速

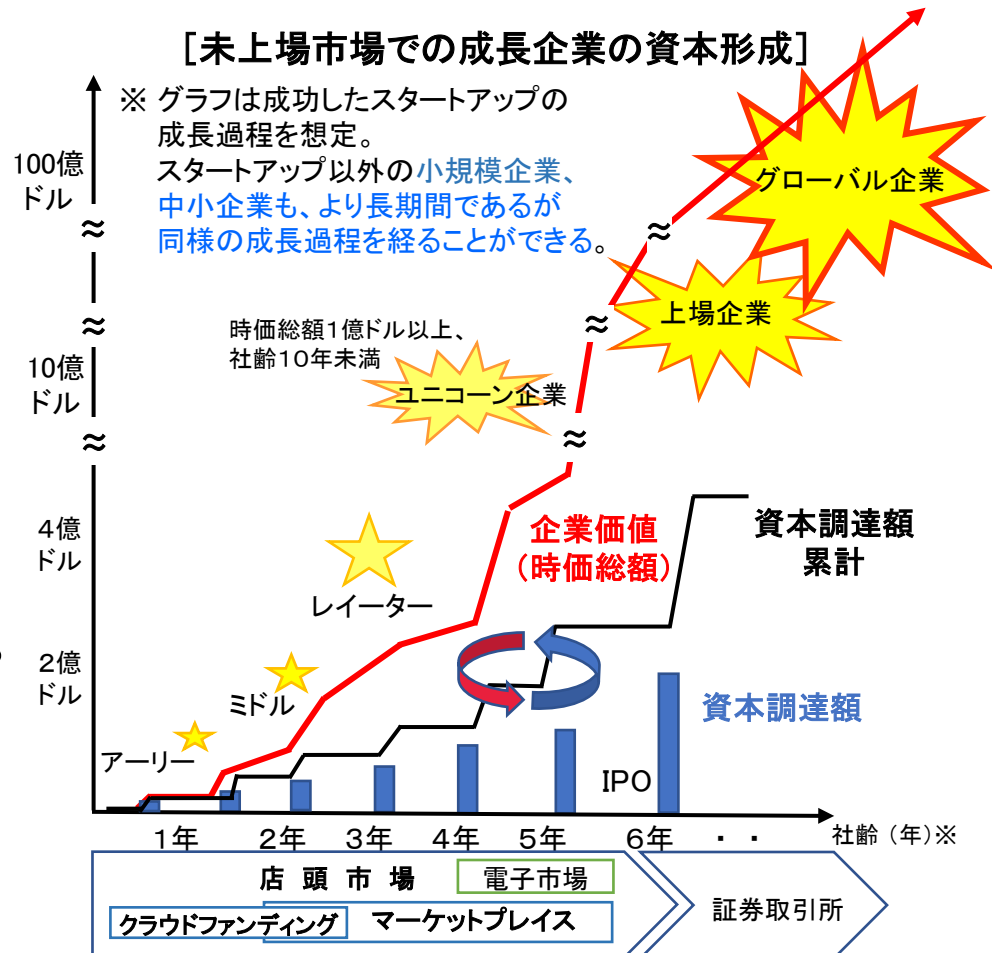
◇米国等諸外国では、未上場株式市場で、成長企業が自ら主体的に、多数・多様な投資家から資本(エクイティ)を調達し、大胆に成長投資を実施する。

◇市場では、企業の資本調達額(=成長投資)の増加と時価総額(=投資家資産)の拡大の好循環が発生。これが企業成長を大きく加速する。

- ・ 米国等諸外国の成長企業は、市場で多くの投資家から多額の資本を何度も調達し(プライマリー取引)、設備、IT、人材、R&Dに成長投資をする。
- ・ 市場では、多様な投資家が未上場株式を購入し、投資家間で売買する(セカンダリー取引)。
- ・ 企業が資本を調達し成長投資をして、成長見込みが高まると、株価が上がり時価総額が拡大。投資家の資産が拡大し、その企業へ資金が集まり、次の資本調達額と成長投資が拡大。この企業の資本調達増と投資家の資産拡大の好循環が、企業の成長を大幅に加速する。

◇成長企業が次々にイノベーションを実現し、大企業へ、ユニコーン企業へと成長。他の多くの企業を成長させながらグローバル企業へと発展する。

◇急成長企業が連続して現れることで、国の経済が中長期的に成長する。



3. 企業主体の市場型エクイティ・ファイナンス

◇資本(エクイティ)はイノベーションと成長の最強の資金である。

- ・ 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。
- ・ 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、荒波を乗り越えられる小さくても強靱な企業を生む。

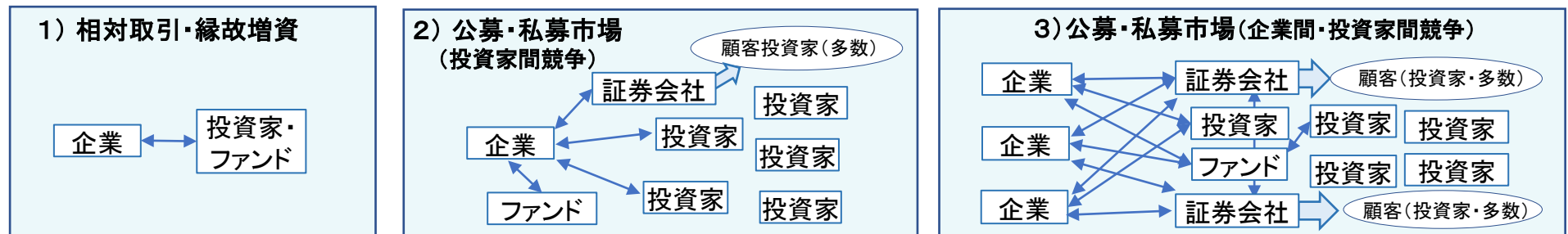
◇成長投資の最大化：市場型エクイティ・ファイナンスによって、成長企業は、資本調達額と投資額を最大化することができる。

