

日本の企業成長を加速し経済停滞を打破する資本市場改革

—プライベート・エクイティ・マーケット（未上場株式市場）の発展による
成長企業のエクイティ・ファイナンス の抜本強化について—

2024年9月30日

経済産業研究所

田 所 創

目次

要旨	①～③
1. 米国等主要国の プライベート・エクイティ・マーケット (未上場株式市場)	1
2. 日本の未上場株式市場の現状	2
参考1 主要国の株式市場の構造の比較—日本だけ未上場株式市場が未発達	3
3. 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	4
参考2 米国企業の成長段階ごとの資本調達の増加と時価総額の拡大	5
参考3 日本企業の融資中心の資金調達、スタートアップの小規模なエクイティファイナンス	6
4. 企業主体の市場ベースのエクイティ・ファイナンス	7
5. 成長企業群の創出、企業間投資競争と創造的新陳代謝の促進による経済成長	8
6. 米国等主要国と日本のファイナンス政策と経済成長政策の方向性	9
参考4 米国と日本の株式市場の発展の経緯と構造変化	10
7. 主要国と比べてエクイティ・ファイナンスが大変困難な日本の株式会社	11
8. 未上場株式の発行募集・流通の規制—米国等主要国の改革の方向	14
9. 未上場株式の募集・勧誘の規制—米国等主要国と日本の比較	17
参考5 日本と主要国の規制の比較—少額公募、クラウドファンディング、私募の範囲	19
10. 未上場株式の投資家保護・公正取引確保の規制—米国と日本の比較	20
11. 日本のエクイティ主導の企業成長と経済成長を加速する資本市場改革 —日本のプライベート・エクイティ・マーケットの発展の方向性—	26
データ集	〈1〉～〈10〉

要旨

1. 未上場株式市場を発展させる米国その他の国々

米国をはじめ、英国、EU、中国、韓国などの国々では、資本市場改革を進め、プライベート・エクイティ・マーケット（未上場株式市場）を発展させている。未上場株式市場は、店頭市場、クラウドファンディング、マーケットプレイス、及び代替的証券取引所から構成される。これらの国々では、スタートアップや成長志向の中小企業（成長企業）が未上場株式市場で資本（エクイティ）を調達し、人材、設備、システムなどへの大胆な成長投資を繰り返すことにより、大企業やユニコーン企業に成長し、さらには上場してグローバル企業へと成長していく。

2. 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、資本市場改革が遅れており、未上場企業の発行募集、株式の流通、証券会社の投資勧誘などが厳しく規制されているため、未上場株式市場が未発達のままである。発行募集が不活発で、店頭市場では発行市場（プライマリー・マーケット）がほぼ未発達であり、流通市場（セカンダリー・マーケット）も発展していない。

その結果、日本の成長企業は、市場を通じたエクイティの調達が十分にできず、必要な成長投資の実行が他国の企業と比べて非常に困難な状況にある。

3. 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

米国などの主要国では、成長企業が主体的に、多数かつ多様な投資家からエクイティを調達し、大胆にイノベーションと成長投資を行う。人材、設備、システムに投資して、事業の成功見込みが高まると、市場での株価が上昇し、時価総額（＝投資家の資産額）が拡大し、これが次の資本調達額と成長投資の拡大へとつながる。この好循環で、企業成長が著しく加速される。こうして成長企業は、未上場株式市場で資金調達を繰り返し、時価総額を拡大させて大企業へ、ユニコーン企業へと成長し、十分に成長した後に上場し、グローバル企業を目指す

日本では、未上場株式市場が未発達で、この成長加速効果は生まれず、市場価格の上昇による時価総額の拡大＝投資家資産の拡大が起らず、中小企業が大企業に、スタートアップがユニコーン企業になるのは困難を極める。

4. 企業主体の市場ベースのエクイティ・ファイナンス

資本（エクイティ）は、企業のイノベーションと成長の最強の資金である。融資と異なり、返済義務がなく、利益が出たときにみに配当する成功時配当払いの資金である。このため、エクイティを活用すれば、挑戦が高く評価され、失敗も許容される。事業開始当初の赤字を乗り越えやすく、収益を蓄積してこれを再投資に回すことも可能である。

企業は、未上場株式市場で優れた事業計画を提示し、必要資金を株式として小口に分割し、多数の投資家から広く薄く資金を集め、資金を最大限に調達し、投資額を最大化することができる（市場ベースのエクイティ・ファイナンス）。企業経営者は、資金的な制約を設けず、革新的で大規模な事業を構想できる。

要旨(続き)

5. 成長企業群の創出、企業間の投資競争の促進、発展的・創造的な新陳代謝と持続的な経済成長

成長企業は、未上場株式市場で資金調達を繰り返し、時価総額を拡大させて、大企業へ、ユニコーン企業へ成長する。十分に成長した後に上場し、グローバル企業を目指す。この過程で、成長企業は他の多くの企業の成長を促進する。グローバル企業が一社登場すると、それに伴い多数の大企業や無数の中小企業が出現して、国全体の経済も成長する。

小規模な成長企業でも、市場で最大限エクイティを調達し、既存大企業を凌駕する規模で投資する。既存大企業も新規参入の脅威に対抗し積極的に投資する。企業間で激しい投資競争が生じ、国全体の成長投資と資本ストックが拡大する。

この過程で、成長企業への経営資源の移動や継承を伴う、発展的・創造的な新陳代謝が促進される。賃上げや利上げによって衰退企業やゾンビ企業に退出を求めるのではなく、人材の移動やM&Aなどを通じてレガシーを活かし、成長企業主導の業界・事業の再編が進み、経済・産業全体の再生と進化が実現される。

こうして、中長期的に国全体の資本ストックが質的・量的に増大し、個人資産も拡大し、経済成長が持続する。

6. 米国等主要国と日本のファイナンス政策と経済成長政策の変遷

米国などの主要国は、プライベート・エクイティ・マーケットを発展させ、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。米国を追いかけて、主要国では、金融仲介型金融システム（銀行型間接金融）から、エクイティを中心とするマーケット型金融システム（市場型直接金融）へのウエイトの移行を図っている。このため、資本市場、特に未上場株式市場の改革を継続している。日本では、銀行型間接金融中心の状況で、2000年代から、銀行へのリスク集中に対処すべく、市場型間接金融を推進する。この間、日本では、市場型直接金融はそれほど進展していない。

7. 市場からのエクイティの調達が非常に困難な日本の未上場企業

日本の未上場企業は、発行株式を購入する投資家を募集・勧誘する自由が著しく制限されている。未上場株式市場が未発達で、多くの成長企業がエクイティを十分に調達できず、むしろ必要な金額に全く届かないことが多い。融資限度額など資金的な制約が強い中で、起業家や経営者の自由な発想や事業意欲が抑制され、革新的で大規模な投資が行われず、既存事業の安定的な拡大にとどまる。地元の一般投資家（大企業、中小企業や個人投資家）の資産が直接、成長投資に活用されず、地域内でも、全国規模でも、成長企業と投資家の間で資金が十分に循環しない。

8. 未上場株式の発行募集・流通の規制—米国等主要国の改革の方向

証券取引の規制では、投資家保護と公正な取引のため、株式の公募をする企業に厳格な情報開示（完全開示：full disclosure）が義務付けられる。

米国などの主要国では、完全開示義務が免除される少額公募や適格投資家私募及び少人数私募の範囲を拡大し、企業の資金調達可能額を引き上げる。併せて、〈1〉募集額に応じて開示負担を調整する簡易開示（simplified disclosure）義務の導入、〈2〉証券会社による適正な仲介の強化（適合性原則・顧客の最善利益）と一般投資家（金融業以外の事業

要旨(続き)

会社や個人投資家(リテール顧客)の市場参加の拡大、〈3〉プラットフォームを活用した透明で効率的な市場取引の推進を図る。こうして、市場取引を盛んにし、未上場株式の流動性を高め、公正な市場価格の形成を促進し、投資家保護と公正取引を確保する。

こうして、調達コスト(Flotation Cost＝開示コスト＋証券会社の仲介手数料等)を、募集額・調達額に対して数%から10%程度にまで低減させ、投資家保護の強化と成長過程の企業のエクイティ調達の促進との適切なバランスを確保する。

9. 未上場株式の募集・勧誘の規制—米国等主要国と日本の比較

日本では、少額公募、少人数私募、適格投資家私募(特定投資家私募)の範囲が大変狭く、証券会社の顧客網も活用できず、企業の募集・勧誘が強く制約される。一般投資家は小規模なクラウドファンディングを除きほぼ排除されている。〈1〉少額公募の募集額上限が1億円未満、〈2〉クラウドファンディングは、募集額1億円未満、特定投資家以外の投資家の投資額は1年間に1社50万円以下、〈3〉少人数私募では3か月間の勧誘先の数を49名以下で、インターネット等での勧誘もできない。〈4〉適格投資家(日本では特定投資家)の資格が米国等主要国と比べて狭く、個人では、超富裕層や、一定の資産を持ち、金融投資の専門知識・経験等のある特定の資格を有する者に限られる。

10. 未上場株式の保護・公正取引確保の規制—米国と日本の比較

米国の少額公募や私募では、簡易開示(Simplified disclosure)として、募集額に応じて簡易開示資料の様式を定め、記載・内容を段階的に重点化する。財務諸表では、会計基準を柔軟にし、保証等の方法を、オーディット(監査)、レビュー(部分保証)、コンピレーション(作成・調整)と簡素化する。日本の少額公募、少人数私募には開示義務が一切ない。

シードやアーリー期の企業への投資では、事業性を評価できる事業法人やエンジェル投資家、経営者、ビジネスマンなどの個人投資家が主要な役割を果たす。機関投資家やプロの投資家は主にグロース段階で多額の資金を投じる。

米国、英国、EUでは、証券会社の営業行為を適合性原則等で規制し、投資家を保護してきた。近年、顧客の最善利益の原則を定め、リテール顧客の保護を強化し、未上場株式を含む多様な金融商品への投資拡大を図る。日本でもリテール顧客の保護の強化を図るが、未上場株式は事実上リテール顧客の投資の対象外とされている。

米国等主要国では、証券会社がプラットフォームを少額公募、私募、転売、株式の買い集め(テンダーオファー)等の取引に積極的に活用する。日本では、PTSの認可範囲が広く、プラットフォームの活用はクラウドファンディングまでにとどまる。ようやく、2024年の金商法の改正で、一定の売買高に達しないプラットフォームは認可不要となったところ。

11. プライベート・エクイティ・マーケットを発展させて、エクイティ主導の企業成長と経済成長を推進する

プライベート・エクイティ・マーケットが未発達な日本は、主要国と比較して、成長企業の資本調達額が少なく、企業が大きく成長しにくい状況にある。このため、国全体の資本ストックも伸び悩み、経済も低迷している。日本も、エクイティ主導の企業成長と経済成長を推進するため、企業主体の市場ベースのエクイティファイナンスを促進すべきである。

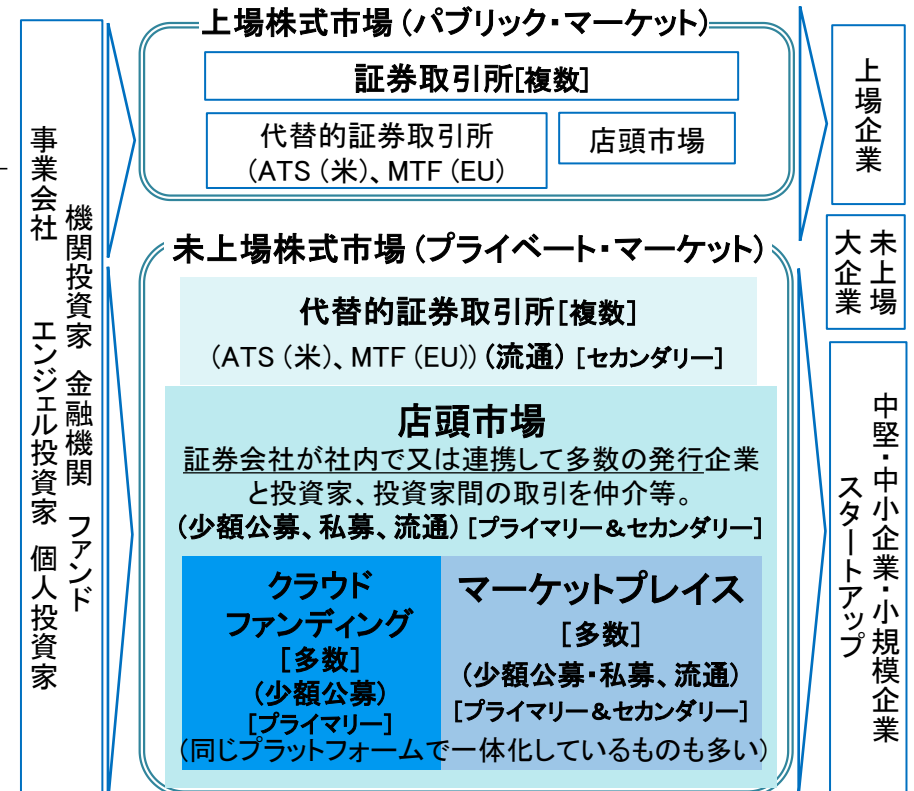
1. 米国等主要国の プライベート・エクイティ・マーケット (未上場株式市場)

◇米国をはじめ英国、EU、中国、韓国などの国々では、資本市場改革を進め、プライベート・エクイティ・マーケット (未上場株式市場) を発展させている。*1

- ・ 米国では経済発展のため歴史的に資本市場改革を継続する
1970年代に中小企業のエクイティ・ファイナンスを促進するため
全米での少額公募や適格投資家私募、少人数私募を制度化。各州の店頭市場 (公募市場) から州際店頭市場 (私募市場) が発展。
1990年代に、ITを活用した取引の効率化・透明化の下、投資銀行等による株式の分売や買い集め等を制度化し流通市場を発展させる。
2012年のJOBS Actで、全米レベルで一般投資家 *2の投資機会を拡大 (州際クラウド・ファンディングの創設、少額公募の上限拡大等)。
- ・ 米国では、これらの結果、以下のような市場が発展した。
 - **店頭市場** (1970年代～): 証券会社の社内や各社連携の仲介で、多数の発行企業、投資家で取引。各州を超えて全米まで発展。
 - **代替的証券取引所**: 店頭市場を証券業協会等が組織化した取引所類似の市場 (店頭登録市場)。証券会社が開設する私設取引システムが1990年代に登場。銘柄を登録し、電子市場取引システムで需給を集約・調整・価格決定。 *3
 - **マーケットプレイス** (2000年代～): 証券会社等が設置し、多数の発行企業、投資家で未上場株式を市場取引するプラットフォーム。
 - **クラウドファンディング** (2010年代～): 企業が多数の投資家を公募して直接小口でエクイティを調達するプラットフォーム。
- ・ 英国、EU諸国、中国、韓国等の主要国も、米国を追い駆け、2000年代に同様の市場を発展させる。【参考1】

【米国等主要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)



※ 店頭市場には、証券会社の仲介のない企業、投資家の直接取引も含む。

◇スタートアップや成長志向の中小企業が市場で資本調達 (エクイティ・ファイナンス) を繰り返し、大胆に成長投資をして、ユニコーン企業や大企業に成長し、上場してグローバル企業に発展する。

*1 「未上場株式」を、日本の金融関係者は「非上場株式」、かつては「未上場・未登録株式」という。一般的には「未公開株式」と呼ぶことが多い。
*2 機関投資家、金融機関、ファンド、証券会社、プロの法人・個人の投資家以外の投資家をいう。*3 代替的証券取引所は、米国ではATS、英国・EUではMTF、日本ではPTSという。発行企業が店頭市場で私募を行い、投資家が代替的証券取引所で転売することでプライマリー市場の機能も果たす。

