

**日本の株式市場改革の遅れと
中堅・中小企業、ベンチャー企業の成長停滞
—未上場株式市場（プライベート・マーケット）の整備の方向性—**

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

事業創造大学院大学 客員教授

田所 創

日本の株式市場改革の遅れと中堅・中小企業、ベンチャー企業の成長停滞*1

1. 未上場株式市場（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*2

- 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—
- 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—

2. 資本を調達して成長する米国企業、銀行融資で成長するしかない日本企業

- 米国では、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—
- 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—

3. 株式市場のパフォーマンス

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

4. 資本による成長がほとんどできない日本の中堅・中小企業、ベンチャー企業

- 日本企業の資本調達額は、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—
- 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—
- 日本の機関投資家・個人投資家は未上場株式を購入・転売できずに未上場企業へほとんど投資しない。ファンドへの投資も限定的でベンチャーファンドの規模も抑制される—
- 米国では、多様な業種の企業が、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—
- 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—
- 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—

*1 本資料は、独立行政法人経済産業研究所ポリシー・ディスカッション・ペーパー (Policy Discussion Paper)20-P-022 「JOBS Acts による米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本 (2020年9月)」 の概要に、データ等内容を追加して作成したものである。

*2 「未上場株式」は、「未公開株式」や「非上場株式」とも呼ばれる。後者には上場企業が発行した株式のうち上場されてない銘柄などを含む。

5. 株式資本主導型の成長を続ける米国その他の国々、これに遅れる日本

—米国その他の国々では、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。日本の中堅・中小企業・ベンチャー企業は、エクイティ・ファイナンスができずに、成長が停滞する—

—プライベート・マーケットにおけるエクイティ・ファイナンスは、企業の成長を加速し、個人資産を拡大し、資本ストックの蓄積と生産性の向上、及び設備投資と個人消費増による経済成長を促進する—

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

—米国では、まず未上場株式の店頭取引・店頭市場を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—

7. プライベート・マーケットのと取引規制と市場制度—米国と日本の比較

—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—

—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ができる環境ではなく、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—

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制

—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、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—

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

—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—

—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—

10. プライベート・マーケット整備のための7つの制度改革

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

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

○ 上場株式市場 (パブリック・マーケット) 上場企業 4,397社
・証券取引所 16ヶ所

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

・上場株式店頭市場*1 (うちATS*2を用いた店頭登録市場：37市場*3)

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

ATS店頭登録市場：7市場。

最大手 OTC Markets ATS運営会社：OTC-Link。

市場区分OTCQX市場, OTCQB市場, PINK市場 3,931銘柄。

グレーマーケット
(州際店頭市場)
2,763銘柄

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

クラウドファン
ディング*5
運営会社 51社,
発行会社 591社

・各州の店頭市場 (参考：2013-17年私募実施企業 83,802社)

ローカル・ストック・マーケット (州内店頭市場) 50州

○ 証券会社・登録外務員 3,607社, 63万人

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

○ 上場株式市場 上場企業 3,652社
・証券取引所 4ヶ所

東京証券取引所 (取引高の99.9%が集中)
市場第1部, 第2部, ジャスダック, マザーズ, TOKYO・PRO・Market

名古屋証券取引所
福岡証券取引所
札幌証券取引所

・上場株式店頭市場

取引所外取引 (店頭市場) うちPTSを用いた店頭登録市場：運営会社2社
ジャパンネクスト証券(株) (JNX), チャイエックス・ジャパン(株) (Chi-X)

○ 未上場株式市場

店頭取扱有価証券制度等 (取引の実態が乏しい)

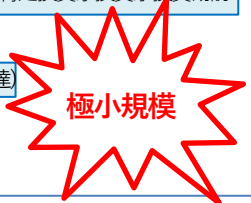
企業評価能力のある特定投資家投資家投資勧誘

株主コミュニティ (24銘柄)

クラウドファンディング (運営会社6社, 年平均41件が計6億7,000万円調達)

M&A仲介取引 (261事業者)

縁故増資 (第三者割当増資)



○ 証券会社・登録外務員 266社, 7.6万人

- *1 「店頭取引」とは、証券会社と顧客 (発行会社、投資家) との取引、「店頭市場」とは、多数の証券会社の連携による店頭取引の連鎖・集積をいう。
- *2 「ATS」「PTS」とともに証券会社が設置する電子市場取引システムをいう。
- *3 「店頭登録市場」店頭市場のうち、市場運営者の下、証券会社が会員となって、銘柄登録、気配値・売買価格の共有等の下、売買注文の集約・調整と価格決定等の「市場取引」が行われる組織を呼ぶ。
- *4 「未上場株式マーケットプレイス」とは、未上場株式を発行会社・投資家、投資家相互がオンラインで主に相対で売買するプラットフォームをいう。
- *5 「クラウドファンディング」とは、発行会社が直接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をいう。