- ・ 相対取引では、資金を提供する側の投資家が企業に対して圧倒的に優位。
- ・ 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(市場型エクイティ・ファイナンス)。
- ・ 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。

→経営者が資金制約なく革新的で大規模な事業を構想することができる。

- ・ 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。

[資本調達(プライマリー取引)における相対取引と市場取引(プライマリーマーケット)]



4. 成長企業群の創出、企業間の投資競争の促進と経済成長

◇市場型エクイティ・ファイナンスは、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。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、大企業へ、ユニコーン企業へ、グローバル企業へと成長する。同時に、他の多数の企業が群れを成して大きく成長する。

- ・ 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。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、グローバル企業に成長。企業収益、雇用、賃金が増加する。
(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、これが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。既存大企業も新規参入の脅威に對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躪される)

〈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・ITシステム)や人的資産、研究資産等が拡大。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。

- ・ 成功見込みが高まった成長企業の未上場株式は、市場で、収益性の高い、換金可能な有望な投資対象となる。
- ・ 企業の成長と市場での時価総額の拡大で、個人資産と所得が増え、さらに、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。(Equity-fueling 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。

5. 日本の未上場株式市場の現状

◇主要国で唯一日本だけが未上場株式市場が未発達。

- ・ 日本では、1970年代後半から証券会社の投資勧誘が禁止され、店頭市場が存在しない。
- ・ 未上場企業のエクイティファイナンスは、大企業から中小企業への縁故増資、ファンドからの投資など相対取引中心。一方、M&Aとその仲介は盛ん。
- ・ 発行市場（プライマリー市場）は、ほぼ未発達。
クラウドファンディングも諸外国と比べ極小規模。

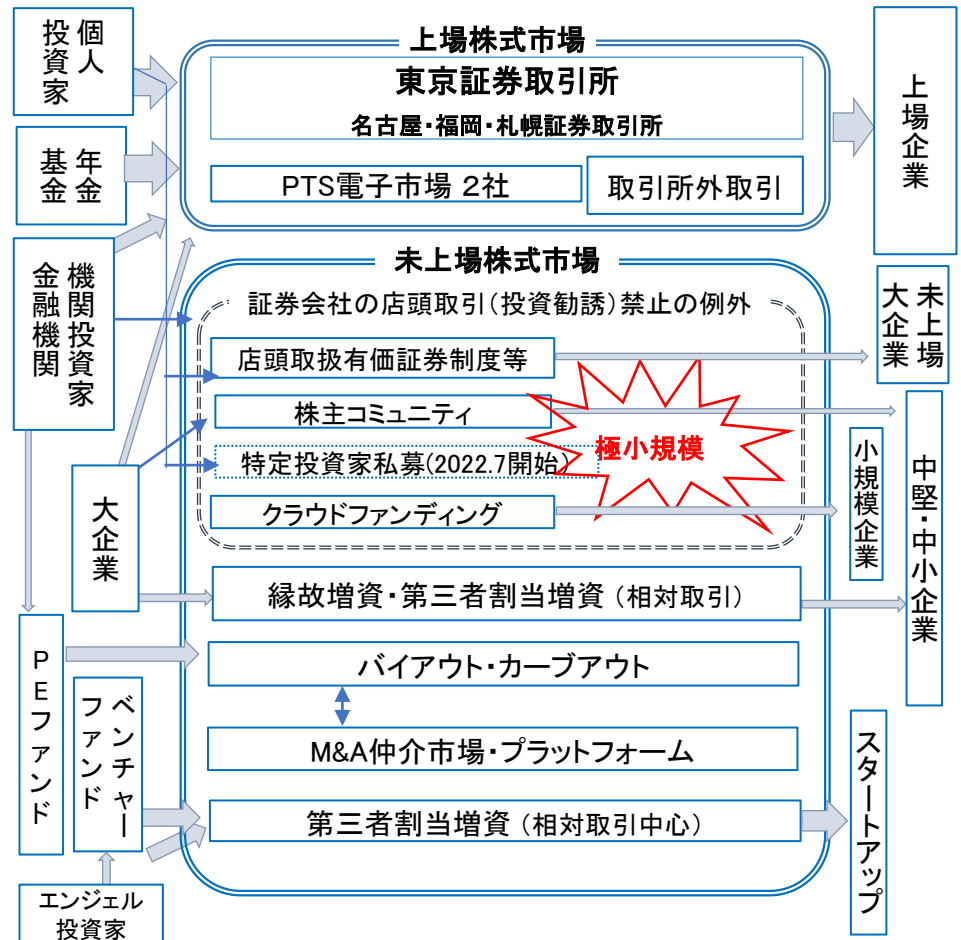
◇発行募集を行う店頭市場（プライマリー・マーケット）が全く不活発で、取引銘柄が不足し、流通市場（セカンダリー・マーケット）も発達しない。

- ・ ジャスダックが証券取引所に格上げされた2002年以降、日本に未上場株式の電子市場（店頭登録市場）は存在しない。
- ・ 流通市場での電子市場システムやオンライン・プラットフォームの活用も規制されている。
電子市場やマーケットプレイスも存在しない。

→日本の成長企業は、市場を通じた資本の調達ができず、市場の成長加速効果も受けられない。

- ・ スタートアップがユニコーン企業になることも、中小企業が大企業となることも、困難を極める。

【日本の未上場株式市場の構造】



6. 日本の未上場企業のエクイティファイナンスの実態

◇日本の成長企業は諸外国と異なり、未上場株式を発行して投資家を募集する自由が著しく制限されている。市場が未発達で資本調達投資家主導の相対取引中心。

- ・ 少人数私募でも、3か月間で最大49人/社までしか勧誘できず、小規模公募も1億円未満と極少額(後述)。
- ・ 「勧誘」も明確な定義がなく、広範囲で規制(「勧誘」:特定の株式に関し、投資家の関心を高め、取得を促進する行為とされる)