2. 日本の未上場株式市場の現状

◇主要国で唯一日本だけ、資本市場改革に遅れ、未上場企業の発行募集と株式の流通、証券会社の投資勧誘を厳しく規制しているため、未上場株式市場は未発達のままにある。

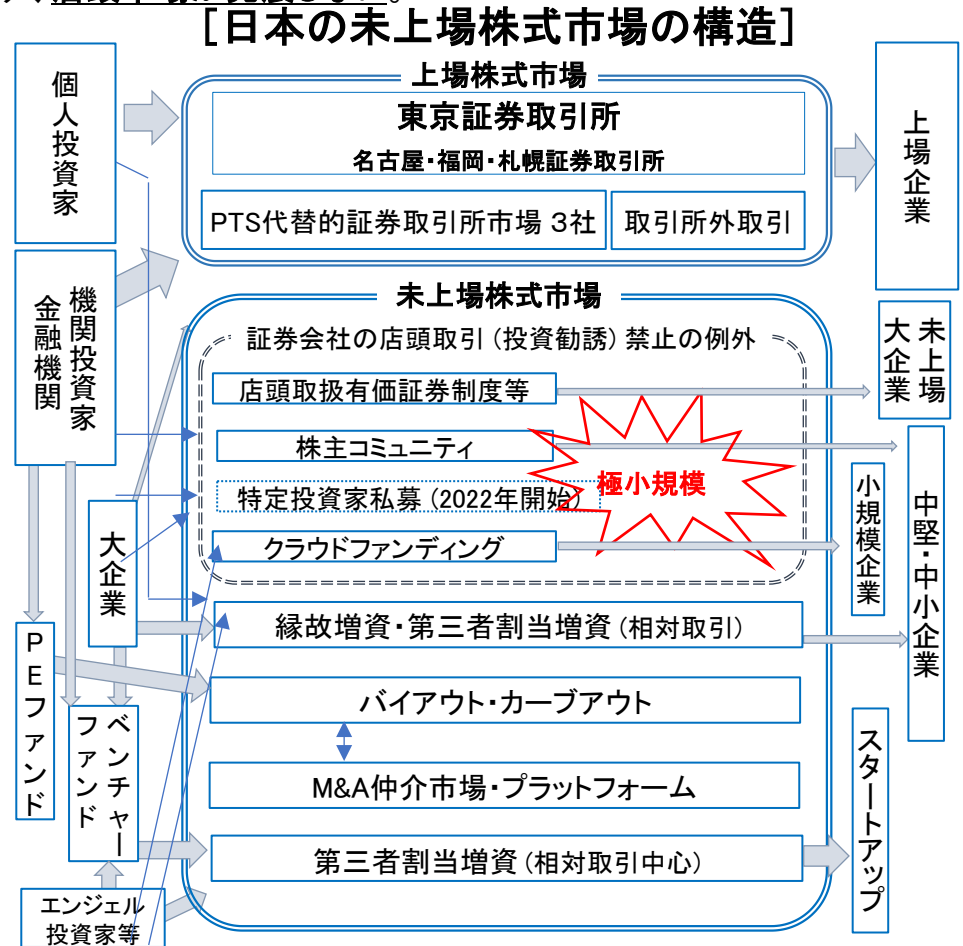
- ・日本では、少額公募*1や少人数私募、適格投資家私募の制約が厳しい中、証券会社（第1種金融商品取引業者(金商業者)等)の投資勧誘がほぼ禁止され、顧客網への仲介が行われず、店頭市場が発展しない。
- ・未上場企業のエクイティ・ファイナンスは、ほぼ発行企業自らの募集*2による。取引先大企業等やファンドへの勧誘など、少人数私募を活用した相対取引を行う。*3
- ・一方、M&Aとその仲介は仲介業者により盛んに行われている。M&A仲介のプラットフォームも多数ある。

◇発行募集が全く不活発で、店頭市場では、発行市場（プライマリー市場）が未発達で、流通市場（セカンダリー市場）も発達せず。

- ・発行市場（**プライマリー市場**）は、極小規模なクラウドファンディングを除きほぼ未発達。よって、流通市場（**セカンダリー市場**）の発展も困難。PTS代替的証券取引所もマーケットプレイスも存在しない。
- ・ジャスダックが証券取引所に格上げされた2002年以降、未上場株式の代替的証券取引所は存在しない。流通市場での電子市場取引システムやオンライン・プラットフォームでの市場取引もPTSの認可で規制されている。

⇒ 日本の成長企業はエクイティ・ファイナンスが十分にできず、エクイティの調達が少ない。

- ・人材、設備、システムへの投資（成長投資）が、米国等の国々の企業と比べて非常に難しい状況にある。【データ1～8】



*1 少額公募は、small public offering の訳。小規模公募ともいう。*2 一般に、「募集」は「公募」と「私募」に分かれ、発行企業による発行株式の公募又は私募と、投資家が株式を転売する公募又は私募がある。日本の金融商品取引法（金商法）等では、発行株式の公募を「募集」、発行株式の私募を「私募」、転売の公募を「売出し」、転売の私募を「私売出し」と区別する。*3 諸外国では、通常、証券会社が少額公募や私募を取り扱い、仲介等を行う。

【参考1】主要国の株式市場の構造の比較—日本だけ未上場株式市場が発達

◇米国では、スタートアップや成長志向の中小企業（成長企業）が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、韓国等の主要国も、プラットフォーム等を圧搾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

○パブリック・エクイティ・マーケット（上場株式市場）（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代替的取引所（33市場）

○プライベート・エクイティ・マーケット（未上場株式市場）

ATS代替的証券取引所：11市場 OTC Markets, Global OTC, NPM, Forge, Securitize, tZERO, CARTAX etc. * 1

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（全米店頭市場）
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3社）
（Japanext PTS, Chi-X Japan, Cboe Japan）

○未上場株式市場

株主コミュニティ（41銘柄）（2022年）

クラウドファンディング（運営会社5社）
（2022年の募集成立案件77件）

極小規模

M&A仲介市場

縁故増資、第三者割当増資

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代替的証券取引所
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

代替的証券取引所
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

代替的証券取引所
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）

代替的証券取引所
K-OTC（133）
（K-OTCBB, K-OTC Market）
K-OTC PRO

PE
市場

少額公募市場
クラウドファンディング（多数）

* 1 NPM, Forge, Securitize, tZERO, CARTAX等は従業員株式の転売・買集め等が盛んなマーケットプレイス（セカンダリー・マーケット）がATSの登録を得たもの。3

3. 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

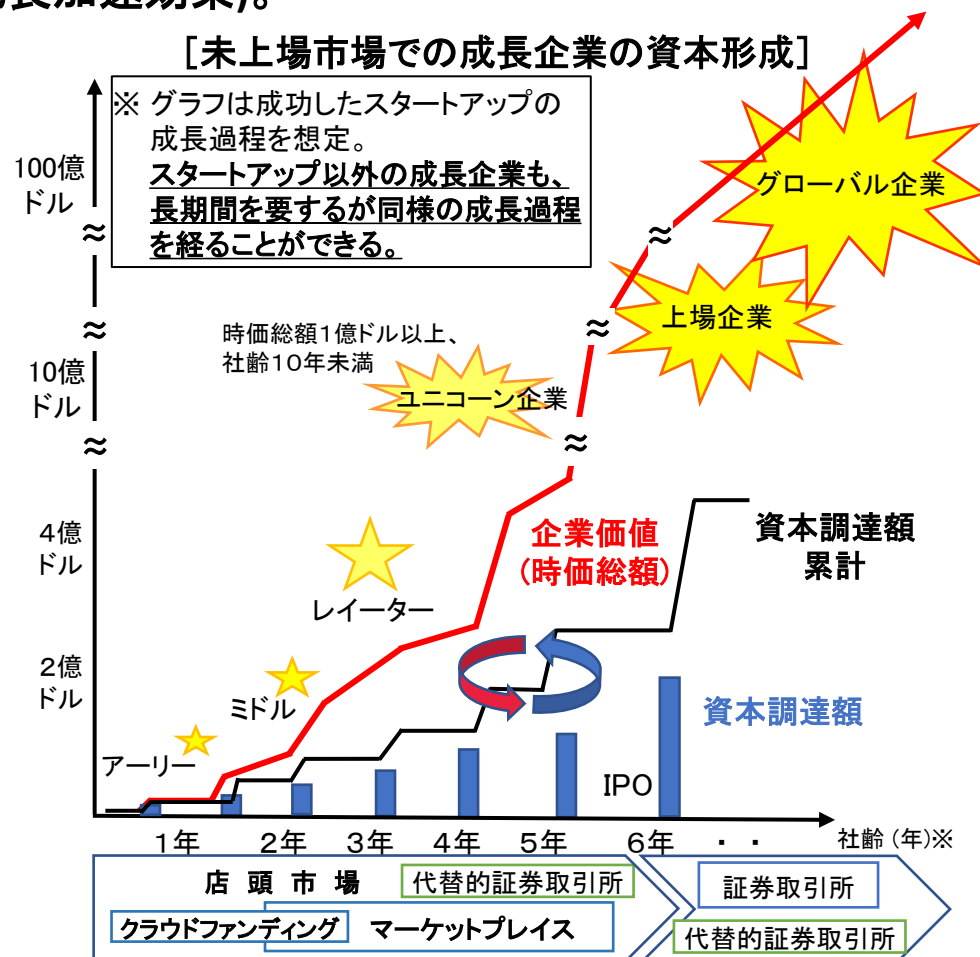
◇米国などの主要国においては、未上場株式市場で、成長企業が自ら主体的に、多数・多様な投資家から資本(エクイティ)を繰り返し調達し、大胆にイノベーションと成長投資を実行する。

◇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。これが企業の成長を著しく加速する(成長加速効果)。

- ・ 米国等主要国の成長企業*1は、市場で、証券会社を通じた少額公募や私募により、多くの投資家から多額のエクイティ・ファイナンス(調達ラウンド)を繰り返し(プライマリー市場)、設備、ITシステム、人材、R&Dに成長投資をする。
- ・ 市場で、個人の一般投資家を含む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(セカンダリー市場)。
- ・ 市場で、企業がエクイティを調達し、成長投資をして、事業の成功見込みが高まると、株価が上昇し、時価総額=投資家の資産額が拡大。これが次の資本調達額と成長投資を拡大させる。この資本調達額の増加と投資家の資産拡大の好循環が、企業の成長を著しく加速する。

◇米国などの国々では成長企業が未上場市場で成長を加速して、大企業やユニコーン企業*2へと発展する。十分に成長してから上場し、グローバル企業を目指す。【参考2】

◇日本では、未上場株式市場が未発達で、成長加速効果が発揮されない。【参考3】
中小企業が大企業に、スタートアップがユニコーン企業になるのは困難を極める。

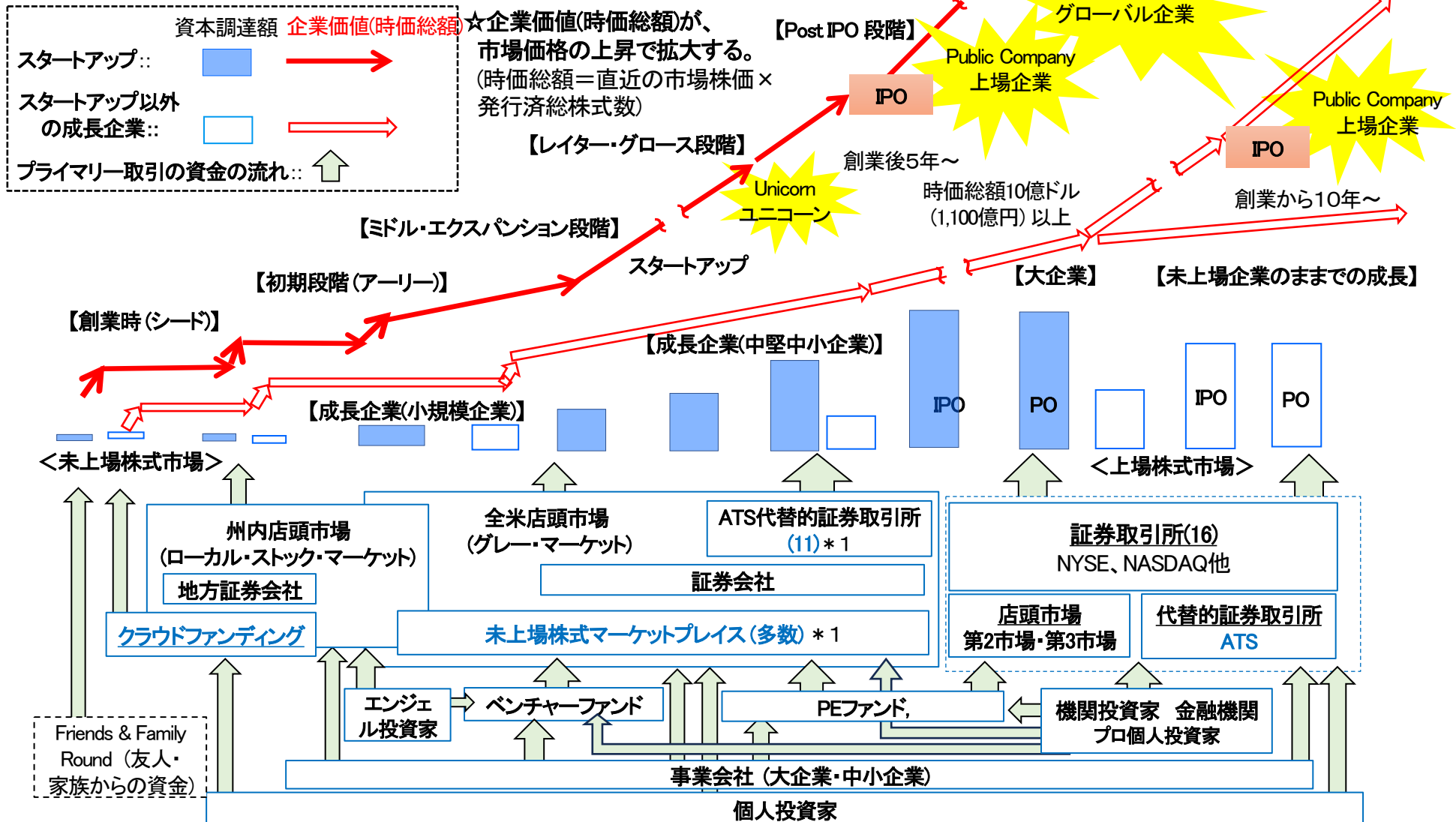


*1 「成長企業 (Growth companies)」とは、スタートアップ(Startups)と成長志向の中小企業(Growth-oriented SMEs)等をいう。

*2 「ユニコーン企業とは、設立後10年以内で時価総額10億ドル超の未上場企業とされる。

【参考2】米国企業の成長段階ごとの資本調達増加と時価総額の拡大

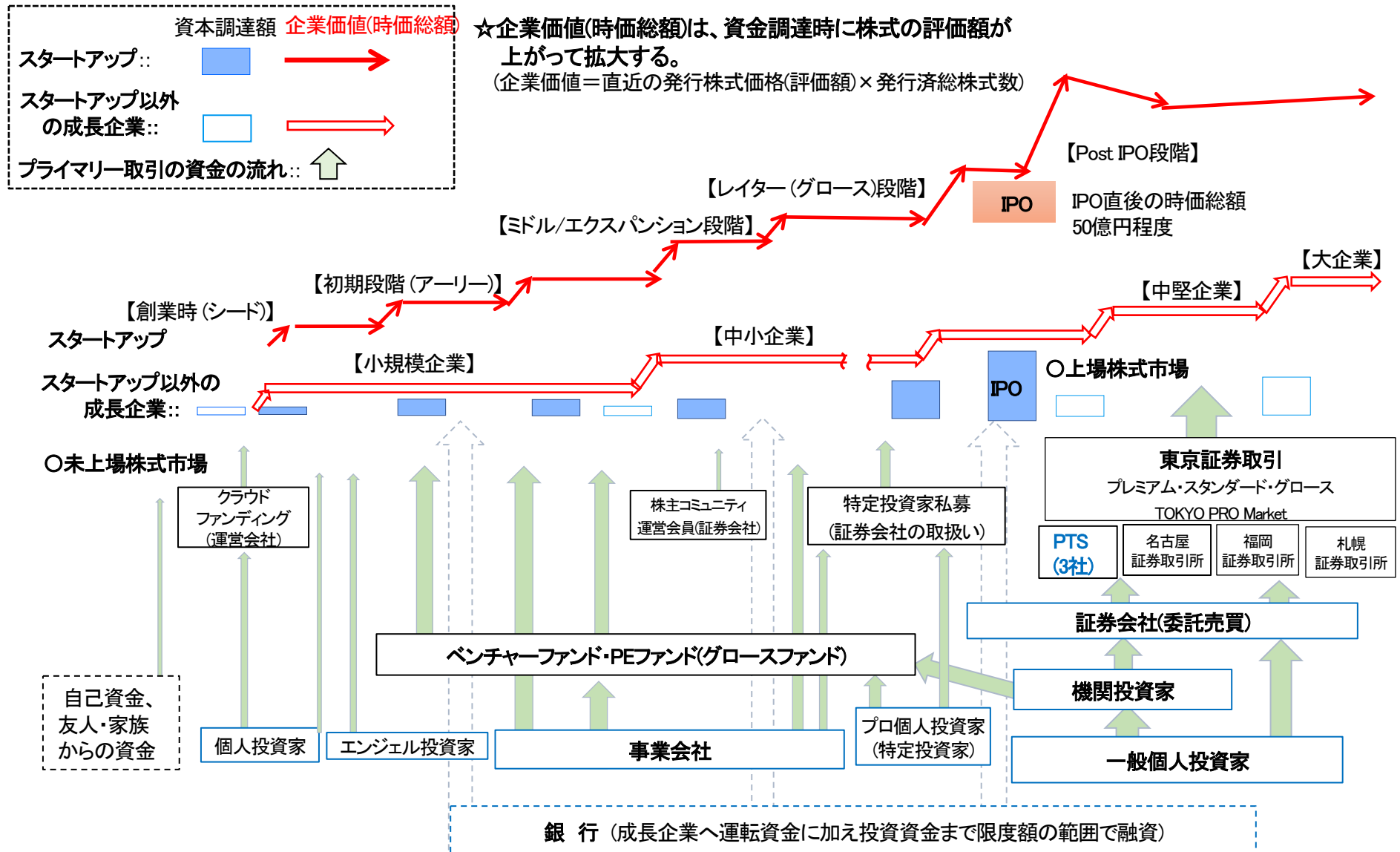
◇米国の成長企業は、募集額の段階ごとに整備されたプライベート・エクイティ・マーケットで資本調達を繰り返して十分に成長してからIPOをして上場する。