1. 未上場株式市場が発達していない日本の株式市場 (2)

—中国、英国その他の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—

(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。

<p>日本：東京証券取引所一極集中構造</p> <p><上場株式市場 (パブリック・マーケット)></p> <p>東京証券取引所 ・市場第1部, 第2部, ジャスダック, マザーズ, TOKYO・PRO・Market 名古屋, 福岡, 札幌証券取引所</p> <p>上場株式店頭市場 (PTS運営会社2社)</p> <p><未上場株式市場 (プライベート・マーケット)></p> <p>株主コミュニティ (24銘柄) (2021年6月)</p> <p>クラウドファンディング (運営会社6社, 年平均41件が¥16億7,000万円調達) (試算)</p> <p>極小規模</p>	<p>中国</p> <p>○上場株式市場</p> <p>上海証券取引所 ・メインボード (1,478社) ・科创板 (25社)</p> <p>深圳証券取引所 ・メインボード (472社) ・中小企業ボード (934社) ・創業板 (764社)</p> <p>私募市場</p> <p>○未上場株式市場</p> <p>新三板市場 (9,921社) (店頭登録市場)</p> <p>三板市場 (店頭登録市場)</p> <p>クラウドファンディング (運営会社105社)</p> <p>産業権利交易所 (全国8都市)</p>	<p>英国</p> <p>○上場株式市場</p> <p>ロンドン証券取引所 (LSE) ・メイン市場 (1,100社)</p> <p>○未上場株式市場</p> <p>店頭登録市場 (2) LSE・AIM (850社), AQSE Growth Market</p> <p>私募市場</p> <p>未上場株式マーケットプレイス</p> <p>クラウドファンディング</p>
<p>インド</p> <p>○上場株式市場 (5,332社)</p> <p>証券取引所 (4) ボンベイ証券取引所 (BSE) 国立証券取引所 (NSE)</p> <p>Over-the-Counter Exchange (OTCEI) (店頭登録市場)</p> <p>私募発行市場</p> <p>○未上場株式市場</p> <p>店頭市場 (Over-the-Counter)</p> <p>未上場株式マーケットプレイス</p> <p>クラウドファンディング</p>	<p>ドイツ</p> <p>○上場株式市場 (570社)</p> <p>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, デュッセルドルフ, ハンブルク, ミュンヘン, シュトゥットガルト)</p> <p>Over-the-Counter (店頭市場)</p> <p>○未上場株式市場</p> <p>店頭登録市場 FWB・エントリースタンダード (138社) (新興市場) FWB・クオテーションボード</p> <p>私募市場</p> <p>クラウドファンディング</p>	<p>韓国</p> <p>○上場株式市場</p> <p>韓国取引所 (KRX) ・有価証券市場 ・KOSDAQ市場 (店頭市場)</p> <p>第三市場 (店頭市場)</p> <p>場外取引市場</p> <p>○未上場株式市場</p> <p>K-OTC PRO (店頭登録市場)</p> <p>K-OTC (店頭市場) (119社)</p> <p>クラウドファンディング</p>

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—

(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。

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。

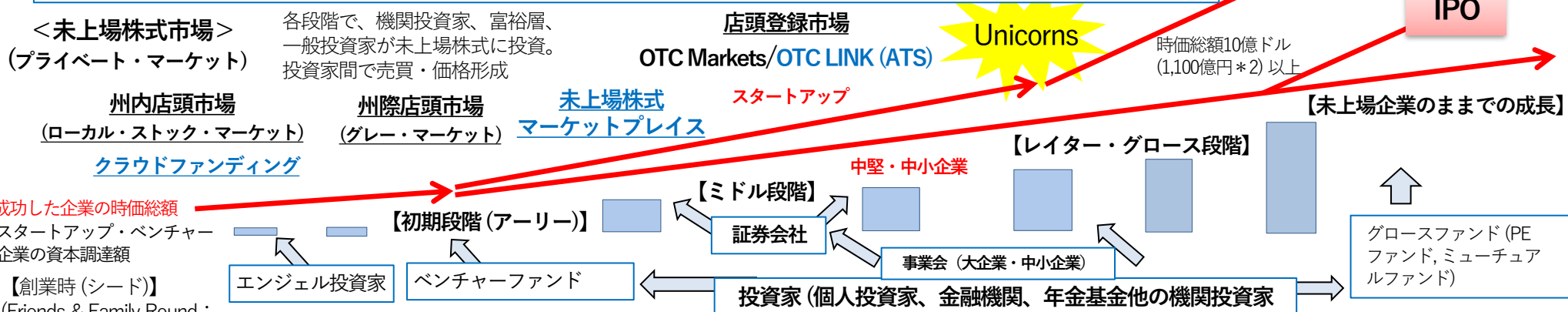
- ・スタートアップ・ベンチャー企業は、成長初期段階はエンジェル投資家やベンチャーファンドから、その後、プライベート・マーケットから資本を調達する。時価総額が急激に拡大してユニコーン企業になるなど十分成長した後に上場し、パブリック・マーケットで巨額の資本を調達してグローバル・メジャーとなる。*1
- ・小規模企業、中堅・中小企業も、同様にプライベート・マーケットで資本形成を進め、大企業となって上場してグローバルに成長するか、未上場企業のまま資本調達を続け、資本形成と企業成長を継続する。