→ 企業は、証券会社の助けもなく自力で機関投資家、ファンド、事業会社等を1社、1社順に面談して投資勧誘する。資本を求める企業に対し、プロの投資家の交渉上の優位性が高い。

◇日本では、成長企業が資本(エクイティ)を調達できず、資金的制約が強い中、自由な発想と事業意欲が抑制され、イノベーションと大規模な事業の実施が大変困難。

- ・ 成長企業が、優れた事業計画を策定しても、多くの投資家から多額の資本を集めることができない。
銀行融資の制約の中、自由な発想で事業を企画し、意欲と能力を大胆に発揮することができない。
(現状、事業を企画するとき、日本の成長企業の経営者は、数千万～数億程度の融資限度額を想定。一方、米国等では、創業時でも数億から数十億、さらには数百億円規模の資本調達を想定)
- ・ 多くの企業経営者が、銀行融資中心のファイナンスに慣れ切って、エクイティを活用した事業推進の経験を喪失。
(中小企業等の経営者の中には、資本剰余金による資本金の額の抑制や、株式分割・種類株式等による経営権の維持など、資本政策の知識が不足して、資本(エクイティ)を資金調達の選択肢としない者も多い)

◇大企業・中小企業、個人投資家の未上場企業への投資機会が著しく乏しい。

- ・ 内部留保を持つ大企業、中小企業やオーナー経営者は、成長企業からの増資案件を勧誘されることが、大変少ない。一方、M&A案件は、仲介事業者等から多数紹介される。
- ・ ファンドと関係する一部の投資家を除き、日本の個人投資家には未上場株式への投資機会はほぼない。
- ・ 日本では、地域における企業・投資家の繋がりを生かした資本調達が行なえない。

→ 大企業・中小企業の内部留保など投資家の資産が成長投資に流れず、地域でも、全国でも、成長企業と投資家間で資本が循環しない。

7. 未上場株式の発行募集・市場取引の規制と改革の方向(その1)

◇発行企業の公募に開示義務(ディスクロージャー)を課すことで株式の投資勧誘を規制。

- ・ 企業が未上場株式を発行し、その企業(発行企業)又は証券会社等がこれを不特定多数の投資家に対して販売活動(投資勧誘)をする場合(株式の公募:Public Offering)、発行企業に企業情報の開示義務が課される。
- ・ 開示義務の履行は、資料作成、監査意見書添付等、多額の費用を要する。このため、中小企業、小規模企業では、未上場株式の投資勧誘はほぼ実施できない。

◇米国等諸外国では、小規模公募(少額の公募)、私募の範囲をITを活用して拡大する。(未上場株式の取引の自由化)。

- ・ 小規模公募や、少人数の投資家への募集(私募)、一定の資力のある投資家(適格投資家)への私募をするときに、開示義務を軽減して、負担を減らすと、小規模な企業でも未上場株式を発行して投資勧誘することができるようになる。諸外国では、ITを活用した情報開示と取引の透明性を確保し、投資家を保護しつつ、この範囲を次第に拡大する。

⇐ 日本では未上場株式の取引の自由化の範囲が大変狭く、企業の募集・勧誘が強く抑制される。

〈1〉小規模公募の募集額上限が1億円未満と極小さい。(米国:82.5億円、EU:10.4億円)

〈2〉少人数私募では3か月間の勧誘先の数を49名/社以下に制限。インターネット等で勧誘できない。

(米国:購入先35名以下、EU:勧誘先150人以下)。

・「勧誘」の範囲が不明確で、個別に訪問することになる。(韓国:一般的募集情報の公表は勧誘の範囲外)

〈3〉適格投資家(適格機関投資家+特定投資家)が機関投資家、大企業、超富裕層までと、狭い。

・ 適格機関投資家の範囲:機関投資家、金融機関、有価証券残高10億円以上の法人・個人。中堅・中小企業や、一般投資家の多くは範囲外。(米国:法人は総資産5億5,000万円超、個人は年収2,200万円超又は資産1億円超)

・ 特定投資家の範囲:適格機関投資家に加え、資本金5億円以上の企業。他の法人と個人は、証券会社の承諾が必要。個人は総資産又は投資資産3億円(金融業経験者、中小企業診断士等は1億円、年収1,000万円)以上、投資経験1年。

〈4〉日本では、証券会社は未上場株式の勧誘を原則禁止される。企業は、小額の公募、少人数私募で、証券会社の顧客網を活用した資本調達支援ができない。

・ 証券会社が投資勧誘できる例外制度として、株式コミュニティ、クラウドファンディング、特定投資家私募等があるのみ。

〈5〉日本のクラウドファンディングは、募集額1億円未満、投資額50万円以下に制限される。

8. 未上場株式の発行募集・市場取引の規制と改革の方向(その2)

◇米国等諸外国では、自由化の範囲でも、企業に軽減・簡素化した開示義務を課して、投資家を保護。

・各国では、募集規模に応じて段階的に開示義務を軽減。記載項目を減らし、フォーマット化。成長過程の企業でも負担可能な範囲にする。

⇐日本の小規模公募、少人数私募、適格機関投資家私募には開示義務が一切なし。投資家保護が不十分で未上場株式が投資対象とならず、流通もしない。

・逆に、1億円以上の公募で、49人以上に勧誘をする(声をかける)と、直ちに有価証券届出書の提出、定期開示・臨時開示の義務が発生(1億円を超える負担が生じる)。

[米国の開示義務と登録・開示の様式(フォーム)]