*1 ATSなどの流通市場(セカンダリー市場)では、自社株買いによる投資家還元と資本政策に加え、投資銀行等による発行株式の引き受けと分売や、経営者株式の売却・換金と発行株式の購入、買い集めた自社株の価格上昇後の再販売等による資金調達(セカンダリー・ラウンド)等も行われる。

【参考3】日本企業の融資中心の資金調達、スタートアップの小規模なエクイティファイナンス

◇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。



4. 企業主体の市場ベースのエクイティ・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。

エクイティは、返済不要・成功時配当払い。このため、

- ・ 事業開始当初の赤字を乗り越えやすく、収益を蓄積して、これを再投資することもできる。社債、融資と比べ、リスクのある成長投資の資金として最適なもの。
- ・ 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。
- ・ 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。
- ・ 分割して小口化できるため、資力の大きい一般投資家でも購入可能となり、多数の投資家から小口で多額の資金を集められる。転売可能なため、投資家間での売買・換金により、投資家のリスクを軽減し、企業のエクイティ調達を促進する。

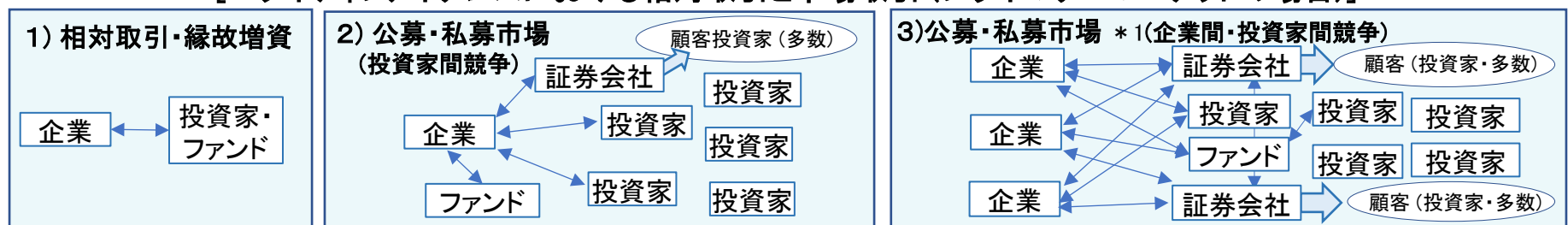
◇市場ベースのエクイティ・ファイナンスによって成長企業は資本調達額と投資額を最大化できる。

- ・ 仲介がなく、1対1の相対取引では、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。
- ・ 市場取引では、広く多数・多様な投資家に同一の募集条件（株種、株価、募集額等）を提示して勧誘するので、投資家間の競争の中、企業が主体的に多額のエクイティを集めることができる（市場ベースのエクイティ・ファイナンス）。
- ・ 証券会社の顧客網やインターネットを活用して、機関投資家、金融機関、ファンド、事業会社、個人投資家など 広範囲の多様な投資家に募集・勧誘することが、企業が成長投資のため必要な最大限の資金を調達する可能性を高める。

⇒企業経営者は、資金的な制約なしに革新的で大規模な事業を構想し、その実現を目指す。

- ・ 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られる。このため、経営者は、銀行の借入れ限度額などの資金的制約を設けず、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。

[エクイティファイナンスにおける相対取引と市場取引（プライマリーマーケットの場合）]



* 1 実際、諸外国で株式を公募又は私募で販売するときは、通常、証券会社が仲介するため、公募・私募市場は、店頭市場とほぼ同じ意味となる。一方、クラウドファンディング、マーケットプレイスでは、証券会社が提供したプラットフォームで企業と投資家、投資家間で直接取引している。

5. 成長企業群の創出、企業間投資競争と創造的新陳代謝の促進による経済成長

◇市場ベースのエクイティ・ファイナンスでは、革新的な成長企業が他の多数の企業を引き連れて大きく成長する。既存企業を含む企業間の投資競争を促進し、国全体の成長投資を増大させ、発展的・創造的な新陳代謝を活発にして、国際競争力を強化する。

〈1〉スタートアップなどの成長企業がグローバル企業となると、それに伴い多数の大企業や中小企業が成長して、国全体の経済も成長する。

〈2〉成長企業の投資が既存大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。

- ・ 小規模な成長企業であっても、最大限のエクイティを調達し、既存大企業を凌駕する規模の投資を実行できる。すると、既存大企業も新規参入の脅威を受けて、積極的に先行投資や対抗投資を行う。

⇒企業間で激しい成長投資競争が生じ、国全体の設備、人材、システム投資が拡大する。銀行融資の限度内での成長投資中心では、小規模な企業の乱立を招き、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〉人材・資本の移動を通じて、成長企業主導の発展的・創造的な新陳代謝を促進する（創造的破壊のプロセス）。

- ・ 賃上げや利上げによって衰退企業やゾンビ企業に退出を迫るよりも、むしろ、新興企業が急成長することで、人材が移動し、M&Aや株式の流通により経営資源が移動し、継承されて、企業のレガシーを活かした新陳代謝が進む。
- ・ こうした成長企業主導による事業・業界の再編が、経済・産業全体の再生と進化を実現する。

◇市場ベースのエクイティファイナンスによる企業成長を通じ、国全体の資本ストックが拡大、個人資産も拡大し、供給側・需要側の両面から経済が持続的に成長する。

- ・ 国の経済成長は、企業の成長投資による資本ストック（設備・ITシステムなど）の拡大によって促進される。エクイティファイナンスの活用が、企業のイノベーションと成長投資を加速し、資本ストック型・個人資産型の経済成長を牽引する（エクイティ主導のイノベーションと経済成長）。
- ・ 資本市場が有効に機能し、成長企業が次々に現れ、大企業やユニコーン企業、さらにはグローバル企業に発展する中で、国全体の成長投資が持続的に増加し、中長期的に経済が成長する。
- ・ 成功見込みが高まった企業の未上場株式は、市場で株価の上昇する、収益性の高い、有望な投資対象となる。企業の成長と時価総額の拡大で資産効果が発生し、個人資産と所得が増え、個人消費と投資が拡大し、経済が成長する。

6. 米国等主要国と日本のファイナンス政策と経済成長政策の方向性

◇米国では、資本市場改革を継続し、プライベート・エクイティ・マーケットを発展させて、エクイティ主導のイノベーションと経済成長 (Equity-fueling innovation & Economic growth)を推進する。

- ・米国では、歴史的に、資本市場改革を継続し、簡易開示と証券会社の仲介（店頭取引）のもと、投資家保護を強化しつつ、少額公募や少人数私募、適格投資家私募の範囲を広げ、成長過程の企業のエクイティ調達を拡大する。【参考4】
- ・1970年代後半から、レギュレーションDとレグA*1を定め、各州の少額公募と少人数私募に加えて、州際私募(ルール506)、少額公募(ルール504、レグA)を盛んにして、州レベルから全米までに構築した未上場株式の店頭市場を発展させる。
- ・1990年代から、私募転売を強化し(ルール144 144A)、未上場株式の流通市場の流動性を高める。ITを活用し、一般投資家も参加するATS代替的証券取引所を整備する。適格投資家私募や私募転売を行うマーケットプレイスも発展する。
- ・2012年 JOBS Act では、一般投資家の市場参加を拡充するため、クラウドファンディングを創設し、小規模公募（レグA+*2）や私募を拡充。マーケットプレイスの発展が促進され、少額公募や適格投資家私募に加え、従業員等の株式の換金・流通やセカンダリーラウンドを行うセカンダリーマーケットに進化した。

◇米国を追い駆けて、主要国では、銀行型金融システム中心から、市場型金融システム へのウエイトの移行を図り、資本市場改革、特に、未上場株式市場の発展促進を継続する。

- ・英国は、ビックバン以降、市場型金融システム (Market-based finance) の強化図り、中小企業の資金調達環境の改善のため、クラウドファンディングやマーケットプレイスの発展を促進する。
- ・EUでは、同様に2008年の金融危機以降、経済成長と経済システムの強靱性強化、特に、中小企業の資本調達等拡充のため市場型金融システムの発展を図る(2004年に金融商品市場指令 (MiFID I) 制定、2015年に欧州資本同盟を開始)。
- ・中国でも、米国型の多層的な資本市場構造を目指して、未上場株式市場を整備する。

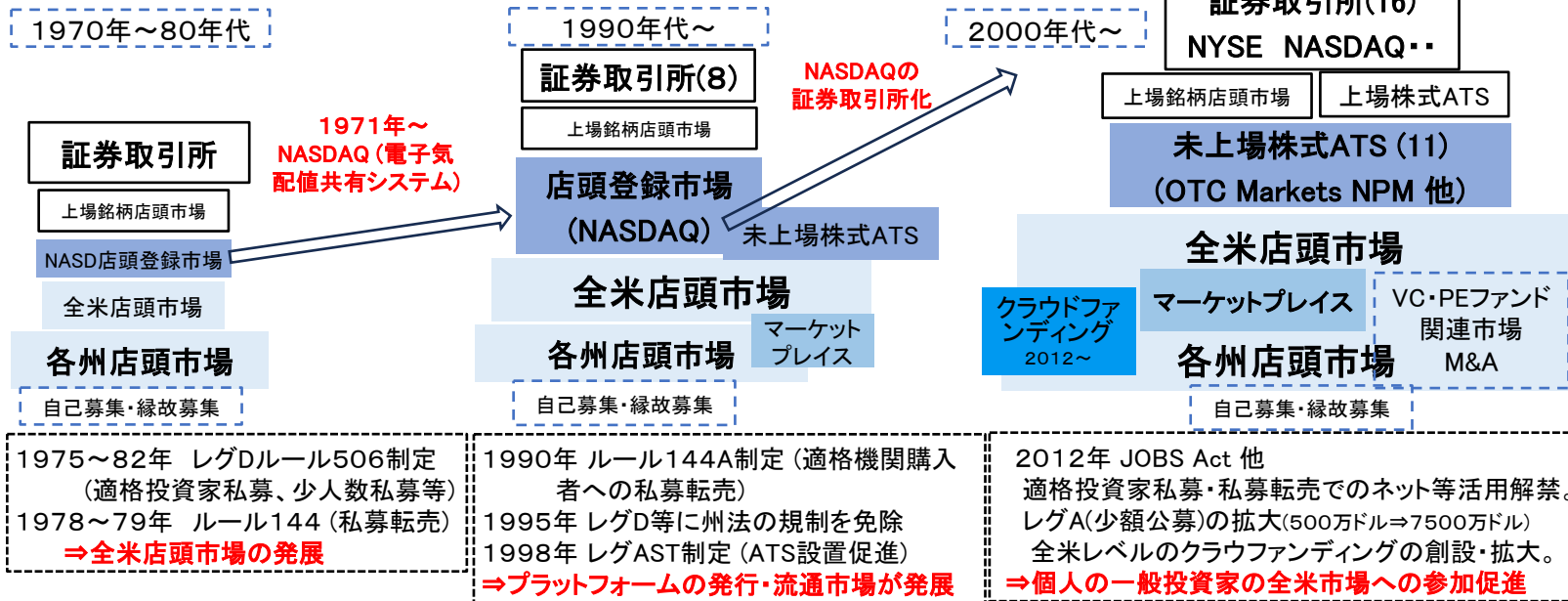
◇日本では、1970年代から未上場株式の店頭市場が消滅し 銀行型金融中心の状況で、2000年代から市場型間接金融を推進。この間、市場型直接金融はあまり進展しない。

- ・1970年後半から証券会社の未上場株式の投資勧誘を禁止し店頭市場が消滅。少額公募の上限額を1億円に据え置く(1988年に5億円に引き上げたが1998年に1億円に戻す)。この間、店頭登録市場もなくなり、2017年から、株式投資型クラウドファンディングが小規模な案件で活用されている程度で、市場型直接金融はそれほど発展していない。【参考4】
- ・1990年代のバブル崩壊以降、銀行型間接金融のウエイトが高い状況を改善し、銀行システムのリスクを分散するため、市場型間接金融として、貸付債権の証券化、投資信託、シンジケートローンなどの普及が図られた。

*1 SECのレギュレーションをレグと略すことも多い。*2 500万ドルから拡大したレグAはレグA+やミニIPOと呼ばれる。

【参考4】米国と日本の株式市場の発展の経緯と構造変化

【米国】



米国の少額公募の上限拡大

1960年代: 30万ドル (現在の物価水準で約300万ドル)、

1972年: 50万ドル、

1978年: 200万ドル、

1992年: 500万ドル (同1,100万ドル)。

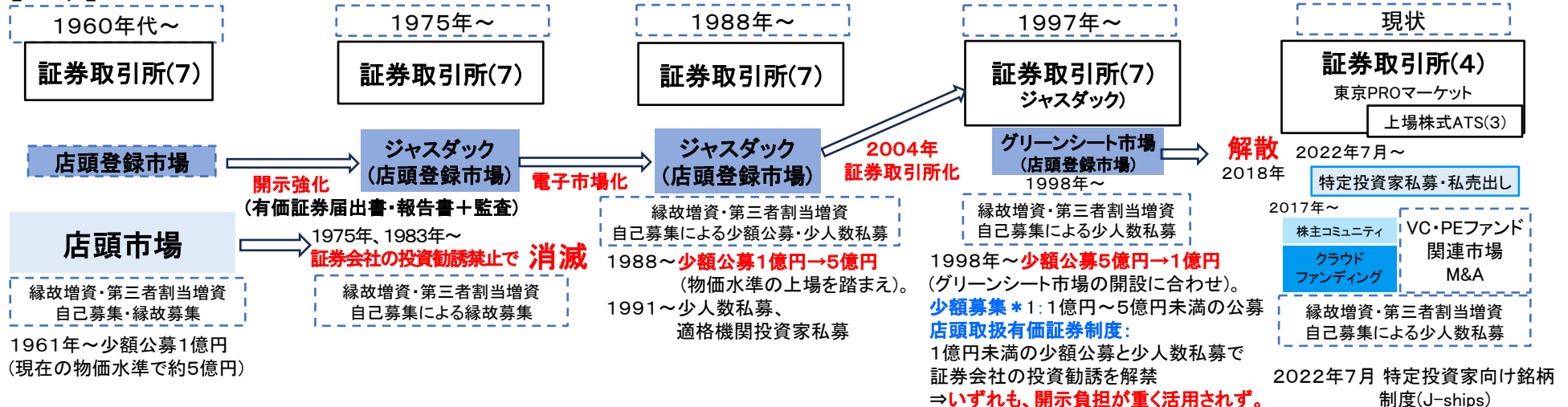
2012年: 5,000万ドル

2020年: 7,500万ドル (約106億円)。

(※1ドル=141円)

日本では、少額公募の上限(免除基準額)を半世紀以上1億円未満にする (1988年から1998年までは5億円)。

【日本】



* 1「少額募集」は、少額公募と異なり、有価証券届出書の記載の一部省略を認めるが、毎年度の有価証券報告書と臨時報告書は同じ、店頭取扱有価証券制度では**会社内容説明書**(有価証券報告書並みの内容)の説明義務が課される。いづれも、監査証明書も求められ、開示費用の負担が重い。

7. 主要国と比べエクイティ・ファイナンスが大変困難な日本の株式会社

◇日本の未上場企業は、発行株式を購入する投資家を募集・勧誘することが厳しく規制される。証券会社に顧客網への仲介を頼めず、店頭市場も未発達。狭い範囲で自ら募集する。

- ・ 日本では、金商法の規制で、米国等主要国と比べて未上場企業が投資家を募集・勧誘できる範囲が非常に狭い。(→8.)
 - － 少額公募の募集額は1億円未満、少人数私募の勧誘先は3か月間に最大49名。適格投資家私募では、適格投資家（適格機関投資家及び特定投資家）の要件が厳しく、これを満たす中小企業や個人投資家は非常に少ない。(金商法第2条第3項、第4項、第4条第1項など)
 - － 証券会社は、1970年代後半から少額公募や少人数私募で一般投資家に投資勧誘することが原則禁止されている。例外として投資勧誘を行うときも、発行企業に有価証券報告書並みの開示資料の作成が求められるため、事実上禁止されている。
- ・ 多くの企業は、募集条件の公表もできず、少人数私募の範囲で自力で個別に交渉して投資勧誘する。