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。



成功した企業の時価総額
スタートアップ・ベンチャー
企業の資本調達額

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

*1 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 1ドル=110円で換算している (以下同じ)。

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

—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—

(2) 日本では、未上場株式市場がほとんど発展していないため、企業は、創業後、ファンドの資金を得られたスタートアップ・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。

① 企業が銀行融資中心に資金を調達する。

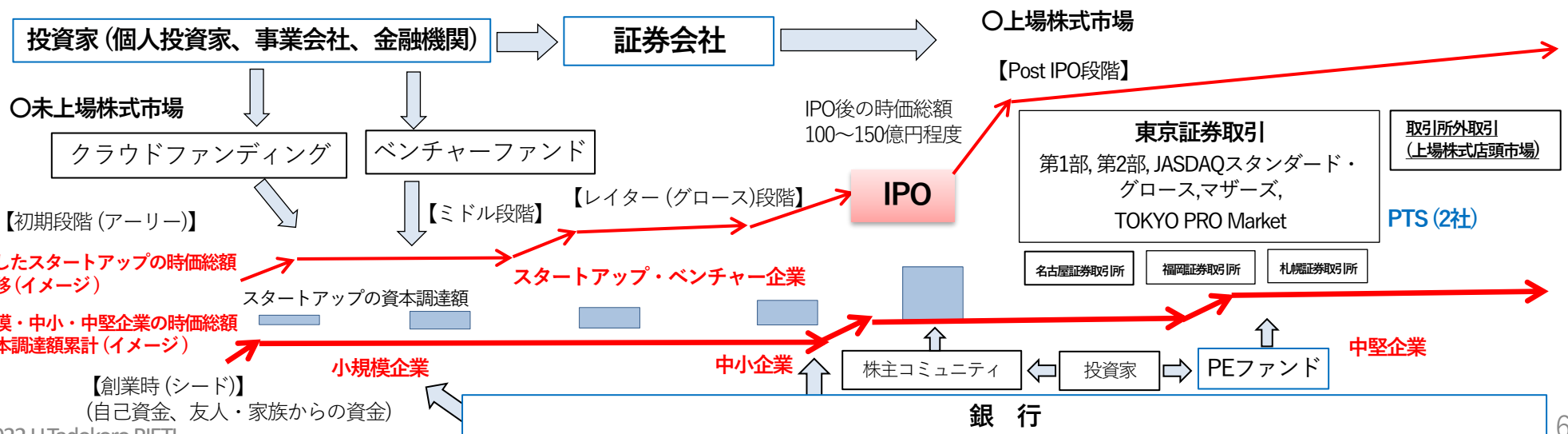
- ・創業するときは、米国と同様に、自己資金と友人・家族から集めた資金で事業を開始する。
- ・スタートアップ・ベンチャー企業は、ベンチャーファンド等からの投資に頼ってIPOにたどり着く。小規模企業、中堅・中小企業は、銀行からの融資で投資資金を調達する（極一部がクラウドファンディングを活用する）。

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。



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)

—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—

(1) プライベート・マーケットでの株価の上昇・時価総額の拡大とユニコーン企業・大企業への成長

米国では、プライベート・マーケットで、企業価値・株価が上昇し、時価総額が拡大すると、これが投資家を集め、次の資本調達額を拡大し、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) —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—」参照。)

○ 資本調達額、累計額と時価総額の推移(イメージ図)