証券取引法第5条 株式の公募	フォーム S-1 (厳格な開示、数百ページ) 監査意見書添付 他に年度、半期、四半期開示・臨時開示
レギュレーションA 小規模公募 (7,500万ドル以下)	フォーム 1-A (軽減された開示、数十ページ) 2,000万ドル以上は監査意見書添付
レギュレーションCF クラウドファンディング (500万ドル以下)	フォームC (軽減された開示、十ページ程度)
レギュレーションD 小規模公募(500万ドル以下)、 少人数私募、適格投資家私募	フォーム D (簡素な開示、数ページ)

◇米国等では、証券会社は自らの顧客網で発行企業の資本調達を積極的に支援。

・各国では、企業は、自ら、主体的に、小規模公募、私募を行い、証券会社等にその顧客網への株式の販売を依頼する。

⇐日本では、証券会社の未上場株式の投資勧誘原則禁止の中、証券会社は成長企業の資本調達支援に消極的。店頭市場も形成されない。

・特定投資家私募(本年7月開始)は、監査意見書なしの会社情報の公表等の義務のもと、小規模な企業でも私募の実施が可能であるが、発行企業が私募の取り扱いを証券会社に委託する仕組みで、証券会社の大多数は実施に消極的。

◇米国等主要国では、店頭市場をベースに、ITプラットフォームを活用したクラウドファンディング、マーケットプレイス、電子株式市場が発達。

⇐日本では、未上場株式の取引の自由化の範囲が狭く、企業の発行募集がほとんど行われず、市場に流通する未上場株式も著しく少ないため、これらの市場が成立しない。

・電子市場もマーケットプレイスも、厳しい発行募集・転売の規制のため、取引のニーズが乏しく設置されない。

・PTSの定義が広く、証券会社が多数の投資家間の売買交渉をプラットフォームで媒介すると認可が必要となるおそれ。

【参考2】日本と諸外国の規制の比較—小規模公募、私募、クラウドファンディングの範囲

〈1〉小規模公募は、日本では募集額**1億円**未満（開示義務なし）

米国：**82億5,000万円**以下（軽減された開示義務あり）

英国・EU：**10億4,000万円**以下（軽減された開示義務あり）

韓国：**9,800万円**未満（軽減された開示義務あり）

〈2〉少人数私募は、日本では勧誘先**50名/社**未満に限定

米国：勧誘先**無制限**（購入者35名/社以下）

英国・EU：勧誘先**150名/社**未満

韓国：勧誘先**50名/社**未満（株式募集の基本情報の提供は「勧誘」とされず、人数制限なし）

中国：勧誘先**200名/社**未満

〈3〉適格投資家私募の対象の適格投資家は、

日本では、**有価証券残高10億円**以上の法人又は個人

2022年7月に特定投資家私募を開始。企業は私募の取り扱いを証券会社に委託。特定投資家*を証券会社が承諾する。

米国：法人は、**総資産5億5,000万円**超

個人は、住居以外の資産**1億1,000万円**超又は年収**2、200万円**超

英国・EU：法人は、**運用資産2億6,000万円**、売り上げ

52億円、総資産**26億円**以上のいずれか二つ

個人は、投資資産**6,500万円**以下、一定の投資頻度、金融等職歴1年以上のいずれか二つ

韓国：法人は、投資資産**9億6,000万円**以上（株式会社は**4億8,000万円**以上）

個人は、投資資産**4,800万円**、年収・資産が**960万円**又は投資経験1年以上

〈4〉クラウドファンディングは、

- 企業の募集額は、日本では**1億円**未満

米国：**5億5,000万円**以下

英国：**10億4,000万円**未満

EU：**6億5,000万円**未満

韓国：**2億8,800万円**未満

- 投資家の投資額の上限は、日本では1年間に1企業に最大**50万円**（特定投資家は無制限）

米国：投資家の資力に応じて1年間で最大**1,177万円**（適格投資家は無制限）

英国：資力の低い投資家は純資産の10%以内

韓国：年収に応じ最大**192万円**（適格投資家は無制限）

中国：少人数私募**200名/社**以下の範囲（投資額は無制限）

（換算レート）1ドル＝110円、1ポンド＝151円、1ユーロ＝130円、1ウォン＝0.096円（2021年間平均TTM）

* 特定投資家の範囲は、適格機関投資家に加え、政府機関、上場会社、資本金5億円以上の株式会社、外国法人、証券会社等の承諾を得た法人又は個人。個人の場合、1)純資産及び投資性資産が3億円以上かつ投資経験1年以上、2)純資産又は投資性資産5億円以上かつ年収1億円以上、3)純資産又は投資性資産1億円以上かつ年収1000万円以上で、投資経験1年以上の特定の知識を有する者（金融業経験者、経済学研究職、中小企業診断士等）。

9. 諸外国との経済成長の格差拡大に歯止めをかけて、 今こそ、未上場株式市場を整備し、資本主導の企業成長と経済成長を

◇未上場株式市場が未発達な日本は、諸外国と比べて、成長企業の資本調達額が少なく、大企業、ユニコーン企業、グローバル企業が育たない。

国全体の資本ストックも伸びずに、経済成長も低迷する。【データ1～5】

- ・日本のユニコーン企業数は僅か6社。経済規模の割に著しく少ない。この30年間でグローバル企業へと成長した日本企業は僅か5社。

◇日本も、企業主体で資本を調達する環境を整備して、米国、EU等と同様に、
エクイティ主導の経済成長を推進するべき。

- ・今こそ、銀行融資に過度に依存した資本主義を、成長企業が自ら主体的に多数の投資家から資本を集め、大胆に投資する本来の姿に変えるべきときである。
- ・市場が企業の資本調達の可能性を無限に引き上げることで、企業経営者が事業意欲を最大限膨らませて大胆に事業を構想し、その実現を目指す方向へと、抜本的な意識改革を図る。