◇プライベート・エクイティ・マーケットが未発達な日本では、ベンチャーファンド(VCファンド)やPEファンド(プライベート・エクイティ・ファンド)が米国等と比べて小規模である。【データ3】

- ・ その要因として以下が考えられる。
 - － 日本では、ベンチャーキャピタル(VC)や投資会社が第2種金融商品取引業者*1として、購入先500名未満の少人数私募を通じて、自力で、機関投資家を中心に主に既存の関係先投資家から資金調達を行っている。証券会社は、募集の取扱いと仲介はほぼ行っていない。一方、米国では、プライベート・プレイスメント・エージェントと呼ばれる証券会社の支援を受けてレギュレーションDの私募などを実施し、店頭市場で多数の投資家から資金を調達することができる。
 - － 日本では、会社型ではなく、組合型が主流で、存続期間は10年程度とされるため、ファンドの組成と運用コストが高く、目標パフォーマンスも高まる。未上場株式市場がほぼ未発達なため、投資先の株式を転売することが難しく、存続期間中にIPOやM&Aを図る必要があるため、ファンド投資のリスクが高くなる。
 - － 未上場株式市場が未発達なため、ファンドの投資先企業の企業価値を市場価格に基づき算定することができない。そのため、ファンド自体も評価が困難で、生命保険基金等をはじめ機関投資家にとって、投資リスクが高くなる。

⇒ 日本の未上場企業は、発行募集の際、ファンドや事業会社等を自力で個別に勧誘する。相対取引で投資家側の優位性が高まる中、調達目標額の達成が非常に困難となっている。

*1 適格機関等特例業務として、適格機関投資家と49名以下の一定投資判断能力を有する適格機関投資家以外の投資家の者を私募の対象とする場合は、第2種金商法の登録を要しない。

7. 主要国と比べエクイティ・ファイナンスが大変困難な日本の株式会社（続き）

◇未上場株式市場が未発達で、多くの成長企業が必要な額のエクイティを調達できない。

- ・ スタートアップはエクイティの調達が難しく、ベンチャーファンドに依存せざるを得ない。資金不足で成長不十分な段階で上場を急ぎ、時価総額が50億円を下回るような小規模なときにIPOを行って（スモールIPO）、上場後の成長も停滞することが多い。
- ・ ファンドの支援を得られないスタートアップの多くは事業を断念し、成長企業の多くは銀行融資の範囲内の投資にとどまる。

◇未上場株式の転売市場がほとんどなく、縁故増資や第三者割当増資に応じて購入した株式も転売できない。未上場株式の投資リスクを高め、企業の発行募集による資金調達をより困難にしている。

- ・ 日本では、未公開株式は、上場するまでは転売がほとんどできないものとされている。
- ・ クラウドファンディングでアーリー段階に少額公募して小口で多数の個人の一般投資家から資金を調達し、ミドル・グロース段階で機関投資家が一般投資家からセカンダリー市場で買い集め、値上がり後に転売する等の取引も実施できない。

⇒日本の成長企業のエクイティ調達は米国と比べても極めて小規模となっている。企業成長が低迷し、経済の成長も停滞する。（→データ集）

◇日本の成長企業の経営者は、市場でエクイティを集めて最大限投資するダイナミックな事業展開が困難な状況にある。

- ・ 成長企業が優れた事業計画を策定しても、エクイティに必要な金額まで調達できない。むしろ全く不足して、事業を断念する。
- ・ 現状、事業を企画するときは、日本では、数千万円～数億程度の銀行融資の限度額を想定。一方、米国等では、創業時に数億から数十億、その後、数百億円規模の市場からのエクイティ・ファイナンスを想定する。
- ・ 一方、低金利化、金余りという割れる状況で、融資限度においては、リスク&リターンの評価を超えて融資を受けられる傾向があり、大胆な投資を計画する前に、融資限度の範囲内での事業展開に向かう誘因が働いている。^{*1}
- ・ 多くの企業経営者は、銀行融資中心の資金調達に慣れきって、エクイティを活用した大胆な事業推進の経験を失っている。事業開始時に集中的に投資し、赤字期間を経て大きな利益を得る事業計画の策定が難しくなっている。

⇒融資限度額の中で起業家・経営者の自由な発想や事業意欲が抑制され、小規模な参入や既存事業の安定的な拡大となり、革新的で大規模な投資が減って、経済の停滞感を高めている。

*1 大和総研「失われた20年～資本市場停滞の要因⑤金融機関が引き起こした影響～定説なリスク・リターン関係の喪失」(2012)。

7. 主要国と比べエクイティ・ファイナンスが大変困難な日本の株式会社（続き）

◇日本では、証券会社が未上場株式の一般投資家への仲介をほとんど行わない。諸外国では、通常、資金調達の効率性や適切な投資家の選定、発行企業の法令順守と投資家の保護の観点から、証券会社が顧客網を活用して少額公募や少人数私募、投資家の転売を取り扱う。

- ・ 諸外国では、ライセンスを有する証券会社が発行企業と顧客投資家のため未上場株式の効率的で公正な取引を実現する。
- ・ 日本では、成長企業の資金調達手段として、証券会社の未公開株式の投資勧誘や仲介（少額公募の取り扱い）が、戦後の一時期盛んであったが、1970年代後半以降は（実質的に）禁止されている。
- ・ 現状、日本の未上場企業は、少人数私募の自己募集を行う。勧誘先が3か月以内に50名未満に制限されており、発行企業は事業計画の発信・PR活動の一環として、飛び込み営業や人脈を活用した個別訪問、説明会での発表などを行っている。

◇日本の事業会社（大企業・中小企業）は、未上場企業への投資機会が乏しい。個人一般投資家（リテール顧客）は株式投資型クラウドファンディング以外はほぼ投資機会がない。（→9.）

- ・ 未上場株式市場が未発達な日本では、内部留保を持つ大企業や中小企業、オーナー経営者等は、発行企業の自己募集程度で、成長企業の増資案件の勧誘を受ける機会が少ない。一方、M&A案件は仲介業者等から多数紹介される。

◇スタートアップはVCが集積する東京に集中し、投資家の資金はVCファンドを通じて東京で循環している。地域の投資能力を持つ一般投資家の資金が地元の未上場企業に向かわず、地方でも全国でも、成長企業と幅広い投資家との間で資金が循環しない。

- ・ 日本では、地域の成長企業が地元投資家に十分な募集・勧誘活動を行えず、地域の経営者などの目利き能力や、地域の信頼関係や応援の気持ちを活かした資金調達を行うことができない。地域発の企業は、地域の投資家が株主になれば成長後も地域に拠点を維持し、地域の発展に寄与する傾向があるが、この地域発企業のポテンシャルが活かせない。*1

◇日本の株式会社制度は、その機能の半分が十分に発揮されていない。

- ・ 資本調達が困難な日本では、株式会社制度が十分に機能していない。本来、株式会社は、分割・小口化が可能で有限責任の株式により、自己資金の蓄積を超えた資金を集めるため、1)「リスク分散を前提とした共同出資体制を構築する手段」と、2)「市場を介して資金調達を行う手段」の二面を有する。日本では、2)の市場金融機能が十分に発揮されない。*2
- ・ 中小企業のうち、成長資金の調達のためエクイティファイナンスを活用できた割合は2割弱で6割は融資を利用。【データ4】

*1 日本商工会議所「中小企業等の成長資金調達の多様化に向けた提言～未上場株式や新事業への投資環境整備を～」(2024年2月16日)

<https://www.jcci.or.jp/news/recommendations/2024/0216110015.html>。 *2 武田晴人「資本市場の発展とその意義に関する覚書」(2007)

8. 未上場株式の発行募集・流通の規制—米国等主要国の改革の方向

◇米国等の主要国や日本では、投資家保護と公正取引のため、株式の公募をする企業に 厳格な情報開示 (完全開示: full & fair disclosure) を義務づける。(米国証券取引法第5条)

- ・ 企業が未上場株式を発行し、自ら又は証券会社等に依頼して、不特定多数の投資家に対して募集・投資勧誘をする(株式の公募: Public offering)ときは、投資家の投資判断に重要 (material) な情報を全て開示する完全開示が義務付けられる。
- ・ 完全開示では、募集時点の発行開示*1 (日本では有価証券届出書)と、その後毎年度の継続開示 (有価証券報告書、臨時報告書等)の両方が義務付けられる。
- ・ 作成した開示資料については、1) 規制当局への登録・届出及び公衆縦覧、2) 開示資料と整合した目論見書の作成、投資家への交付・説明、3) 目論見書)対外公表等のいずれか又は全てが求められる。

◇少額公募、私募では、完全開示義務が免除される。米国等主要国では、企業のエクイティ・ファイナンスを促進するため、少額公募、私募の範囲を広げ、調達可能な額を引き上げる。(第3条、第4条)

- ・ 完全開示義務の履行は、開示資料の作成、監査意見書の添付等、多額の費用を要する。
- ・ 完全開示義務は、少額公募や少人数私募、適格投資家私募 (投資リスクを理解し、生じた損失に耐えられる資産を持つ投資家に対する私募) の場合に免除される (未上場株式の取引の自由化)。この範囲では小規模な企業でも発行募集ができる。

◇米国等主要国では、企業の少額公募、私募を拡大して、市場ベースのエクイティ・ファイナンスを拡大する (→9.)。併せて、以下の三つで、透明で公平な市場取引を盛んにし、未上場株式の流動性を高め、公正な市場価格の形成を図って、投資家保護を確保する。(→10.)

- 〈1〉募集額に応じて開示負担が調整された簡易開示 (simplified disclosure) 義務 の導入
- 〈2〉証券会社の適正仲介の強化 と事業会社・個人一般投資家 (リテール顧客) の市場参加の拡大
- 〈3〉プラットフォームを活用した透明で低コストの効率的な市場取引推進

⇒ プライマリー市場での募集額・調達可能額を拡大しつつ 調達コスト (Flotation Cost = 開示コスト + 市場取引コスト (証券会社の仲介手数料等)) を、募集額・調達額に対して数%から10%程度に低減する。*2

- ・ エクイティ・ファイナンスの経済的メリットを維持し、投資家保護と成長企業のエクイティ調達促進とのバランスを確保する。

*1 発行開示の開示事項は、株式の募集条件(株種、株価、募集額等)、経営者・主要株主、企業概要、事業概要、資金使途、財務情報等。監査証明書付きの財務諸表を添付。*2 米国では、Flotation costは、概ね、狭くみて5%から8%、広くみて数%から十数%とされている。

8. 未上場株式の発行募集・流通の規制―米国等主要国の改革の方向

◇米国等の諸外国では、少額公募、少人数私募と適格投資家私募のいずれかを、発行企業が成長段階と資金需要に応じて選択し、適切な投資家から必要な額のエクイティを調達する。

・証券会社が店頭市場で顧客に募集・勧誘することを前提に、少額公募(クラウドファンディングを含む)と私募(適格投資家私募、少人数私募)を比較すると、

- 少額公募では、募集上限額の範囲内であれば、適切な株価設定により、多額の資金を調達することができる。公募により幅広い投資家層を対象にすることで、発行企業のビジネスモデルを評価可能な一般投資家やプロの投資家を広範囲から集め、妥当な評価の下、調達額の最大化を図ることが可能である。
- 私募は、少額公募と比べて、1) 株価及び調達可能な額は低くなるが、2) 勧誘先の投資家が限定されて、開示規制は緩やかなため、証券会社の手数料や開示コスト等の調達コストは低くなり、3) 募集開始までの準備期間も短くて、4) 株価や調達額などが市場環境の影響も受けにくい。このため、比較的小規模な金額を、低コストで、迅速に調達する場合に適する。また、5) 会社に適した株主の選択可能な範囲が広く、資本政策および事業戦略に即して、特定のタイプの株主を増やしたい場合に適している。

私募のうち、少人数私募は、アーリー・ミドル・エクспанション段階のスタートアップや成長に時間を要する成長志向の中小企業が一般投資家から資金を調達する場合に適している。適格投資家私募は、少人数私募の対象よりも比較的风险の低い発行企業が大規模な資金をより短期間で、より安定的に調達するために活用される。

	少額公募 (クラウドファンディングを含む)	私募	
		少人数私募	適格投資家私募
対象投資家	アーリー・ミドル：一般投資家中心 レイター：プライマリーはプロ投資家中心、 セカンダリーは一般投資家のウエイト大	一般投資家	プロ投資家
発行企業のタイプ	アーリー・ミドルステージのスタートアップや 成長に長期間を要する中小企業も対象にできる		主にレイター・グロース段階のスタートアップ、成長期の中小企業
募集額・調達額	大規模	小規模	中規模
調達コスト(開示費用・仲介手数料等)	開示コスト、仲介手数料が大	中	小
募集準備期間・募集期間	長い	短い	短い
市場環境の影響	市場環境で株価・調達額が変動しやすい		市場環境の株価・調達額への影響が比較的少ない
株主構成・資本政策	株主数が増加、個人株主が増加		管理可能

*1 米国のレグDルール506(b)の州際適格投資家私募は、適格投資家の範囲が資金力のある富裕層の個人一般投資家を広く含んでおり、購入者を制限し、勧誘先は無制限で、インターネット等による広告宣伝や転売の公募もできるため、公募に近い性格を持つ。

8. 未上場株式の発行募集・流通の規制—米国等主要国の改革の方向

◇事業会社や個人の一般投資家は、未上場企業への主要な投資家として、シード段階から上場まで投資し、代替的証券取引所や店頭市場のセカンダリー市場でも株式を売買する。

- ・ 一般投資家は、特に、シード、アーリー、ミドルステージのスタートアップや成長志向の中小企業への投資において主要な役割を果たす。一般投資家が少額公募や少人数私募で未上場株式を購入し、証券会社の店頭市場で転売する。未上場株式は、流動性は高くないものの、転売可能な店頭市場があれば、リスクが低減されて、さらに、投資しやすくなる。

◇米国では、未上場株式の転売に関するルールを整備して、市場流動性の向上を促進する。

- ・ 米国では、企業の資金調達を最大化するために、転売の取引を促進する。このため、
 - 1) 未上場株式の投資家間の転売を、原則、完全開示義務の対象外として、自由化し、(証券法第4条(a)(1))
 - 2) 私募で購入した株式も公募で転売できる仕組み (ルール144) や
 - 3) 機関投資家等(適格機関購入者)が一括購入し、又は一般投資家から買い集めて市場で小口に分割して販売する仕組み (ルール144A)等を設けて、店頭市場でのセカンダリー取引の流動性を高め、適正な価格形成を促進する。
- ・ EUでは、一定の条件の下、少額公募で購入した株式は少額公募又は私募で転売できる。私募に応じて購入した株式は、私募で転売することができる。(日本の規制も同様だが、未上場株式のプライマリー市場が未発達で、セカンダリー取引の実態は乏しいため、議論の対象となっていない。)

◇機関投資家、金融機関、PEファンドやプロの個人投資家は、レイター・グロース段階の企業の株式をプライマリー市場で大口で購入し、セカンダリー市場で一般投資家向けに小口で販売する。一般投資家は、市場で株式を売買して、実質的な資金提供者となる。

- ・ 機関投資家やプロの個人投資家 (エンジェル投資家を除く) にとって、アーリー、ミドル段階までの企業への投資は、投資規模が小さく、リスク・リターンの評価も難しいため、優先順位は低く、ベンチャーファンドを経由して投資する。
- ・ レイター・グロース段階の成長見込みの高い企業の株式は、リスクが軽減され、機関投資家やプロの投資家にとっても、収益性の高い投資対象となる。プロの投資家の役割は、こうしたグロース段階の未上場企業に多額の資金を投じることにある。
- ・ レイターステージでは、一般投資家は、セカンダリーマーケットで投資する。機関投資家や投資銀行がプライマリーで大口購入した株式をセカンダリー市場で一般投資家に小口で販売して、流動性を高める。
- ・ 未上場株式も、流動性が高まると、店頭市場やマーケットプレイス、代替的証券取引所で市場価格が形成される。主に価格変動を予測した売買(投機)が行われるようになると、機関投資家も一般投資家もより積極的に市場参加できるようになる。

9. 未上場株式の募集・勧誘の規制—米国等主要国と日本の比較

◇ 日本では、主要国の中でも少額公募、少人数私募、適格投資家私募の範囲が大変狭く、簡易開示が未整備で、証券会社の顧客網も活用できず、企業の募集・勧誘が強く制約される。【参考5】

〈1〉少額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〉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。(米国:5億5,000万円)