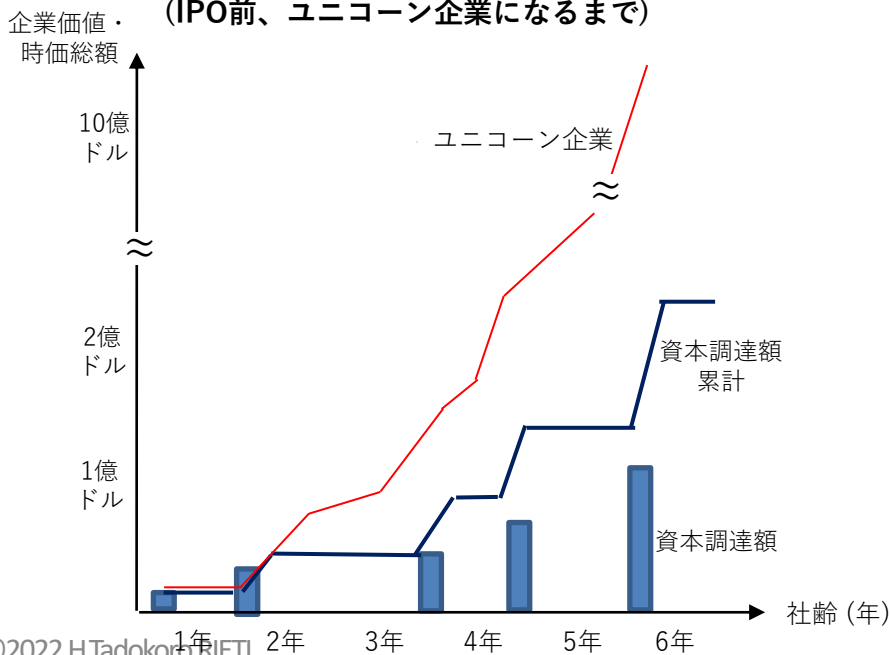
① スタートアップ・ベンチャー企業の株価・時価総額の急上昇とユニコーン企業への成長

・米国では、スタートアップでは、競争優位が実証され、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額が拡大する。

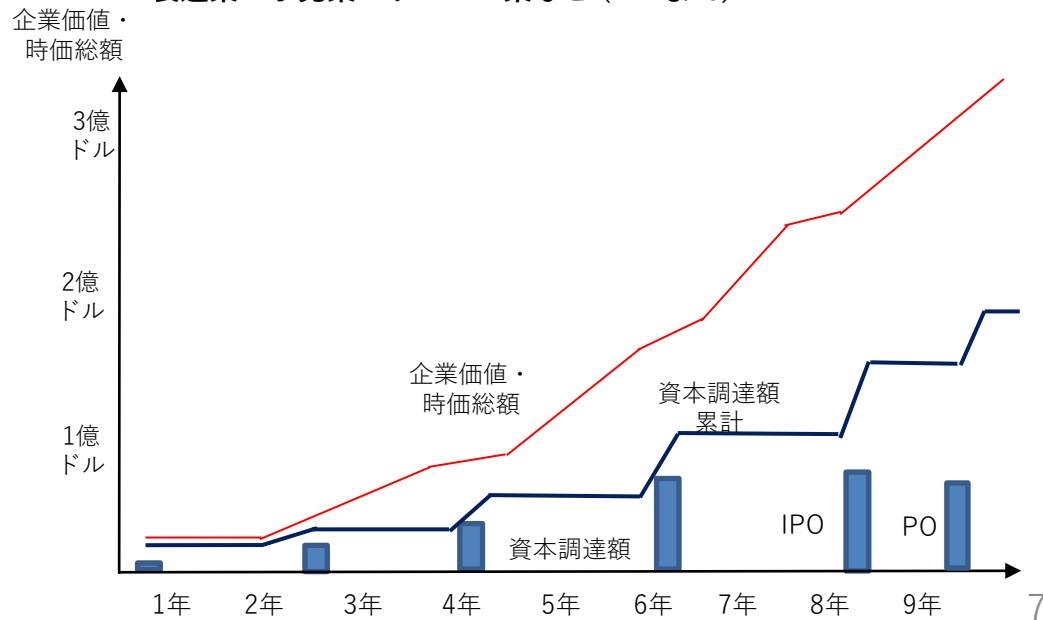
② 小規模、中堅中小の成長企業の資本形成と株価上昇・時価総額の拡大

・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。

①-1 米国 スタートアップ・ベンチャー企業 (IPO前、ユニコーン企業になるまで)



② 米国 スタートアップ以外の成長企業 製造業・小売業・サービス業など (IPOまで)



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)