◇諸外国を追い駆け、未上場株式市場を発展させるため、小規模公募や私募の範囲を
を広げ、店頭市場を整備し、クラウドファンディングを抜本拡充し、マーケットプレイス
の設置を促進し、さらには、PTS電子市場も発展させるべきである。【参考2】

- ・金融商品取引法の規制について、1)小規模公募(少額免除)の募集上限額の引き上げ、2)私募における勧誘の範囲の限定、3)適格機関投資家・特定投資家の範囲の拡大等を進める。併せて、募集額に応じて負担を軽減した開示義務を導入し、未上場株式を投資家の投資対象にする。
- ・未上場企業の発行募集を証券会社等が助けて、顧客に投資勧誘することを解禁する。
- ・未上場株式の転売の募集での電子市場システムやオンライン・プラットフォームの活用を解禁する。
- ・この間、成長企業に対し、特定投資家私募からはじめて、資本調達を奨励する。

【参考3】日本の未上場株式市場の整備の方向性

〈1〉プライマリー市場の構築(小規模公募・私募の抜本拡充、簡素な開示義務の導入)

・適格機関投資家と特定投資家の範囲拡大

株式会社: 資本金5億円以上⇒金融資産1億円以上

個人: 金融資産3億円⇒年収2,000万円又は金融資産1億円以上

・小規模公募(ミニIPO)の創設: 募集額1億円未満⇒10億円未満

・クラウドファンディングの抜本的拡充 募集額1億円未満⇒5億円未満

投資家の投資額 1社当り50万円以下⇒1人・1年間1,000万円以下

〈2〉店頭市場の発展

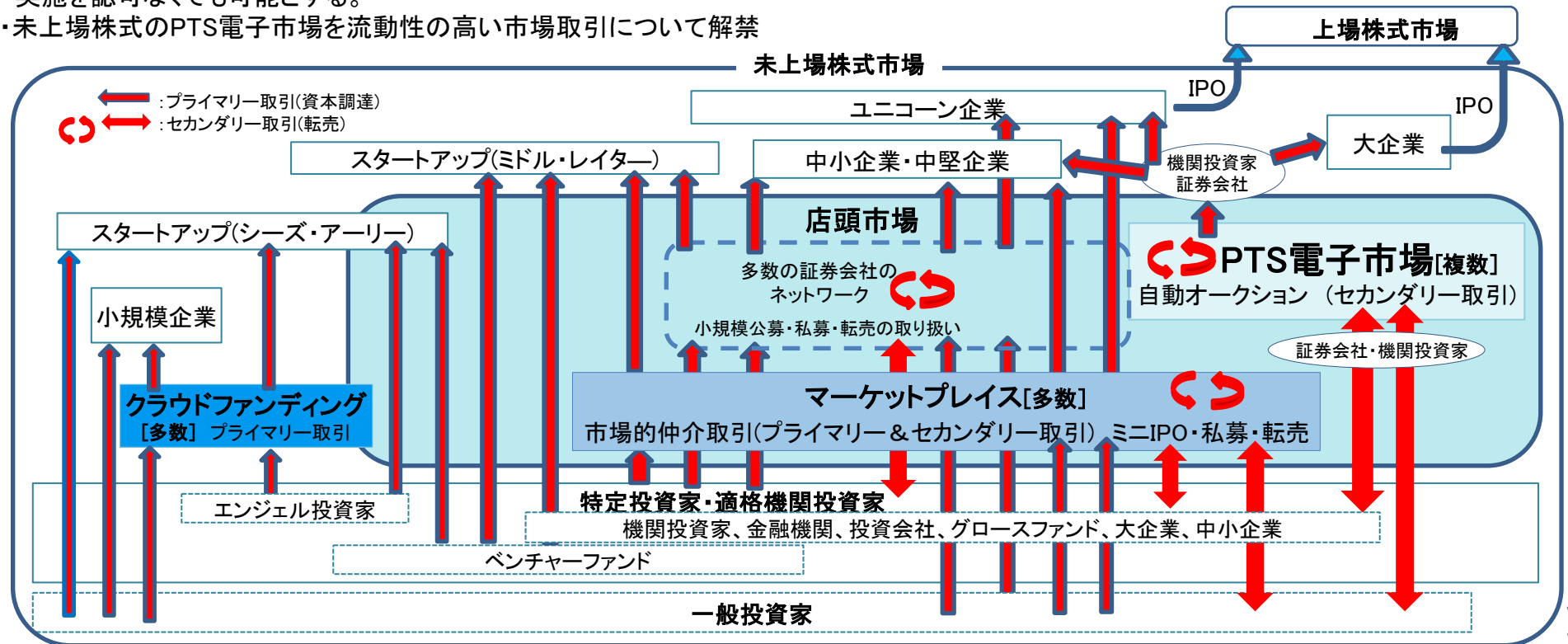
・私募で購入した株式の公募による転売の解禁

・証券会社の未上場株式の投資勧誘の解禁、店頭市場のルール整備

〈3〉マーケットプレイス、PTS電子市場の設置促進

・PTSの規制範囲を限定。証券会社のプラットフォームでの小規模公募、私募の実施を認可なくとも可能とする。

・未上場株式のPTS電子市場を流動性の高い市場取引について解禁



【データ1】日本では諸外国と比べて企業のエクイティ・ファイナンスが不活発

- ◇ 日本では、諸外国と比べて企業の資本調達額が少ない。
 主要国でほぼ日本のみ、最近10年間、資本調達額が減少傾向。

	2020年の 企業の資本調達額 (1ドル=110円)	2010年から2020 年までの年平均 の伸び率
イギリス	4兆9,170億円	5.4%
中国	11兆7,810億円	3.9%
豪州	2兆9,810億円	2.9%
香港	9兆1,410億円	0.6%
米国	37兆1,360億円	6.0%
EU27	7兆4,910億円	3.0%
日本	4兆1,470億円	-3.9%
シンガポール	4,180億円	-7.3%
カナダ	1兆7,050億円	-8.8%
発展市場国計	2兆2,000億円	9.3%
新興市場国計	9兆0,420億円	-2.7%
合計	90兆9,480億円	2.3%