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

- ・ 米国:購入先は洗練された投資家35名以下(次頁*1)、EU:勧誘先150名以下。
- ・ 「勧誘」の範囲が広く、投資家に募集条件が伝わると勧誘に該当するため*1、投資家を個別にアプローチすることになる。

〈4〉適格投資家(特定投資家)のうちプロ投資家に準じる個人一般投資家の範囲が狭い。

経営者やビジネスマン等の多くが対象外となる。

- ・ 米国、EU等の適格投資家*2は、機関投資家、金融機関、ファンド、証券会社などのプロの投資家に加え、資産・収入、知識、経験等からプロに準じて取り扱える事業会社や個人投資家からなる。

(米国では、2023年で**全世帯の18.5%**とされる*3)。

- ・ 日本の適格投資家は、私募の対象の**適格機関投資家**と、委託された証券会社が私募で勧誘できる**特定投資家**からなる。

— **適格機関投資家**は、機関投資家に加え有価証券残高10億円以上の法人又は個人と、非常に狭く、私募の実績は乏しい。

— **特定投資家**のうち、プロとして扱える個人の範囲は、**超富裕層と、純資産若しくは投資資産1億円以上又は年収1000万円以上の金融の知識・経験のある者まで**。企業経営の経験者やビジネスマンなど個人一般投資家の多くが私募の対象外となる。(純資産1億円以上は、**全世帯の0.2%**、年収1000万円以上は**給与所得者の1.7%***3。)

- ・ なお、**特定投資家向けの私募・私売出**は、2008年に法制化されて、ようやく、**2022年7月に開始され、2024年2月に活用事例が現れた**。

【投資家の概念分類と法令上の取り扱い】

投資家の分類		法令上の取り扱い	
機関投資家、金融機関等 (ホールセール投資家)		「適格投資家」 (プロ投資家等)	「機関投資家」 「一般投資家」
年金基金等、生命保険・損害保険他の機関投資家			
銀行、投資会社・ファンド 他の金融機関			
証券会社(投資銀行)、			
一般投資家 (広義の リテール投資家)		【適格投資家私募・私売出しの対象となる】	【少額公募、少人数私募・私売出しの対象となる】
プロフェッショナルな投資家として取り扱える一般投資家(法人、個人)※			
プロフェッショナルな投資家として取り扱えない一般投資家(法人、個人)		「適格投資家以外の投資家」 (狭義の リテール投資家)	

※ 金融投資に関する知識、経験又は損失に耐える資産の有無等で判断される。

*1 日本の少人数私募は勧誘先を制限するため事業計画の発表はできるが株種、株価、募集額等の募集条件を公表できない。*2 米国では、Accredited investors という。自衛力認定投資家とも訳される。*3 SEC(2023)、国税庁令和4年給与所得実態調査、野村総研「スタートアップ実態調査(2023)。

9. 未上場株式の募集・勧誘の規制—米国等主要国と日本の比較

〈5〉事業法人や個人が特定投資家となるには証券会社の事前承諾が必要で特定投資家が増えにくい。

- ・日本では、資本金5億円未満の法人と個人は、証券会社が特定投資家向けの勧誘する前に特定投資家となるための承諾を必要とする。募も、証券会社が、特定投資家になる前の投資家に、現に、特定投資家私募で募集中の案件を紹介することができず、特定投資家を増やしにくい。現時点、個人の特定投資家は数千人程度といわれている。
- ・米国では、適格投資家が幅広い富裕層を含む中で、発行企業に、株式を販売する前に、適格投資家であることを、納税申告書や銀行取引明細書などの合理的な手段により確認する義務を課す。(ルール506(C)(2))
- ・EUでは、日本と同様に、証券会社は、個人投資家がプロの投資家となることを申請し、証券会社がこれを認証する。勧誘先が150名以下の少人数私募が活用されており、適格投資家制度は、営業行為の基準を軽減する面でも機能している。

〈6〉証券会社による一般投資家向けの投資勧誘は日証協の規則で厳しく制限されている。このため、日本では、戦後、店頭市場で未上場株式が盛んに取引されたが、1970年代後半以降、消滅している。

- ・米国等では、証券会社は自らの顧客網で発行企業の少額公募、私募を取扱い、企業のエクイティ調達を積極的に支援する。
- ・日本では、証券会社に顧客への投資勧誘を依頼することもできない。日証協の規則では、証券会社が企業の少額公募・少人数私募等を取り扱って未上場株式を特定投資家以外の投資家に投資勧誘するときは、有価証券報告書並みの会社内容説明資料の作成など厳しい条件が課され、実質的に禁止されている。
- ・発行企業は、1億円未満の少額公募、勧誘先50名未満の少人数私募を自力で行うことになり、目標額の調達が困難である。(→10. 〈2〉)

〈7〉日本では、未上場株式のセカンダリー市場では、投資家をほぼ特定投資家に限定している。米国等の主要国の未上場株式のセカンダリー市場は、店頭市場やマーケットプレイス、代替的証券取引所でも、基本的に一般投資家も参加できる市場となっている。

- ・日本では、現状、店頭市場は、発行募集の実績が少ない中で発達せず、セカンダリー市場もほとんど存在しない。
- ・TOKYO PRO Market (TPM) は東京証券取引所内に設置した特定投資家向け有価証券の証券取引所である。証券会社が特定投資家の注文を受けて市場取引する非上場株式のセカンダリー市場である。近年、特定投資家私募が制度化されるまでは、市場外での発行企業の発行募集が難しく、また、市場参加者が特定投資家に限られているため、市場の流動性が低く、TPMを活用した資金調達は困難となっている。
- ・上場株式の流通に事実上限定されていたPTS(代替的証券取引所)は、2023年から特定投資家向けの未上場株式についても解禁されているが、特定投資家向け有価証券の発行募集・流通も少なく、事例はまだ見られない。

【参考5】日本と主要国の規制の比較—少額公募、クラウドファンディング、私募、の範囲

〈1〉少額公募 日本では募集額**1億円**未満 (簡易開示義務なし) 米国: **82億5,000万円**以下 (簡易開示義務あり)
英国・EU: **10億4,000万円**以下 (簡易開示義務あり) 韓国: **9,800万円**未満 (簡易開示義務あり)

〈2〉クラウドファンディング

- 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企業最大**50万円 (社数無制限、特定投資家は上限なし)**
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**以下の範囲 (投資額は無制限)

〈3〉少人数私募

日本では勧誘先**50名**未満に限定
米国: 勧誘先数**無制限** (購入者は洗練された投資家35以下)*1 (簡易開示義務あり)
英国・EU: 勧誘先**150名**未満
韓国: 勧誘先**50名**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**未満

〈4〉適格投資家私募の対象の適格投資家のうち、機関投資家等のプロ投資家を除く法人・個人

日本では、適格機関投資家: **有価証券残高10億円**以上の法人又は個人。

特定投資家: 適格機関投資家に加え、上場会社、資本金5億円以上の株式会社、証券会社の承諾を得た法人又は個人。

個人は、投資経験1年以上で、1) **純資産及び金融資産3億円以上**、2) **純資産若しくは金融資産5億円以上及び又は年収1億円以上**、3) 同**1億円以上又は年収1,000万円**以上で、特定の知識経験を有する者 (金融業従事、経済学等の教職・研究職の経験、証券アナリスト等、中小企業診断士、経営コンサルタント業等に1年以上従事)

米国: 法人は**総資産5億5,000万円**超、個人は 1) 住居以外の資産**1億1,000万円**、2) **年収2,200万円(世帯で3,300万円)超**、又は 3) **専門資格等(一般証券外務員、私的証券募集外務員又は投資顧問外務員の資格)**を保有すること。

英国・EU: 法人は、**総資産26億円以上、売り上げ52億円以上、運用資産2億6,000万円以上**のいずれか二つ

個人は、1) **金融資産6,500万円**以下、2) 四半期に10回以上の投資頻度、2) 金融業界において少なくとも1年間、**対象となる取引やサービスについての知識が必要とされる専門職に従事していること**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、過去5年に**投資資産480万円以上**の月が1年以上で、1) 年収**960万円以上かつ純資産4,800万円以上**又は2) **金融関連の専門性 (公認会計士、鑑定士、弁護士、税理士、弁理士、投資運用試験、財務リスク管理士試験に合格)**を有すること

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

*1「洗練された投資家」とは、投資のリターンとリスクを理解する者とされ、発行企業、証券会社が販売時に確認する。事前に関係性のある投資家を勧誘先とすることが推奨されるため、事実上、証券会社が私募を取り扱い、顧客に勧誘することが求められる。少額公募も証券会社等の顧客への仲介で行われる。

10. 未上場株式の投資家保護・公正取引確保の規制—米国と日本の比較

<1>簡易開示の義務の導入

◇ 米国の少額公募や私募では、簡易開示(Simplified disclosure)として、募集額の区分ごとに、段階的に、簡易開示資料の様式を定め、記載項目・内容を重点化する。

◇ 財務諸表については、会計基準を柔軟にし、保証等の方法をオーディット(監査)、レビュー(部分保証)、コンピレーション(作成・調整)と簡素化する。

- ・ 会計基準は、完全開示では国際会計基準又は米国会計基準(US GAAP)、簡易開示ではUS GAAP。州法では、包括的会計基準(OCBOA, 税務基準等の各種の会計基準)も可。こうして、発行募集のときの開示コストを、募集額の数パーセント程度までとする。

- ・ 継続開示義務は、株式の公募(上場)と2,000万ドル以上の少額公募で発生する。このコストは、単年度では、発行開示コストよりは低い、企業の毎年度の管理費でまかなう。企業は、この負担が可能な規模に成長してから、2,000万ドル以上の公募を行う。

- ・ 英国・EUでも、同様に簡易な様式の開示が求められている。財務諸表は、未上場企業も会社法に基づく法定開示・法定監査が幅広く行われており、これをベースに少額公募、私募が行われる。

私募(募集額無制限)

Regulation D Rule 506
少人数私募
適格投資家私募

州法に基づく
少人数私募*1

簡易開示: フォーム D (数ページ程度)
少人数私募では2,000万ドル超は、財務諸表(監査意見書添付)、Form 1-Aに準じた資料の作成し投資家への提供

州によるが、統一州法では特段の開示義務は規定されていない。

[米国の開示義務と登録・開示の様式(フォーム)]

株式の公募 **完全開示**

証券取引法第5条
株式の公募
(7,500万ドル超)

発行募集時: Form S-1、毎年度: Form 10-K
各数百ページ、財務諸表に監査意見書添付
四半期開示 (Form 10-Q)・臨時開示 (Form 8-K)
上場すると、内部統制報告書

少額公募 **簡易開示**

Regulation A
少額公募
(7,500万ドル以下)
(約82.5億円以下)

Form 1-A (数十ページ~)
2,000万ドル超: 監査意見書の添付
2,000万ドル以下: 各州を200万ドル以下にする
とレビュー (各州で州法の簡易開示あり)

Regulation D Rule 504
少額公募
(1,000万ドル以下)、

フォーム D (数ページ)
複数の州で公募を実施
(各州を200万ドル以下にするとレビュー)

Regulation CF
クラウド
ファンディング
(500万ドル以下)

Form C (数十ページ~)
全米で61万8,000ドル超: 監査
123万5,000ドル以下: 初めての公募はレビュー
61万8,000万ドル以下: レビュー
12万4,000ドル以下: 役員役員・財務責任者等の認証。法人税納税額等を添付。

州法に基づく公募
(500万ドル以下)

Form U-7 (数十ページ程度)
州内で200万ドル超: 監査、
200万ドル以下: レビュー、
100万ドル以下: コンピレーション、
50万ドル程度以下: 役員・財務責任者等の認証。

*1 統一州法(モデル規程)第202条(14)で、購入者25名以下の少人数私募を設ける。一般的な広告宣伝は禁止され、証券会社以外に手数料等を支払うは禁止される。州によっては勧誘先の人数を制限する少人数私募もあり、ニューヨーク州などは、勧誘先が12か月間に40名以下となっている。

10. 未上場株式の投資家保護・公正取引確保の規制―米国と日本の比較(続き)

〈1〉簡易開示の義務の導入(続き)

◇日本の少額公募、少人数私募には開示義務が一切ない。未上場企業の株式は、「公開」できず、投資家保護が不完全な「未公開株式」のままとなり、企業が資金調達手段として活用することが困難で、一般投資家が投資対象にすることも難しいものになっている。

- ・日本の株式の公募では、募集額が1億円以上かつ勧誘先が50名以上となると、有価証券届出書や毎年度の有価証券報告書、臨時報告書等による完全開示義務が生じる。調達見込み額と比べて費用負担が非常に重い*1。このため、通常、企業は、ある程度成長してからIPOをして上場後に株式の公募を行う。
 - ー有価証券届出書の作成と2期分の財務諸表と監査証明だけで、通常、4,000万円から必要とされる。*2
 - ー有価証券報告書の作成と監査証明1期分で毎年3,500万円～。売上数十億円規模の黒字企業でないと負担困難。
- ・このうち、**5億円未満の「少額募集」**で、有価証券届出書が一部簡素化(連結決算等の省略)できるが、この程度の簡素化では作成費用は依然として重く、有価証券報告書や臨時報告書等の開示負担は変わらず、ほぼ活用されない。*3
- ・**少額公募**(募集額が1億円未満)も、**少人数私募**(勧誘先50名未満)も、開示義務はない*4。なお、証券会社の投資勧誘も原則禁止されており、発行企業が証券会社に顧客への投資勧誘を委託するときは、店頭取扱有価証券制度の下、有価証券報告書並みの会社内容説明書による開示(投資家への説明)が必要。

〔日本の開示義務と開示様式〕

・公募 金商法第4条 株式の募集・ 売出し: 1億円以上	完全開示 発行時:有価証券届出書、毎年度:有価証券報告書 (各数百ページ、監査証明書添付) 他に、半期報告書、臨時報告書、 上場すると、内部統制報告書、決算短信、適時開示報告書	特定投資家 私募・私売出し	「特定証券情報」 (簡易開示:比較的簡素な開示資料)の投資家への説明義務(財務諸表の添付は任意。)
うち「少額募集」 募集額1億円～5億円	有価証券届出書については、一部の記載の省略等(連結決算を省略可)	少人数私募	開示義務なし (募集条件の公表も不可)
少額公募 (募集・売出し) 1億円未満、	開示義務なし。簡易開示もない。 (1,000万円超、1億円未満で 有価証券通知書(非開示) の提出義務がある。 店頭取扱有価証券制度 証券会社に投資勧誘を委託するとき 有価証券報告書の企業の部に準じた 厳しい開示義務あり。 財務諸表に監査証明書添付	店頭取扱有価証券制度 証券会社に投資勧誘を委託するとき	有価証券報告書の企業の部に準じた 厳しい開示義務あり。 財務諸表に監査証明書添付

*1 以下、日本公認会計士協会の資料、公認会計士、中小企業診断士からのヒアリング等による。

*2 公認会計士の報酬が、有価証券届出書の作成の補助で1000万円～、1期分の財務諸表の監査証明書作成で1500万円～必要。

*3 4. 9億円の公募の発行開示コストは、4000/49000=約8%。

*4 1,000万円超の少額公募では、有価証券通知書の提出義務(非公表)がある。株式の種類と募集額等を記載し、定款等を添付。

〈2〉証券会社の適正仲介・適合性原則の強化とリテール顧客の投資拡大

◇ 一般投資家（個人・事業会社）こそ、成長企業のエクイティ・ファイナンスにおいて重要な役割を果たす。^{*1}

- ・ 未上場株式への投資は、流動性が低く、価格変動を予測して資金を投じる投機的な性格よりも事業に対する投資という面が強く、成長初期であるほど、投資規模は小さいが、リスクも大きい。このため、投資額を小口に分割できるメリットを生かすことで、資力は高くないが、リスク許容度の高い一般投資家を主要な投資家とすることになる。
- ・ 対象となる未上場企業の事業を評価できる実績・経験のある大手から中小までの事業会社やエンジェル投資家、企業経営経験者、ビジネスマン等の一般投資家が、余裕資金を用いて、創業後から事業構築段階の企業にも投資する。

◇ 米国、英国、EUでは、少額公募や私募では、通常、証券会社を通じて募集が行われる。少額公募や私募のルールを整備し、証券会社の営業行為を適合性原則等により厳格に規制することで、投資家の保護と未上場企業への投資拡大を図ってきた。^{*2}

- ・ 米国、英国、EUでは、発行企業が自己募集する場合でも、少額公募や私募における勧誘の公平性や、詐欺的行為の防止等の厳格な規制が課される。このため、資金調達の効率性や、適切な投資家の選定に加え、法令順守と投資家保護の観点からも、発行企業は、一般的に、自己募集ではなく、証券会社に、勧誘・販売活動を依頼することを選ぶ。
- ・ 米国では、1934年の証券取引所法で、自己よりも顧客の利益を最優先する誠実義務 (Duty to Loyalty)を定めている。1970年代には、適合性原則 (Suitability Rule)を定め、証券会社等が顧客の投資知識・経験及び資産状況を十分に把握し、顧客に適合した投資商品の勧誘を行うことを求めている。
- ・ EUでは、2004年に制定された欧州指令のMiFID (Markets in Financial Instruments Directive) によって、適合性原則が導入された。証券会社は、リテール顧客が投資商品を理解し、そのリスクを許容できるかを確認する責任を負う。