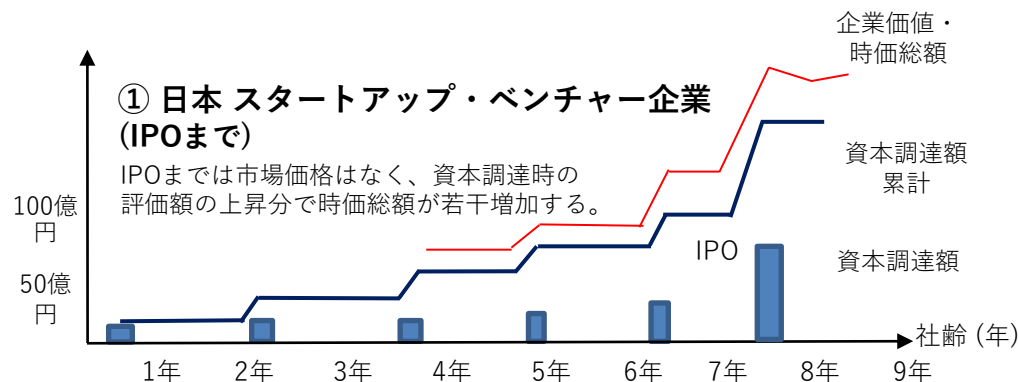
—日本では、時価総額の拡大もなく、スタートアップがユニコーン企業になることは困難を極める—

(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

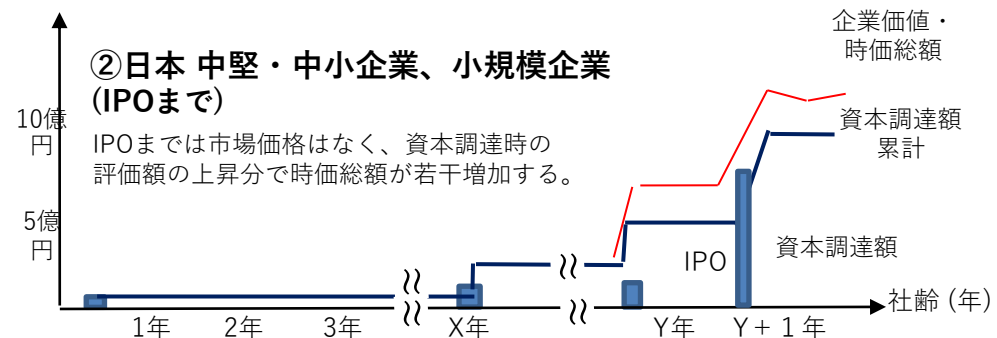
- ・日本では、スタートアップ・ベンチャー企業では、自己募集が厳格に規制され、プライベートマーケットもないため、第三者割当増資による企業価値評価による評価額に基づく資本の調達となる。
- ・資本の調達先を主にベンチャーファンドに求める。次第に事業会社等からの調達も増え、少額の調度を多数行って成長する。
- ・未上場株式に市場価格が成立せず、ベンチャーファンド等からの資本調達額の累計を時価総額が超えることもほとんどなく、国内でユニコーン企業へと成長することは大変困難である。IPO時の調達規模も限られている。



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」
<https://legaltec.jp/2020-ipo-finance-mothers/>)



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)

—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—

(2) 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、株価を上昇させ、企業価値・時価総額を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。このような米国型の株式市場の構築を進める英国、EC諸国、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。

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

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

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

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

出所: 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)

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

(3) 株式市場の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、米国と比べて証券市場のパフォーマンスが低くなる。このように、未上場株式の個人の資産形成への貢献は限定的となっている(個人金融資産1,854兆円中10.6%が株式。米国では84兆ドル(9,282兆円)中18.5%)。

○ 米国は日本と比べて企業の収益力が高く、これが株価へ反映されている。

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

○ 株式による金融資産の蓄積：米国では日本と比べて金融資産に占める株式の割合が高い。

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

*1 SEC : Securities and Exchange Commission .

*2 セーフ・ハーバー・ルールとは、これに従えば法律に違反することはない規則を呼ぶ。詳細はP.26以降を参照。

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

—日本企業の資本の調達額は、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—

(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 (証券取引所等のパブリック・マーケットからの調達*1) 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 (約40分の1)。未上場株式市場が発展していない中、未上場株式による資本調達は、極少額となっている。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が行われる。

○ 米国と日本の企業の資本調達額には大きな格差がある。

米国	公募+私募	公募 (Public Equity)	私募*1 (Private Placement)
2018年	2,335億ドル	2,212億ドル	123億ドル
1ドル=110円	25兆6,854億円	24兆3,364億円	1兆3,490億円
2019年	1,046件	1,004件	42件
1件当たり	2.23億ドル	2.20億ドル	2.92億ドル
	246億円	242億円	321億円

日本	公募+第三者割当	公募	第三者割当	私募
2018年	9,218億円	5,862億円	3,356億円	統計的データ不明 (左記参照)
	463件	155件	308件	
1件当たり	20億円	38億円	11億円	

・公募による調達額は、米国は日本の41.5倍、日本の公募の額に第三者割当ての額を加えても26.4倍、一件当たりの公募額は6.4倍。

*1 公募には新規上場 (initial public offering) とその他の上場 (follow-on) を含む。*2 補足された範囲のデータと考えられる。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)。*3 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。