(出所) SIFMA 2021 Capital Markets Fact Book Global Equity issuanceに
 掲載のDealogicのデータから作成

- ◇ 日本の資本調達額は設備投資額に対し極少額
- ・ 資本調達額の設備投資額に対する割合は、2020年で、日本は0.6%、米国は13.9%。
 - ・ 日本の設備資金新規融資額の設備投資額に対する割合は、50%前後ある。

日本	2019	2020
民間設備投資①	92兆2,246億円	86兆0,271億円
上場企業の 国内公募資本調達額②	2,192億円	5,140億円
上場企業の第三者割当て③	1兆2796億円	1兆0893億円
民間設備投資に対する 資本調達額の割合 (②+③)÷①(%)	1.6%	1.9%
国内銀行設備資金新規貸出④	46兆7,918億円	44兆8,759億円
④÷①(%)	50.7%	52.2%

(出所) ①内閣府、②③日本証券業協会、④日本銀行

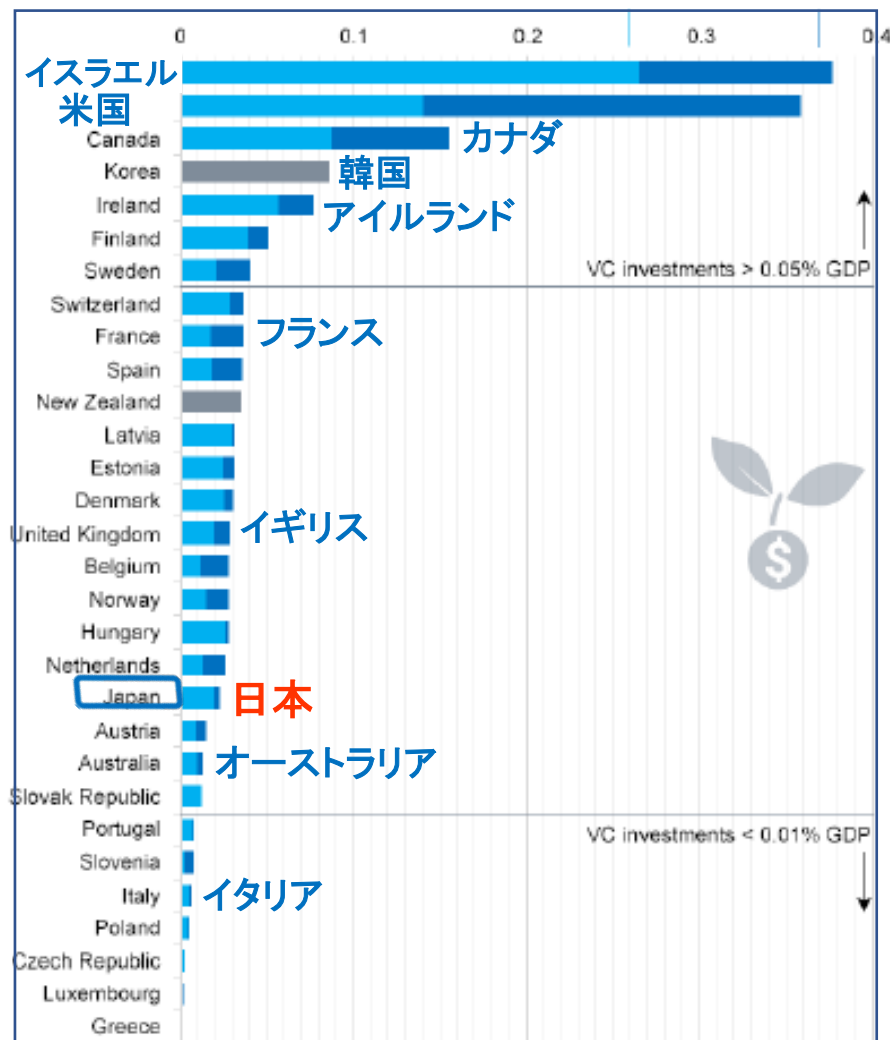
米国	2019年	2020年
GDP民間固定資本形成(非住居)①	2兆8,781億ドル 316兆5910億円	2兆7,996億ドル 307兆9560億円
資本調達② Equity issuance total	2,281億ドル 25兆0,910億円	3,900億ドル 42兆9,000億円
民間固定資本形成(非住居)に 対する資本調達額の割合 ②÷①(%)	7.9%	13.9%
社債計③ Bond Issuance total	1兆4,230億ドル 156兆5300億円	2兆2,820億ドル 251兆0200億円
③÷①(%)	49.4%	81.5%

(出所) ① Gross private domestic investment Fixed investment Nonresidential.