◇ 近年、顧客の最善利益の原則を定め、リテール顧客の保護を強化して、未上場株式やPEファンドを含むオルタナティブ投資など多様な金融商品へのリテール顧客による投資を拡大する動きが進む。

- ・ 米国では、法人・個人の一般投資家の未上場株式市場への参加を拡大するため、2012年のJOBS Act で、レギュレーションAの少額公募の拡大やクラウドファンディングの導入等を図りつつ、証券会社の営業行為の規制を見直してきた。
- ・ 2019年にレギュレーション ベスト・インタレストが制定され、顧客の最善利益 (best interest of the client) の原則が定められ、証券会社にForm CRSに基づき重要事項説明書を作成し、金融商品の内容や手数料等を顧客へ説明する義務を課す。
- ・ 英国やEUでも、同様に、2018年成立のMiFID IIで、顧客の最善利益の原則が導入された。

^{*1} 投資家を分類するときはretail investors（リテール投資家）、投資家保護の対象としては、retail customers（リテール顧客）と呼ばれる。前者は、非金融の事業会社と、プロの個人投資家以外の個人一般投資家をいう。後者は、プロの個人投資家以外の個人の一般投資家をいう。

10. 未上場株式の投資家保護・公正取引確保の規制―米国と日本の比較（続き）

〈2〉証券会社の適正仲介・適合性原則の強化とリテール顧客の投資拡大（続き）

◇近年、日本でも、顧客の最善利益の原則の下、証券会社のリテール顧客向の営業行為の規制の見直しが進む。

- ・ 日本でも、リテール顧客の保護を強化し、金融商品への投資を拡大するため、従来からの誠実公正義務や適合性原則を発展させている。2017年に金融庁がガイドラインとして「顧客本位の業務運営に関する原則」を定め、顧客の最善利益の追求や、利益相反の可能性及び手数料等についての情報開示などを規定している。
- ・ 2021年には、この原則を改訂し、リスク・手数料・利益相反等の情報を比較できる「重要情報シート」の導入等が進められた。2023年12月には、金商法等関係法令を改正し、顧客の最大利益の原則を法令に規定した。^{*1}

◇証券会社が、少額公募、少人数私募を証券会社が取り扱い、リテール顧客向けに投資勧誘するときには、会社内容説明書による開示（説明義務）が課される。作成負担が重く、成長企業には活用されていない。

- ・ 証券会社が、少額公募又は少人数私募を取り扱い、特定投資家以外の投資家（リテール顧客）に対して投資勧誘をするには、次頁の表にある日証協の店頭取扱有価証券制度の下、発行企業は有価証券報告書並みの開示負担の会社内容説明書を作成し、投資家に説明する義務が課される。負担が重く成長過程の企業では活用できない（証券会社の投資勧誘が事実上禁止されている）。
- ・ 株主コミュニティや株式投資型クラウドファンディングでは会社内容説明書が不要とされるが、前者では、証券会社はコミュニティ会員の勧誘が原則できず、後者では募集額、特定投資家以外の投資家の投資額などの規制が厳しく、市場からのエクイティ・ファイナンスの手段としては不十分である。
- ・ このため、発行企業は少人数私募で、3か月間で勧誘先50名未満の自己募集を行うことになる。開示もなく、証券会社による仲介もないため、募集が非効率であり、投資家保護上も不十分な状況にある。
- ・ なお、特定投資家私募・私売出しは、2022年7月から制度を開始し、2024年2月から調達成立の事例が生まれ始めた。

⇒ 諸外国の少額公募と少人数私募は、募集活動の効率化、適切な投資家の選定、発行企業の法令順守や投資家保護ため、通常、発行企業が証券会社に多数の顧客への投資勧誘を依頼することで実施される。

日本では、発行企業が証券会社に投資勧誘を依頼することは、会社内容説明書による重い開示負担を課すことで事実上禁止されている。その結果、発行企業の資金調達を1億円未満又は50名未満の狭い範囲での自己募集に抑え、一般投資家に投資機会をほとんど提供しないことで、一般投資家保護を図っている。

^{*1} 日本では、金融サービス法に「第二章 顧客等に対する誠実義務」を設け、第2条第1項に「金融サービスの提供等に係る業務を行う者は、…顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。」と規定する。

10. 未上場株式の投資家保護・公正取引確保の規制―米国と日本の比較（続き）

〈2〉証券会社の適正仲介・適合性原則の強化とリテール顧客の投資拡大（続き）

◇発行企業や株主（投資家）が、証券会社に少額公募、私募、私売出しの取り扱い（顧客網への仲介）を委託するには、以下の制度を用いることが必要となる。

〔証券会社の少額公募、私募の取り扱いを認める各種制度〕

制度名 * 1	取扱い範囲	条件	課題・活用状況
店頭取扱 有価証券 制度	少額公募 (1億円未満) 少人数私募 (勧誘先50名 未満)	・発行企業が開示資料である「<u>会社内容説明書</u>」を作成し、証券会社が投資家に説明する義務を果たすこと。 ・会社内容説明書は、有価証券届出書の「証券情報」、同報告書の「企業情報」に準拠し、財務表（監査証明書添付）を直前2期分添付。	・会社内容説明書と財務諸表の監査証明で数千万円の費用を要する。発行企業の負担が大きい。少額公募・私募等の範囲が狭く、調達目標額も下がり、証券会社の手数料収入も少ない。未上場大企業以外ではほぼ活用されていない。
株主 コミュニティ	・会員に対する少額公募、少人数私募	・株主その他の投資家の会員制組織を、証券会社が運営すると、証券会社が会員へ投資勧誘できる。 ・証券会社が新規会員の勧誘を特定投資家に<u>以外</u>の投資家にすることは不可。	・発行企業ごとに株主コミュニティを組成し、運営する負担が重い。 会員を増やすことが困難で、取引参加者が限定的。
株式投資型 クラウド ファンディング	・発行株式の少額公募	・第1種金商業又は第1種少額電子募集取扱業務の登録が必要。 ・特定投資家以外の投資家の投資額が一人、1年間、1社当り50万円以下に制限。 ・サイト以外の勧誘が禁止させる。	・募集額、投資額が低く、調達額が通常3,000万円程度まで。転売の方法も、株主コミュニティ等に限られる。成長企業の本格的なエクイティ調達の手段となりにくく、運営事業者の収益性も低い。
特定投資家 向け銘柄制 度(J-Ships) (2022年7月 開始)	特定投資家 私募・私出し (発行企業又は株主(投資家)が証券会社に私募・私売出しの取り扱いを委託。)	・日証協が指定した証券会社のみが取り扱う。 ・取扱い証券会社は、案件を審査する。 ・発行企業が簡易開示資料である「<u>特定証券情報</u>」を作成。募集の時までに特定投資家に交付し、説明する（金商法第27条の31）。 ・発行企業は、「<u>発行者情報</u>」を作成し、毎事業年度、公表、又は株主(株式を取得した投資家)に対して提供（第27条の32）。d	・監査証明も義務でない簡易開示が制度化されており、発行企業の負担は従来と比べて軽減。 ・証券会社が成長企業向けの私募の取扱いの経験を喪失しており、ようやく活用事例が現れ始めたところ。今後の進展が期待できる。

* 1 他に、「適格機関投資家向け投資勧誘」と2021年11月開始の「自ら企業価値評価のできる特定投資家向け投資勧誘」（機関投資家に対する少人数私募、私売出し）がある。これまで実績はなく、2022年に開始された特定投資家向け投資勧誘で同様の私募、私売出しが実施可能なもの。

〈3〉オンライン・プラットフォームの活用促進による市場の透明性・流動性の向上

◇米国等主要国では、証券会社がプラットフォームを未上場株式の取引に積極的に活用している。

- ・ 米国では、未上場株式の市場取引についても、証券会社が設置する電子市場取引システムを用いたATS代替的証券取引所が発達している。注文の集約、需給調整と価格決定、取引の執行、売買結果の公表などを自動化・効率化、透明化し、市場の流動性を高めている。近年、より安全で確実なブロックチェーン技術のセキュリティトークンも活用されている。
- ・ 証券会社等がこれらと同様に機能するオンライン・トレーディング・プラットフォームを店頭取引で活用し、マーケットプレイスやクラウドファンディングが発展する。これらでは、分割して小口化した株式を多数の投資家との間で効率的に、透明に取引できる。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では、従業員株式の買い集めなどが行われている。

◇日本では、未上場株式の取引実績が乏しい中、第1種金商業の登録基準がプラットフォーム等の新規参入者には重く、PTSの認可範囲が広いため、市場取引でのプラットフォームの活用が進んでいない。

- ・ 日本では、未上場株式の発行募集や流通の実績が乏しく、株式投資型クラウドファンディング(ECF)はあるが、PTS代替的証券取引所も成立していない。ECFで購入した株式や、株主コミュニティ、特定投資家向け投資勧誘のセカンダリー取引では、PTSの定義が幅広く*1、多数の投資家間で価格決定を行うプラットフォームの運営にPTSの認可が必要となるため、活用が進まなかった。これらのプライマリー取引では、第1種金商業者が電子募集取扱業務の登録を得ればプラットフォームが使えるが、活用事例は乏しい。
- ・ 2024年の金商法の改正で、一定の売買高までは認可が不要となった。また、特定投資家向け仲介に特化した第1種金商業の登録要件が緩和される（最低資本金の引き下げ等）。引き続き、必要な法令の見直しを進めるべき。

〔オンライン・トレーディング・プラットフォームの未上場株式における重要性〕

取引コストの削減	・ インターネットによる取引の地理的又は時間的制約の緩和・解消。電子化による書類の保管・管理費用の削減。 ・ 注文処理、決済、清算等の多様なプロセスの自動化。リアルタイム・タイムリーな取引やアルゴリズム取引等が可。
透明性の向上	・ リアルタイムで価格、取引量、売りと買いの注文状況などの情報を提供、価格の発見プロセスがより公正になる。 ・ 取引履歴の記録と公開：後から取引を検証することが可能。不正取引の抑止。
投資リスクの軽減	・ リスク警告機能、強制リスク管理ツールで投資家が過度の損失を被ることを防ぐ。
規制監督の強化	・ リアルタイム監視：取引データをリアルタイムで規制当局に提供、大量の取引データを解析し、異常な取引パターンや市場操作の兆候を自動的に検知。

*1 金商法第2条第8項第10号等 のPTSの定義では、PTSに該当する「売買価格の決定方法又はこれに類似する方法」として、証券取引所等で行われる「競売買の方法」に加え「顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法」が規定されている。

11. 日本のエクイティ主導の企業成長と経済成長を加速する資本市場改革

ー日本のプライベート・エクイティ・マーケットの発展の方向性ー

◇日本では、プライベート・エクイティ・マーケットが未発達なため、主要国と比較して、成長企業が、成長投資を十分に行えず、国全体の資本ストックも停滞し、経済も低迷している。【データ7～10】

- ・ユニコーン企業数は6社。過去30年間でグローバル企業に成長した企業はわずか5社。【データ7】
- ・起業家や経営者の大胆な事業構想が生まずに、日本発の革新的なビジネスも減少していて、経済の閉そく感、停滞感が強い。

◇日本も、プライベート・エクイティ・マーケットを発展させて、市場ベースのエクイティファイナンスを促進し、主要国のようなエクイティ主導の企業成長と経済成長を推進すべきである。

- ・歴史的に、銀行融資に依存してきた日本の企業成長と経済成長を、投資家保護を強化して、未上場株式市場を発展させ、企業が多数の投資家から主体的にエクイティを調達し、大胆に投資して、成長し、経済も成長する方向へ変革する必要がある。
- ・同時に、優れた事業計画であれば、十分な額のエクイティを調達できるようにすることで、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、経営者の意識改革を促す必要がある。

◇投資家保護を強化しつつ 企業のエクイティ調達を拡大するため、市場の透明性と流動性を高め、リテール顧客を含む市場参加者を増やし、取引を活発にして、適正な価格形成を促進する。このため、簡易開示、証券会社の適正仲介、プラットフォームの積極活用を進める。

- ・規制当局も、特定投資家向けの発行募集・流通については取り組みを進めており、2022年7月に開始された[特定投資家向け銘柄投資勧誘制度 \(J-Ships\)](#) は、成果を上げ始めている。(日証協のデータでは、第一号の調達案件は2024年2月末に実現。その後8月末までに10件、調達額は累計139億円となった。) →[レイター・グロス段階の店頭市場の発展の兆し](#)
- ・2024年の金商法改正では、特定投資家向け仲介に特化した第1種金商業の登録基準の緩和や、PTSの認可範囲の限定など、プラットフォーム等の新規参入を促進する。

⇒ 特定投資家向け銘柄制度 (J-Ships) の活用を促進し、プラットフォームの店頭市場を発展させる。

併せて、少額公募、少人数私募、適格機関投資家私募・特定投資家私募の範囲を拡大する。この際、会社内容説明書に代えて簡易開示を導入し、証券会社の少額公募や少人数私募の取り扱いを実質解禁する。

こうして、大手・中小の事業会社や、経営者、ビジネスマンなどの一般投資家が市場に参加することで、アーリー・ミドル段階のスタートアップや成長志向の中小企業がエクイティの調達を拡大できるようにする。

11. 日本のエクイティ主導の企業成長と経済成長を加速する資本市場改革(続き)

ー日本のプライベート・エクイティ・マーケット(未上場株式市場)の発展の方向性ー

〈1〉少額公募・クラウドファンディングの抜本拡充

募集額に応じた適切な開示負担の簡易開示と証券会社の適正な仲介を前提に、以下のように、少額公募(株式投資型クラウドファンディングを含む)、少人数私募、適格機関投資家私募・特定投資家私募を主要国並みに拡充する。

①少額公募の拡大: 募集額1億円未満→10億円未満(将来的に20億円未満)

②株式投資型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(特定投資家からの投資額を除く)。(少額公募の募集額10億円未満が前提)。
- ・特定投資家以外の投資家の投資額については、現行の1社当り50万円以下(複数社への投資可能)に加え→1人・1年間で年収又は純金融資産の10%以下、最大1,000万円

③簡易開示の導入: 開示費用を募集額・調達額の数%程度にする。

・有価証券通知書の記載の拡充・公表

- ー米国のフォームDを参考に、最低限の公的開示の仕組みを設ける。会社の実在性情報(法人納税番号、法人登記簿謄本添付)、事業概要、資金使途、取扱証券会社の名称と第1種金商業の登録番号を記載する。
- ー通知書の写しを発行企業及び取扱証券会社が公表する。投資家の転売を認める場合は、毎年度提出・公表する。

・会社内容説明書と財務諸表の監査等の抜本的な簡素化→証券会社の仲介・投資勧誘の実質解禁

- ー日商協規則を改正し、会社内容説明書に代えて、右表のように募集額に応じて簡易開示資料の様式(特定投資家私募で用いる特定証券情報に準じる)を設定する。財務諸表を添付して日証協に届出・公表する。
- ー財務諸表の保証等の方法は、米国の州法の開示や日本の法定開示等の実務を参考に、右表のように簡素化する。

・継続開示義務

- ー10億円以上の公募をした場合: 毎年度、簡易開示書類と会社法基準の監査を受けた財務諸表を公表する。

【日本の簡易開示(開示様式と財務データの保証等の方法)】

募集額	開示書類	財務データの保証の方法
完全開示(Full and Fair disclosure)		
20億円以上	有価証券届出書 有価証券報告書 臨時報告書等	金商法基準の監査(オーディット)
簡易開示		
20億円未満	簡易開示資料① 特定投資家私募の 特定証券情報*1並み	金商法基準のレビュー
10億円未満	簡易開示資料② より簡素な様式を設定	会社法基準のレビュー (中小企業会計指針も活用)
5億円未満		会社法基準のコンプライアンス 証券会社側の公認会計士の審査

*1 特定証券情報は、日証協の規則で様式が定められている。50から数十ページ程度のものである。財務諸表に監査証明書は求められていない。

11. 日本のエクイティ主導の企業成長と経済成長を加速する資本市場改革(続き)