○ 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。

日証協の 非上場株式投資勧誘制度 (一定の実績のあるもの)	取引実績 (日証協のデータから)	
株式投資型 クラウドファンディング (2015年5月～)	取扱業者: 6社 累積成立件数: 222件 (÷6年=約37件/年) 累積発行総額: 約67億円 (÷6年=約9.6億円/年)	2021年5月末現在 2015年5月～2021年5月末現在 (約6年間)
株主コミュニティ (2015年5月～)	運営会員 (証券会社): 6社 取引銘柄数: 24銘柄 累計売買金額: 約29億円 累計募集・私募金額: 約21億円 (3件*4)	2021年6月18日現在 2015年5月～2020年6月18日現在 (約6年間)
店頭取有価証券 投資勧誘 (店頭規則6条)*5 (2003年4月～)	累積取扱件数: 24件 (÷17年=約1.4件/年) 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)

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

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

(2) スタートアップ・ベンチャー企業の資金調達とIPOの規模

- ・日本では、IPO前のスタートアップ・ベンチャー企業に対する投資額は年間で米国の約33分の1と極小規模になっている(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、レイターと企業が成長するにつれて、米国では一件当たりの投資額が急激に拡大するが、日本では拡大せずに、レイターステージの資金が不足することになる。
- ・日本のスタートアップ・ベンチャー企業は、未上場株式市場が未発達で、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 ÷ 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
	1億7,849万円	12億879万円	39億5,041万円
2019年	201万ドル	1,113万ドル	2,968万ドル
	2億2,069万円	12億2,411万円	32億6,479万円

出所：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。
- ・日本では、多くが公募価格で時価総額100億円未満程度であり、初値で時価総額が150億円から200億円になると成功と言われる*1。スモールIPOと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.9 参照)と、米国ではレギュレーションAのミニIPO(募集額7,500万ドル(82.5億円)以下)の範囲となる。

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

—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—

(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未上場株式が市場価格で時価評価できることもあり、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: INITIAL, 「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)

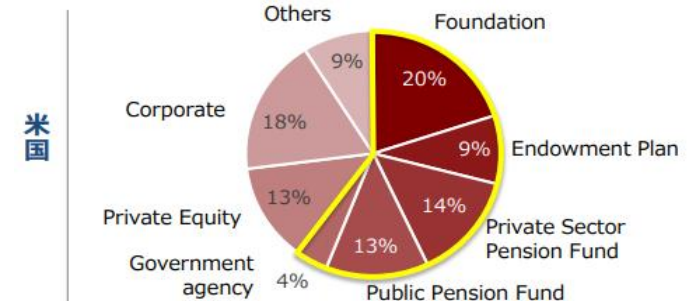
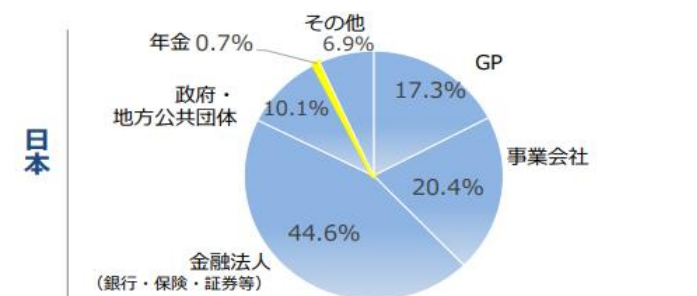
	ヘッジ ファンド	PE ファンド	VC ファンド	その他の ファンド	金融 サービス	不動産業	非金融 投資家*2	合計
投資家数	35,218	27,174	9,097	38,824	20,868	69,705	115,403	316,288
割合	11.1%	8.6%	2.9%	12.3%	6.6%	22.0%	36.5%	100.0%

出所: DEAR レポート(2018)。

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

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

③ ベンチャーファンドへの投資家の構成割合



出所: 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。

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

—米国では、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—

(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

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

○米国では、レギュレーションDの私募に基づき、コンピューター・バイオ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)

—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—

(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144A** (適格機関購入者への転売)

① 2009-2017年のレギュレーションDによる私募等の募集規模別の件数

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

出所: SEC DERA (2018) 図表7a。

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

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

出所: Gosselin, dbbmckennon, 29. January 2019, "Reg A+ 2018 Year in Review - Looking to 2019".