②③ US BEA, SIFMA 2021 Capital Market Fact Book

【データ2】日本のスタートアップのエクイティ・ファイナンスは経済規模の割に極小規模

◇ベンチャーキャピタル等の投資額の対GDP比は、日本はOECD諸國中20位と下位にある。
 <ベンチャーキャピタル等の投資額の対GDP比>



◇日本のベンチャーファンドは米国と比べてごく小規模。

	米国	日本
VC総額	35兆円	0.8兆円
チケット・サイズ※ アーリー・シート	13億円 1億円	1億円 6千万円
ファンド規模	Sequoia: 7,700億円/Fund Khosla: 1,100億円/Later 440億円/Seed Accel: 2,000億円/Later 700億円/Early	ジャコフ: 800億円/Fund グロ・ベス: 400億円/Fund グロ・バルブレイ: 200億円/Fund
業務	投資+ハンズオン	投資 (一部ハンズオンも)

この要因は、未上場株式市場が未発達で、
 ・スタートアップが投資家から資本を十分に調達できず、成長不足で、ファンドでリターンが高くないこと、
 ・ファンドが投資先の株式を転売できず、市場価格による企業価値評価もできないため、ファンドへの投資リスクが高いこと等が考えられる。

(出所)、内閣府の資料からの抜粋。

◇クラウドファンディングは、各国で成長企業の資本調達場に発展しているが、日本では小規模に留まる。

<主要国のクラウドファンディングでの資本調達額の推移>

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
日本	—	—	3.7億円	9.0億円	5.6億円	9.2億円
米国	649億円	605億円	264億円	561億円	115億円	236億円
イギリス	397.1億円	369.6億円	495.0億円	533.2億円	—	—
ドイツ	26.1億円	52.1億円	21.7億円	40.7億円	—	—
韓国	0.3億円	0.8億円	15.2億円	34.4億円	—	—
中国	1595.0億円	506.0億円	242.0億円	11.0億円	—	—

(出所)上のグラフはOECD、右上の表は日本クラウドファンディング協会、ケンブリッジ大学、国際オールタナティブファイナンス協会他。

【データ3】日本では中小企業のエクイティ・ファイナンスが小規模

◇ 米国では、多様な業種の企業が、レギュレーションDに基づく少額の募集や私募で、創業直後から繰り返し、市場で資本を調達して成長する。

＜レギュレーションD実施企業の業種別構成等＞

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

- ・ レギュレーションDで私募又は小規模公募をした企業のうち
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、
8割強が売上500万ドル（5億5,000万円）以下。

＜レギュレーションDを実施した企業の社齢＞

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

＜レギュレーションDを実施し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%

◇ 日本でも、一定割合の中小企業が、成長資金として、エクイティを縁故増資等により調達して活用している。

成長資金を用意するために、

○増資を行った企業

会社関係者以外による増資を行った企業

18%

経営陣やその家族、従業員等による増資

12%

○銀行等金融機関からの借入（社債を含む）を行った企業

58%

（出所）SEC DERA（2018）

（出所）中小企業庁の中小事業者1,892社に対するアンケート調査（2021年）

【データ4】米国等諸外国では、新興企業が未上場株式市場で資本を調達して成長し、この30年間で多数の企業がグローバル企業へと成長

◇ 日本のユニコーン企業数は経済規模の割に著しく少ない。

- ・ 日本のユニコーン企業数は6社。
韓国、インドネシアよりも少ない。

〔国別ユニコーン企業数と順位〕

	国別社数 順位	ユニコーン 企業の数
米国	1	536
中国	2	168
インド	3	63
イギリス	4	42
フランス	5	24
ドイツ	5	24
イスラエル	7	20
カナダ	8	19
ブラジル	9	16
シンガポール	10	12
韓国		
インドネシア	12	7
オーストラリア	13	6
香港		
日本		
オランダ		
スウェーデン		
アイルランド	18	5
メキシコ		
スイス		

◇ フォーブス・グローバル2000(2021)でみると、グローバル企業数は、中国、韓国等の伸長で、日本企業の割合が減少。

〔国別の社数とその順位〕

国名	順位	2,000社中 の社数
米国	1	590
中国	2	291
日本	3	215
英国	4	66
韓国	5	62

〔1990年以降に設立された社数〕

1) 日本企業215社中で5社

日本国内 順位	フォーブ ス順位	社名	設立年
73	753	楽天	1997
125	1301	SBIホールディングス	1999
137	1374	NEXON	1994
157	1579	M3	2000
212	1968	オープンハウス	1997

2) 米国企業590社の上位100社中9社

米国内 順位	フォーブ ス順位	社名	設立年
5	10	アマゾン	
6	13	アルファベット	1999
16	33	フェイスブック	2004
30	74	アッヴィ	2013
59	152	ペイパル	1998
62	163	セールスフォース	1999
85	219	ネットフリック	1997
95	256	ナビディア	1993
96	262	テスラ	2003

- ・ フォーブス・グローバル2000(2021年)に選ばれた国別社数は日本215社(地方銀行33社を含む)、米国590社。中国の291社、韓国の62社の多くが1990年以降設立で、近年ランク入り。
- ・ 上位500社でみると(括弧内は2000年の数)、日本43社(104社)、米国170社(185社)、中国63社(12社)、韓国15社(11社)と、日本のランク入り企業はは大きく減少。