ー日本のプライベート・エクイティ・マーケット(未上場株式市場)の発展の方向性ー

〈2〉少人数私募の拡充

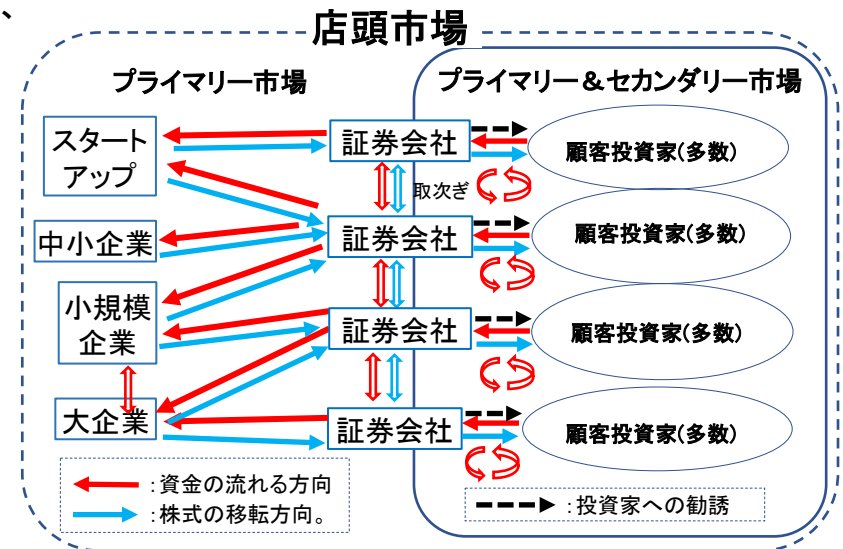
- ・ 勧誘範囲を 1) 勧誘先50名未満に加えて、2) 勧誘先150名未満 及び3) 勧誘先数無制限、購入者50名未満を設ける。
- ・ 勧誘先に縁故者・会社の主要関係者等以外の者を含む場合は、有価証券通知書の提出義務を課す。
- ・ 証券会社が顧客利益の最大化原則のもと顧客に投資勧誘することを実質解禁する。(会社内容説明書の作成を不要とする)
- ・ 2)及び3)の場合は、特定投資家私募と同様に、証券会社が顧客に投資勧誘することを義務付ける。
- ・ 証券会社が投資勧誘する場合は、目論見書(募集条件、企業概要、事業概要等を記載)の作成・説明義務を課す。募集額10億円以上では、目論見書に会社法基準の監査を受けた監査証明書付きの財務諸表を添付する。
- ・ 募集条件(株種・株価・株数等)の公表を可能とする。

〈3〉適格機関投資家私募、特定投資家私募の拡充

- ・ 適格機関投資家(発行企業が私募で投資勧誘できる投資家)の範囲を、有価証券残高10億円以上の法人・個人から、
ー法人は、証券会社の承諾手続きなく特定投資家とされる法人の資産要件と同じとする。
ー個人は、純資産、投資性金資産のいずれかが5億円以上、又は両方が3億円以上とする。個人については、氏名、住所等の公表を廃止する。
- ・ 証券会社の承諾手続きなく特定投資家とされる法人の資産要件を、資本金5億円以上に加えて、純資産2億円又は総資産5億円以上とする。(米国、EU並み)
- ・ 特定投資家のうち、資産1億円以上又は年収1000万円以上で一定の資力と職業経験・資格を有する個人投資家に、企業経営経験者、弁護士、公認会計士、税理士、不動産鑑定士等を追加する。
- ・ J-Ships(日商協の特定投資家私募・私売出し制度)の啓発・普及を図る。政策的に成長企業の活用を支援する。

〈4〉プラットフォームの店頭市場(マーケットプレイス)の発展(右図)

- ・ 当面は、証券会社が設置するプラットフォームによるプロ向けのオンラインの店頭市場(認可不要のPTSの連携)として発展。一般投資家の市場参加を拡大していく中で、諸外国と同様、少額公募と私募の役割分担と相乗効果によって店頭市場の発展を図る。

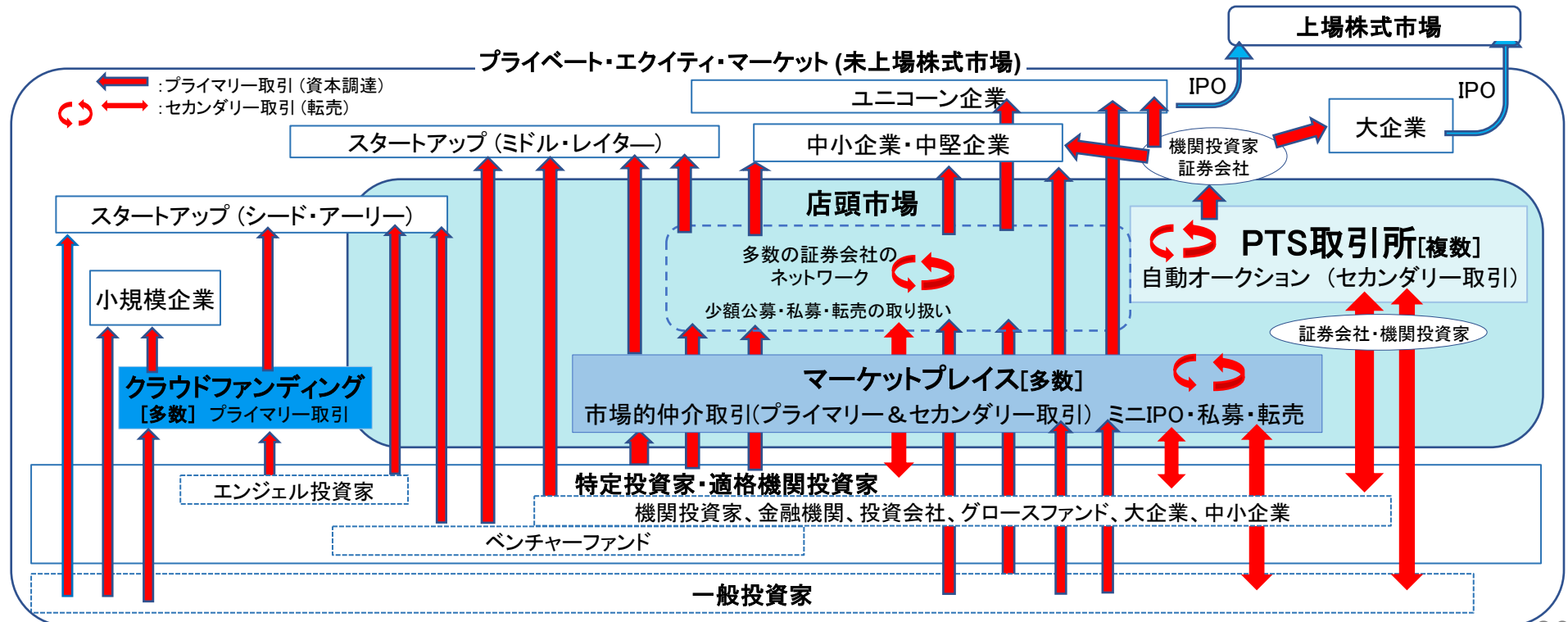


11. 日本のエクイティ主導の企業成長と経済成長を加速する資本市場改革(続き)

－日本のプライベート・エクイティ・マーケット(未上場株式市場)の発展の方向性－

〈5〉マーケットプレイスの代替的証券取引所への発展

- ・ マーケットプレイスでは、少額公募、少人数私募及び特定投資家私募のプライマリーの市場取引と投資家間でのセカンダリーの市場取引が行われる。市場参加者が増えて、市場の流動性が高まると、代替的取引所として、以下のような機能を発揮する(一定の売買高に達すると、PTAの認可を得ることになる)。
- － クラウドファンディングに応じて購入した株式や従業員株式等を発行企業や機関投資家等が買い集める (Tender Offer)。
- － 発行企業が証券会社の仲介の下で市場で発行株式を販売して、資金調達する、IPOと同様、証券会社に引き受けさせて、私募で投資家に分売し、市場で販売するすなど、証券取引所と同様のプライマリー機能を果たす。
- － セカンダリーラウンドによる資金調達の場合として、創業者・経営者が持ち株を転売し、収益で再度、発行株式を購入して企業に出資する。または、自社株式を買い集め、価格上昇時に売りに出し、資金を調達する。
- ・ 適正な市場価格が成立すれば、市場で売買する投資家をプロに限る必要はなく、むしろ、市場の厚みを高めるため、米国、英国、EUと同様、マーケットプレイスを一般投資家も参加する代替的証券取引所に発展させる。



データ集

目次

- データ 1 未上場企業のエクイティ・ファイナンスが活発な米国、一部を除き極小規模な日本
- データ 2 米国では多様な成長企業が創業直後から市場でエクイティを調達する
- データ 3 ベンチャーファンド、PEファンドからの投資額は米国等と比較して日本は極小規模
- データ 4 日本のクラウドファンディングは主要国の中で最小、中小企業の成長投資は過半が銀行借入、エクイティ調達は極小規模
- データ 5 米国では個人を含む多様な投資家が未上場企業に投資、日本ではVCと事業会社中心
- データ 6 米国では成長に応じて調達額が拡大し大型 IPOを実現、日本では少額の調達が繰り返され小型のIPO (スモールIPO)となる
- データ 7 日本は諸外国の中でもエクイティ・ファイナンスが不活発
- データ 8 日本企業のエクイティ・ファイナンスは米国企業と比較して極めて小規模
- データ 9 日本のユニコーン企業は非常に少なく、グローバル企業に成長した企業も少ない。
この30年で米国等主要国の多くの新興企業がグローバル企業へ成長
- データ 10 米国等主要国ではエクイティ・ファイナンスが拡大し資本ストック型の経済成長が持続、
日本ではエクイティ・ファイナンスが振るわずし、資本ストックと経済成長が長期停滞

【データ1】未上場企業のエクイティ・ファイナンスが活発な米国、一部を除き極小規模な日本 * 1

◇ 米国では、レギュレーションDルール 506の私募を中心に、掌握公募、私募 で、未上場企業がエクイティを調達する。

- ・ 各州での少額公募 (500万ドル以下) から始まり (統計データなく、右の表には不記載)、SECの規則に基づく各種の制度で募集額を拡大しながら成長する。

◇ 日本では、証券会社の仲介による エクイティファイナンスが極小規模。

- ・ 証券会社が顧客へ仲介・投資勧誘する右の表の制度は、厳格な開示等の負担があり、あまり活用されていない。
- ・ スタートアップをはじめ、未上場企業がエクイティを調達するときは、自己募集で 50名未満の少人数私募を実施する。統計的データはない。
- ・ 特定投資家私募が開始され、実績を伸ばしは始めている。

＜少額公募・私募の各種ルール(免除規定)ごとの年間調達額等＞ * 2

証券取引法第5条の株式の公募 (Public Offering)	1兆2,000億ドル	132兆円	
免除規程 (Small public offering, Private Offering)	2兆7,263億ドル	299兆8,965億ドル	
レギュレーションDルール 506 (少人数私募+適格投資家私募)	1兆5,580億ドル	171兆3,800億円	26,905件
レギュレーションA (5,000万ドル以下の小規模公募)	10.4億ドル	1,146億円	
レギュレーションCF (株式投資型クラウドファンディング)	9.98億ドル	1,098億円	
レギュレーションDルール 504 (500万ドル以下の小規模公募)	2.28億ドル	251億円	476件
証券取引法第4条(a)(2)(私募)、ルール144 Aその他の免除規程	1兆1,670億ドル	128兆3,700億円	

(出所) SEC “Report to Congress on Regulation A / Regulation D Performance (2020)”

＜証券会社の投資勧誘(店頭取引)によるエクイティ調達等の実績＞

日証協の非上場株式投資勧誘制度	取引実績		実績が低い要因
店頭取扱有価証券投資勧誘 (2003年4月開始) (少人数私募)	累積取扱件数: 24件 (÷17年 = <u>約1.4件/年</u>) 累積発行総額: 約9,251億円 (÷17年 = 約544億円/年)	2003年4月～ 2020年 10月末現在 (約17年間)	会社案内書による有価証券報告書並みの開示が必要。* 3
株式投資型クラウドファンディング (2015年5月開始) 取扱業者: 5社	成立件数: <u>77件</u> 調達額総額: <u>19億3333万円</u>	2022年	募集額1億円未満、投資額1社50万円以下。
株主コミュニティ (2015年5月開始) 運営会員 (証券会社): 9社 (会員内の少人数私募)	取引銘柄数: 41銘柄 調達: <u>7件、約2億6,700万円</u> 転売: <u>1件、1,485万円</u>	2022年	運営する証券会社による会員募集が禁止される。
特定投資家向け銘柄制度 (J-SHIPS) (2023年7月開始) (特定投資家向けの私募・私売出し) 取扱会員 (証券会社): 10社	取引銘柄数: 10件 調達: 10件、139億円 * 4 転売: 0件	2024年7月まで	開始早々のため、証券会社の私募の経験が乏しく、審査経験が薄い。

- * 1 以下、データはコロナ禍の本格化や急激な円安の前の2021年までのもの。
- * 2 社債の発行額等を含むが、件数の90%以上がエクイティとされる。
- * 3 監査証明書付きの財務諸表も求められ、負担が重く、非上場大手企業の少人数私募などに活用されている。
- * 4 第1号はファンディーノ。野村証券が取り扱った3件、約60億円、20億円、40億円の案件を含む (新聞等公表情報)。

(出所) 日証協HP、日証協 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1回資料(2020) <1>

【データ2】米国では多様な成長企業が創業直後から市場でエクイティを調達する

◇ 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で私募又は少額公募をした金融業の以外の企業の業種は、スタートアップの多い技術系企業に限らず、不動産、広告、健康・医療から飲食業、農業など多岐にわたる。

＜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で私募又は少額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%

【データ3】ベンチャーファンド、PEファンドからの投資額は米国等と比較して日本は極小規模

◇日本では、ベンチャーファンドに関連するスタートアップに対する投資額は、2021年では、米国の約47分の1と極小規模になっている

- ・日本では、ベンチャーキャピタル関連からのスタートアップに対する投資額は、年間で米国の約47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23億円に対し、日本では、年間1社当たり約4億円)。

＜米国：スタートアップへのVC関連投資額と件数＞ ①÷②≒46.9

	2019	2020	2021	1ドル = 110円
投資額	1,448億ドル	1,671億ドル	3,328億ドル	36兆6,080億円 ①
投資件数	12,510件	12,173件	15,855件	
1件当たりの投資額	1,157万ドル	1,373万ドル	2,099万ドル	23億892万円

(出所) NVCA, 「2022 Yearbook」

＜日本：国内スタートアップの資金調達額と社数＞

	2019	2020	2021
調達額	5,847億円	5,334億円	7,801億円 ②
社数	2,575社	2,302社	1,919社
1社当たりの調達額	2.27億円	2.32億円	4.07億円

(出所) INITIAL, 「2021 Japan Startup Finance 国内スタートアップ資金調達動向」

◇日本のPEファンドからの投資額は、米国と比べて二桁違いの極少額となっている。

- ・プライベート・エクイティ・ファンド(PEファンド)のついては、米国と日本とで、さらに規模の格差が大きい。
- ・企業に新規の成長資金を提供するグロース投資は、米国では、投資額の2割程度、他はバイアウト投資及びカーブアウト投資。
- ・日本では、スタートアップや中堅・中小企業などへのグロース投資が増加し、全体の2割程度となってきているが、そもそもの投資額が小規模。

＜米国：PEファンドの投資件数と投資額＞

	2019年	2020年	2021年
投資件数	5,759件	5,709件	7,044件
投資金額	6,273億ドル	6,281億ドル	9,667億ドル
	83兆0392億円	75兆8547億円	113兆9318億円

(出所) NVCA, 「2023 Annual PE break down」

＜日本：PEファンドの投資件数と投資額＞

	2019年	2020年	2021
投資金額	0.92兆円	1.13兆円	3.2兆円
投資件数	90	96	137

(出所) JPEA 「日本におけるプライベート・エクイティ市場の概観」 (2023)

【データ4】日本のクラウドファンディングは主要国の中で最小、中小企業の成長投資は過半が銀行借入、エクイティ調達は極小規模、

◇日本の成長企業のクラウドファンディングからの調達額は主要国の中でも小さい。エクイティに関心ある中小企業も多いが、過半が融資を活用する。

◇クラウドファンディングは、各国でスタートアップや一般の中小企業の開業資金・成長資金の調達の場に発展している。

日本では、一部のスタートアップと小規模企業の創業・開業資金を中心に活用されている。

- ・日本では、募集額1億円未満、特定投資家以外の投資家1人1年間に1社当り50万円以下の制約の中、1回の調達額が数千万円程度となっている。

＜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)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。

◇日本でも、18%の中小企業が成長投資への資金を増資により調達している。借入金を選択したのは58%、この8割がそもそも増資を選択肢としていない。

＜中小企業の成長資金の調達手段＞

成長資金を用意するために、	
○増資を行った企業	18%
会社関係者以外による増資を行った企業	12%
経営陣やその家族、従業員等による増資	6%
○銀行等金融機関からの借入(社債を含む)を行った企業	58%