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

*1 レギュレーションDに関するデータは、SEC Division of Economic and Risk Analysis (DERA) の報告書(2018年10月)の各図表による。同レポート図表3では、レギュレーションDによる募集の件数中、資本が65.5%、ファンドへの出資金が26.4%、社債が13.0%、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。

○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1,000万ドル以下(500万ドル以下から引き上げられた*2)の小規模公募。
- ・ルール506(b): 洗練された投資家(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き上げられた*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。

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

—日本の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—

(6)PEファンドからの投資額とM&A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
	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 & expansion	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

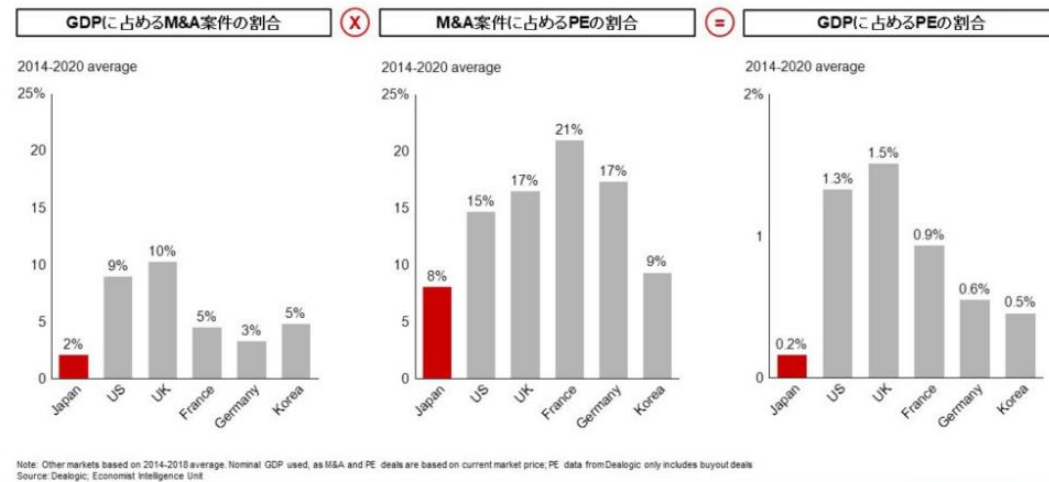
(出所)平成30年度中小企業白書第2-6-6図 M&A件数の推移、中小企業庁_令和元年11月7日「事業引継ぎガイドライン」改訂検討会第1回「資料3-1」

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)

—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。—

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

・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)

米国では、創業直後から小規模企業、中堅・中小企業が未上場株式市場(プライベート・マーケット)で未上場株式を発行して資本(エクイティ)を積極的に調達し、大胆に投資する。事業計画の実現のため必要な投資額を募るため多数の多様な投資家に投資勧誘をする。

企業価値評価による公正価格を基に、多数の投資家への勧誘と交渉で株価が算定され、多数の投資家にリスクが分散・シェアされて、成功見込みの高いビジネスに資金が集中して集まる。プライベート・マーケットでの未上場株式の株価の上昇と時価総額の拡大が、さらなる投資を集め、企業の資本調達を後押しする(成長加速効果)。

こうして、競争力の高いビジネスモデルを実現し、事業を拡大し、収益性を高め、又は負債を資本に替えて財務を改善し、大企業へと成長し、上場してグローバルメジャーを目指す。

・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)

マーケットベースのエクイティ・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、消費を増やし、経済を成長させ、雇用を生み、国民の生活水準を向上させると広く認識されている。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、このような、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。

※ 以下、本章の記述については、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」参照。

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)

—日本の中堅・中小企業・ベンチャー企業は、エクイティ・ファイナンスができずに、成長が停滞する—

(2) 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日本の中堅中小企業、スタートアップ

- ・日本では、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、米国企業を先頭にエクイティ主導のダイナミックな成長を続ける多くの国々の企業を追いかけることも大変困難な状況にある。
- ・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、一部の関連会社等からの縁故出資等を除き、未上場株式によって有限責任、返済不要の資本を調達できずに、リスクの高い事業に大胆に投資して成長することが、かなり困難な状況にある。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。

<株式会社とマーケットベースのエクイティファイナンス>

- ・リスクの高い事業を始める事業家が、有限責任のもと、返済不要の資金(資本 (equity)) を、転売・換金可能な証券を発行して、多数の投資家から集め(@プライマリー・マーケット)、これを投資して、利潤から配当を支払う仕組みである。
- ・株式会社のメリットは、有限責任、返済不要の資本という資金の性格に加えて、これが株式として流通して(@セカンダリー・マーケット)市場性のある投資対象となることにある。⇒株式会社においては、事業リスクを多数の投資家に分散することができるので、魅力のある事業には、多くの投資家が株式を購入し、多額の資本が集まり、経営者は、経営責任のみを負って、この資本を用いてリスクのある事業に大胆に投資することができる(所有と経営の分離)。