◇ この30年間、日本でグローバル企業へと成長した企業は、わずか5社。米国では、上位100社中でも9社が1990年以降に設立。

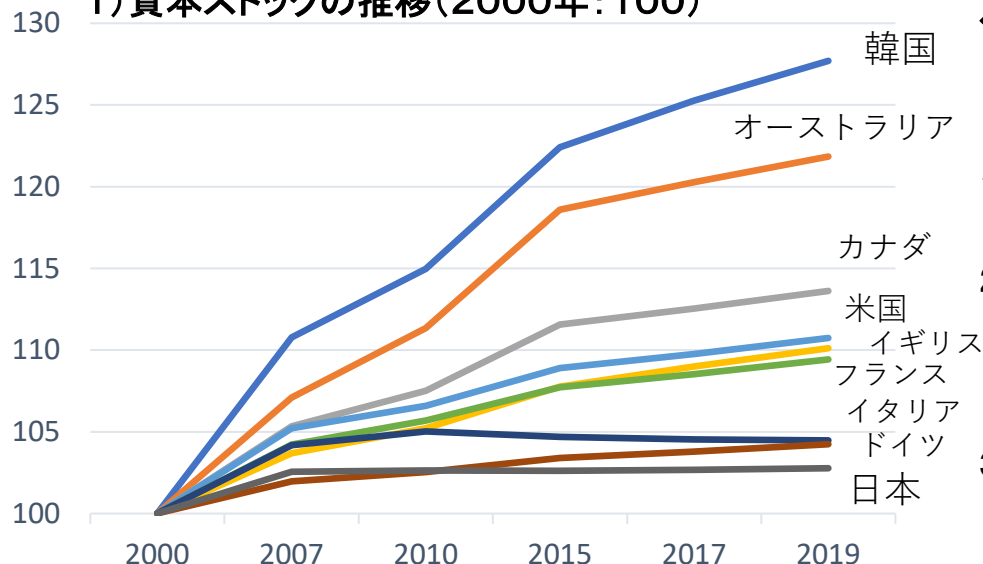
(参考) 1990年以前に設立の著名なIT企業

日本国内 順位	フォーブ ス順位	社名	設立年
2	27	ソフトバンク	1981

米国内 順位	フォーブ ス順位	社名	設立年
7	15	マイクロソフト	1975
3	6	アップル	1976
29	71	オラクル	1984
31	75	シスコ・システムズ	1984
37	92	デル・テクノロジーズ	1984
99	275	フィサーブ	1984

【データ5】米国等諸外国は、資本調達を伸ばして資本ストック型の経済成長を続ける。 日本は資本調達が不活発な中、資本ストックの蓄積が進まず、経済成長は長期低迷

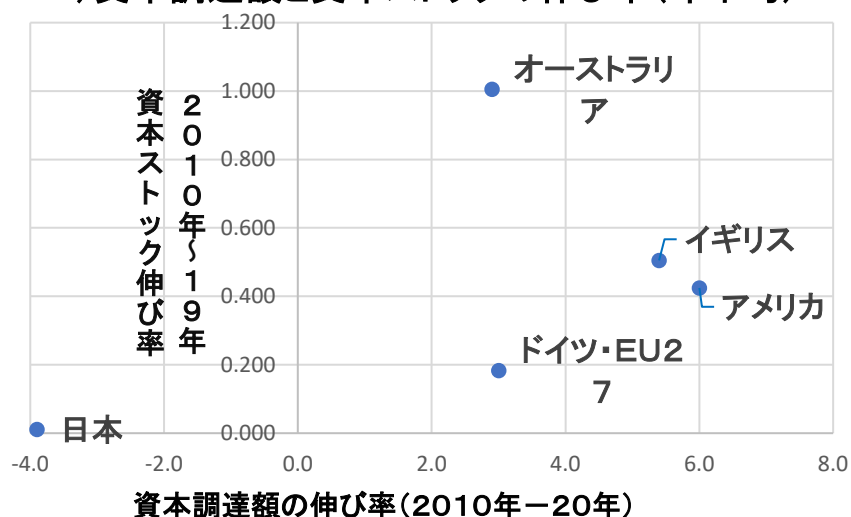
1) 資本ストックの推移(2000年:100)



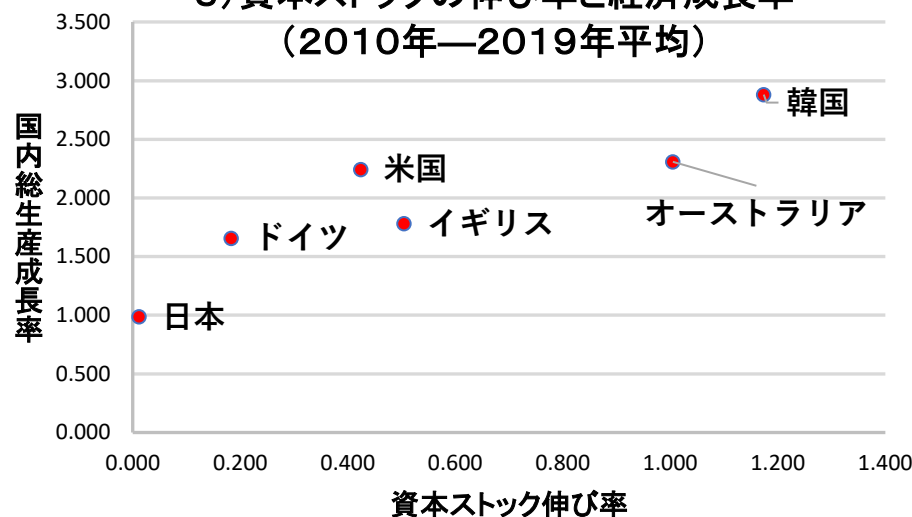
◇日本では、資本調達が不活発で資本ストックの蓄積が進まない。これが過去20年の経済成長の低迷の大きな要因。

- 1) 日本では、米国他の主要国と比べ長期間、設備、ITシステム等の資本ストックの蓄積が停滞している。
- 2) 成長投資の資金として最適である資本(エクイティ)の調達が活発な国ほど、資本ストックが増加している傾向がみられる。2010年から19年までの日本の資本調達は、-3.9%と減少傾向。資本ストックは0.11%とほとんど伸びていない。
- 3) このように資本ストックが伸びない日本では、経済成長率も0.99%。いずれも主要国の中で低位。

2) 資本調達額と資本ストックの伸び率(年平均)



3) 資本ストックの伸び率と経済成長率
(2010年—2019年平均)



◇本資料は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）のホームページで公表されている以下の論文・レポートの要点をまとめたものである。（5月10日掲載）（7月20日増補掲載）（11月1日一部改訂）（12月19日一部改訂）

- RIETI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」（2020年9月）

- RIETIスペシャルレポート

「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）の整備の方向性ー」（2021年9月1日改訂）

「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」（2022年2月17日改訂）

「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」（2022年2月17日）