・成長投資への資金を借入にしたことに関し、全体の4割が、以下のように、やりたかったチャレンジができなかったと回答

- 借入金の返済に向けて 投資した事業から早期に利益を生み出さなければならず大きなチャレンジはしにくかった、
- 希望した金額を調達することができず、当初の予定よりも小規模な取組みしかできなかった

(出所) 中小企業庁「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)」

<https://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/shikinguri/equityfinance/index.html>

【データ5】米国では個人を含む多様な投資家が未上場企業に投資、日本はVCと事業会社中心

◇スタートアップへ投資する投資家の構成は、米国では、各種ファンドから、事業会社、金融機関、機関投資家、個人投資家と多様である。日本では、ベンチャーキャピタルと事業会社で過半近くとなる。

(出所)上: SEC DEAR (2018)、下: INITIAL 国内スタートアップ資金調達動向、

＜米国のレギュレーションDの少額公募・私募に応じた投資家の構成＞

	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%

＜日本のスタートアップへの投資家の構成＞

	ベンチャー キャピタル	事業法人 (CVCを 除く)	金融機関	海外金融機 関・海外事 業法人	個人、 個人会社	その他	総計
2020年	2,150億円	1,626億円	237億円	93億円	92億円	1,369億円	5,567億円
	38.6%	29.2%	4.3%	1.7%	1.7%	24.6%	100.0%
2021年	3,899億円	1,793億円	360億円	3,311億円	144億円	1,923億円	11,430億円
	34.1%	15.7%	3.1%	29.0%	1.3%	16.8%	100.0%

◇ベンチャーファンドへ投資する投資家の構成は、米国では、年金基金や財団等の大規模機関投資家で過半を占める。日本では、金融機関、他のベンチャーファンド、事業会社等。

・米国で年金基金等のファンドへの出資が大きい要因は、

- 1) ファンドのサイズが大きいため、1度に大規模な出資ができること、
- 2) ファンドの投資先企業の企業価値を市場価格で評価*1可能(日本ではDCF法等の算定評価)、投資先株式の転売可能、ファンドによっては出資持分も市場で転売可能などのため、ファンドへの出資のリスクも低くなること等が考えられる。

米国

＜米国と日本のベンチャーファンドの出資者の構成＞

財団	公的年金 基金	私的年金 基金	寄付 基金	事業 法人	保険会 社	PEファーム	FOFマネー ジャー	政府関係 機関	投資会社	その他	
20.2%	12.4%	13%	9.4%	9.1%	7.7%	7.4%	6.3%	4.2%	2%	8.4%	100%

日本

事業 法人	銀行 信金 信組	保険 会社	政府・地方 公共団体 (年金以外)	無限責任組 合員及び業 務執行組 合員	年金 基金	大学 学術 団体	個人 ・ 親族	海外 計	証券 会社	VC・FOF マネー ジャー	その他	
31.7%	16.9%	15.2%	12.5%	7.8%	6.6%	2.8%	2.2%	2.0%	1.4%	0.6%	0.3%	100%

(出所) 金融庁ベンチャーキャピタルに関する有識者会議(第1回)資料(日本はVEC(2022)、米国はPreqin(2020)のデータから同庁作成の資料。FOFとはFund of fundsの略。

*1 企業価値評価の基準であるIPEVガイドラインでは市場価格による算定が原則とされる。

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

【データ 6】米国では成長に応じてエクイティの調達額が拡大し大型 IPOを実現、

日本では少額の調達が続けられ小型のIPO (スモールIPO) となる

◇日本のスタートアップの成長段階ごとの調達額は、
米国より概ね一桁少ない。資金が不足してIPOを急ぐ。

- ・企業が成長するにつれて、米国ではスタートアップの調達額が急激に拡大するが、日本では拡大せずに、成長不足のままIPOを考える。

- ・スタートアップの成長ステージごとの調達額のイメージは、

日本 シード: 数千万から数億円、アーリー: 数億から十数億円、

ミドル～レイター 十数億から数十億円

米国 シード: 数億円から十数億円 アーリー: 数十億円

ミドル～レイター数十億円から数百億円

(出所) 上表: NVCA及びVECの2022のデータから算定。2021年(1ドル=110円)、日本は2021FY、下表: Pitchbook 2023。母数の相違があり、両者は比較できない。下表に該当する日本のデータは見当たらない。

<VCファンド等の成長段階別の1件当たり投資額>

2021	シード	アーリー	ミドル・レイター
米国	3億2,746万円	17億7,455万円	53億978万円
日本	7,749万円	1億2,529万円	2億918万円

<スタートアップの成長段階別平均調達額>

2021	シード	アーリー	ミドル・レイター
米国	2億2,000万円	11億0,000万円	17億8,200万円

◇米国では、ユニコーン企業等へ十分に成長してからIPOをして大規模に資金を調達する。中国、英国等もこれに続く。
日本では、IPO時の時価総額も調達額も小さい。調達額は韓国、インド、インドネシアより少ない。

- ・上場時の時価総額は、米国は10億ドル以上、香港なども5億ドル(550億円)以上がとなっている。日本では、多くが時価総額100億円未満程度、4割程度は50億円未満と小規模なものとなっている(スモールIPO)。上場時の調達額も下表のとおり少額となっている。

<主要国のIPOの件数と調達額>

2021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及び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による調達額(億ドル)	68億ドル	975億ドル	582億ドル	543億ドル	252億ドル	422億ドル	211億ドル	169億ドル	174億ドル	48億ドル
IPO件数(企業数)	128	308	108	243	231	95	96	110	86	55
IPO 1件当たりの調達額(億ドル)	0.5	3.2	5.4	2.2	1.1	4.4	2.2	1.5	2.0	0.9
IPO 1件当たりの調達額(億円、1ドル=110円)	58億円	348億円	593億円	246億円	120億円	489億円	242億円	169億円	223億円	96億円

(出所) EY 2021 Global IPO Trends。なお、日証協のデータでは、2021年の日本のIPOでは、120件、1408億円、平均調達額は11.7億円。

【データ7】日本は諸外国の中でもエクイティ・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、コロナ禍前の10年間、資本調達額が減少傾向。

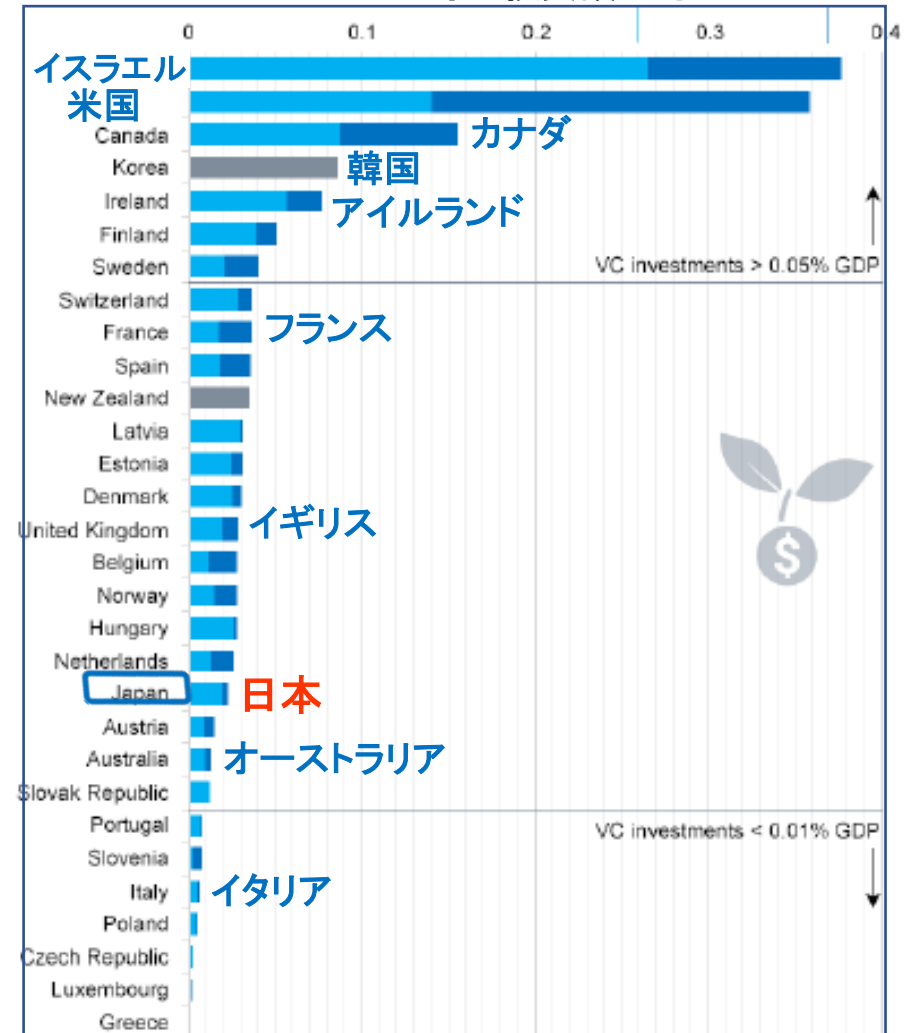
＜主要国のエクイティ調達額の推移＞

	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) SIFMA2021 Capital Markets Fact Book Global Equity issuanceに掲載の Dealogicのデータから作成

◇ ベンチャーキャピタル等の投資額の対GDP比は、日本はOECD諸国中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＞



(出所) OECD。

【データ8】日本企業のエクイティ調達は米国企業と比較して非常に規模、設備投資に対する割合も低い

◇米国企業と比べ日本企業のエクイティ調達額は非常に小規模。

- ・上場企業を中心としたエクイティファイナンスの年間データでは、米国は、日本の約42倍、1件当たりの調達額も桁違いに大きい。

米国* 1	公募 + 私募	公募 (Public Equity)	私募 (Private Placement)	
2021年	4,545億ドル	4,362億ドル	183億ドル	
1ドル = 110円	49兆9,950億円	47兆9,820億円	2兆130億円	
	1,426件	1,391件	35件	
1件当たり	3.19億ドル	3.14億ドル	5.23億ドル	
	351億円	345億円	575億円	
日本	公募 + 第三者割当	公募	第三者割当	その他 私募
2021年	1兆1,909億円	6,970億円	4,939億円	総計的 データ 不明
	410件	167件	243件	
1件当たり	29億円	42億円	20億円	

(出所)米国は、SIFMA "Capital Markets Fact Book 2022"。日本は、日証協 全国上場会社のエクイティファイナンスの状況。

* 1 米国の公募には新規上場 (initial public offering) とその他の公募 (secondary offering, follow-on)を含む。私募のデータは、大手投資銀行が取り扱ったもの。ルール144Aの私募転売は除かれている。

◇米国と比べ日本企業のエクイティ調達額の設備投資に対する割合は非常に低い。

- ・ 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9】日本のユニコーン企業は非常に少なく、グローバル企業に成長した企業も少ない この30年で米国等主要国の多くの新興企業がグローバル企業へ成長

◇ 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	18	5
アイルランド		
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

- ・ 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大きく減少。

【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

◇ 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

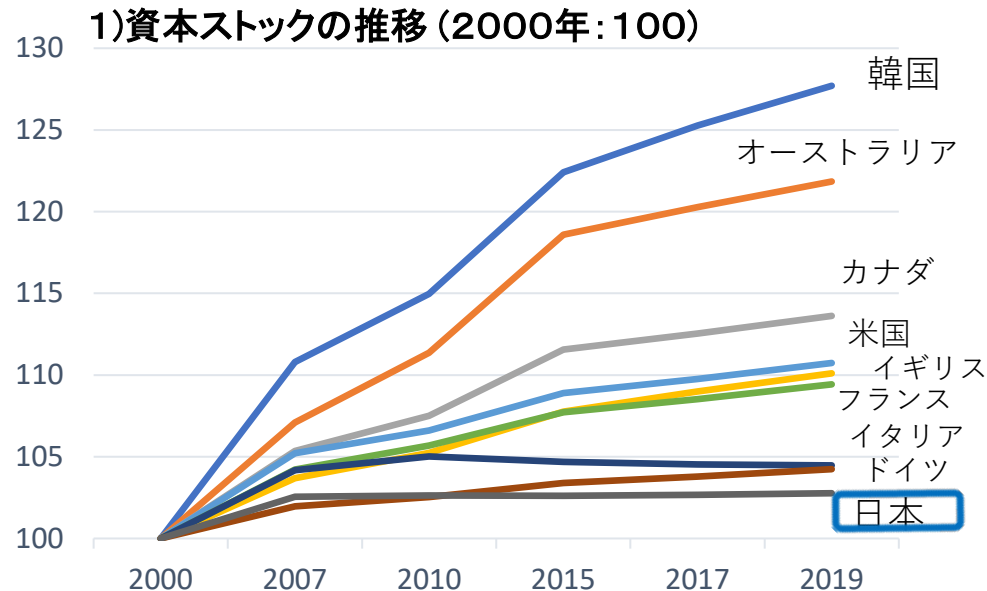
日本国内 順位	フォーブ ス順位	社名	設立年
2	27	ソフトバンク	1981

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	フィザーブ	1984

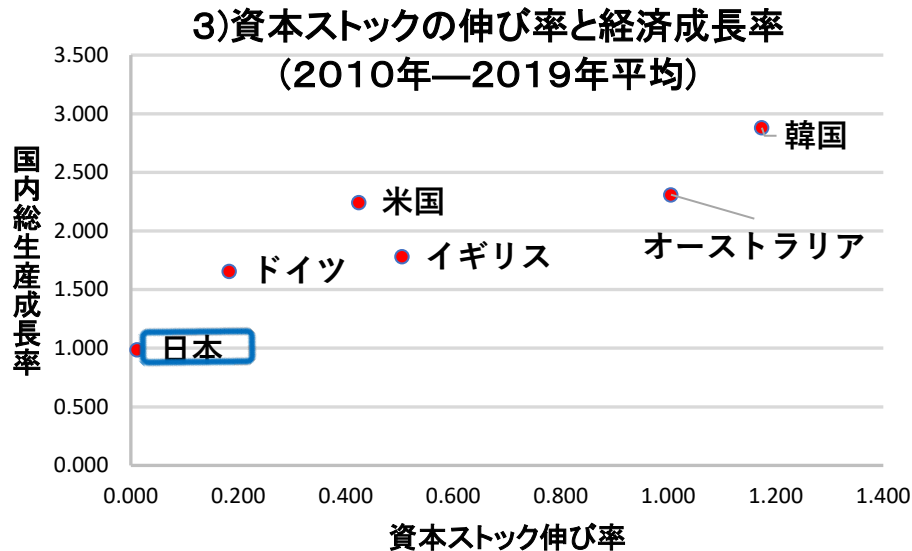
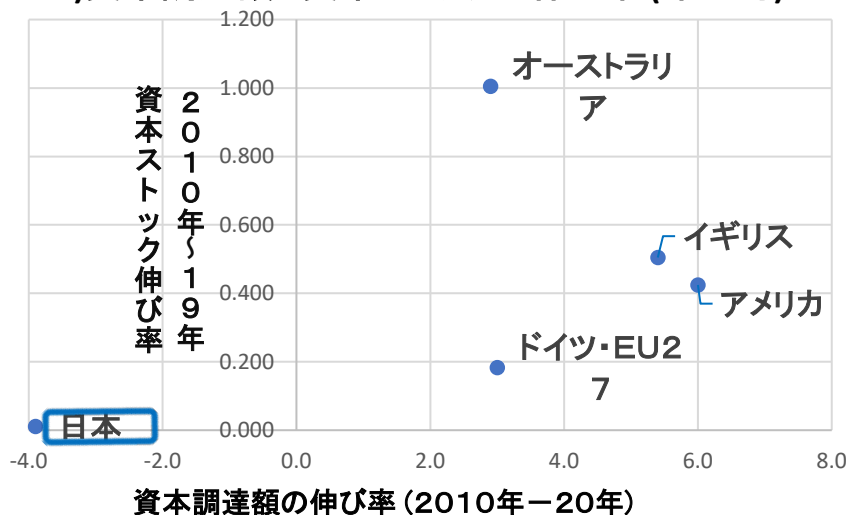
【データ10】米国等主要国ではエクイティ・ファイナンスが拡大し資本ストック型の経済成長が持続、日本ではエクイティ・ファイナンスが振るわず資本ストックと経済成長が長期停滞

◇日本では、エクイティ・ファイナンス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)の調達が発達した国ほど、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額は、-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)



◇ 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、一部内容を追加したものである。

- ・ 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) <https://policycommons.net/artifacts/1560981/pdp/2250774/>
- ・ 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)
- ・ 「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)の促進ー日本の成長企業の投資加速・個人資産の拡大と経済成長ー(2022年5月10日)
- ・ 書籍「未上場株式市場(プライベート・エクイティ・マーケット)と成長企業ファイナンス(2024年3月)