⇒十分に機能する株式資本市場(プライマリー及びセカンダリー)があってこそ、株式会社という仕組みが生きる。

<資金の本来の用途>

「資本」⇒新技術・新商品開発、新規投資、市場開拓、財務改善等 「融資」⇒運転資金、安定収益が見込まれる固定資産の購入等

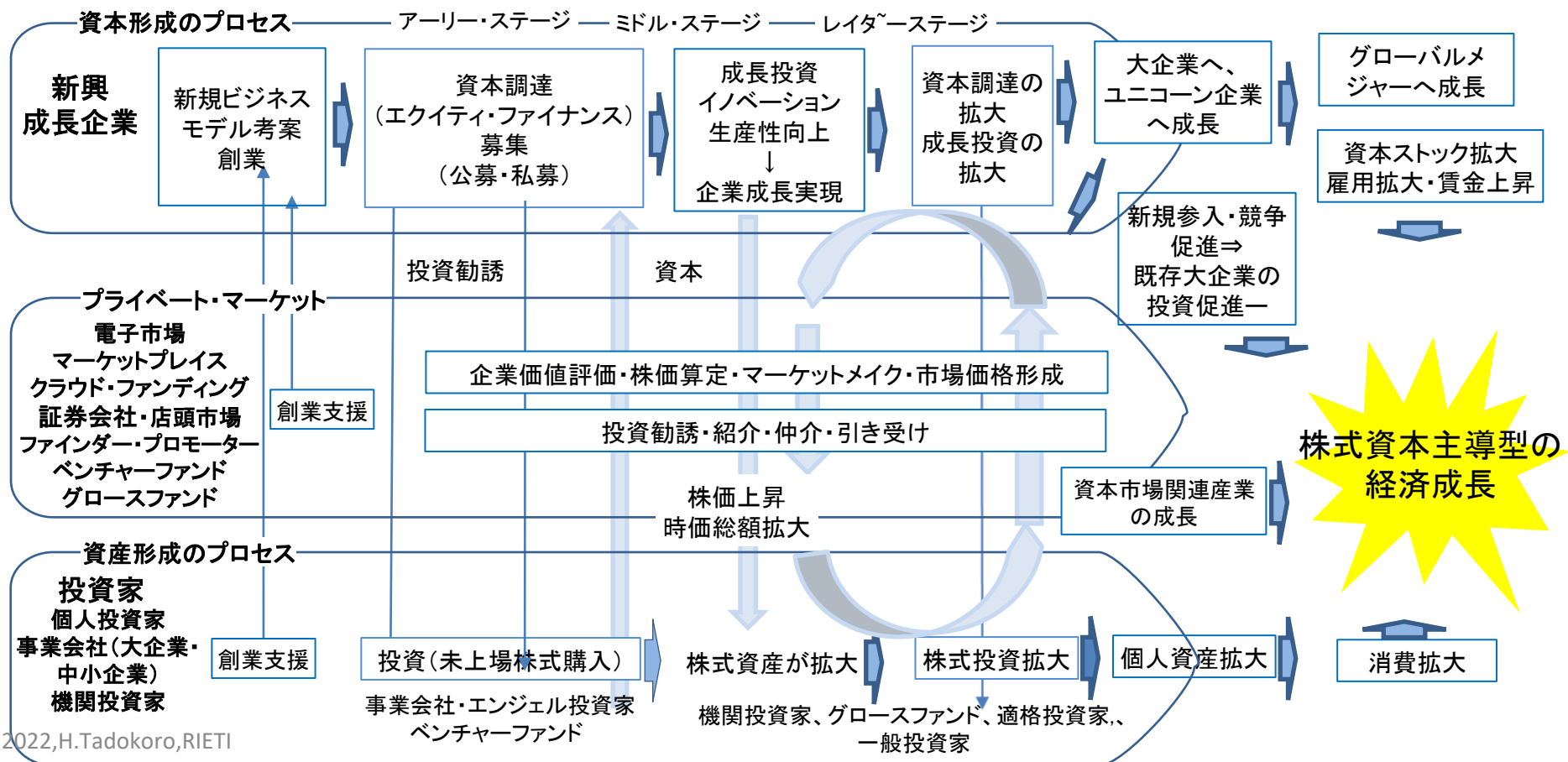
⇒このように市場を通じて「資本」を活用できないことが、米国、その他の国々の企業と比べた日本企業の投資の量と質の違いを生み、特に中堅・中小企業、ベンチャー企業のイノベーションと成長の停滞を招き、生産性の格差となって企業の中長期的な国際競争力を低下させる。未上場株式市場が十分機能していないことが、日本で資本ストック型の経済成長が進まない要因の一つとなっているのではないかと(失われた30年)。

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 (3)

— プライベート・マーケットにおけるエクイティ・ファイナンスは、企業の成長を加速し、個人資産を拡大し、資本ストックの蓄積と生産性の向上、及び設備投資と個人消費増による経済成長を促進する —

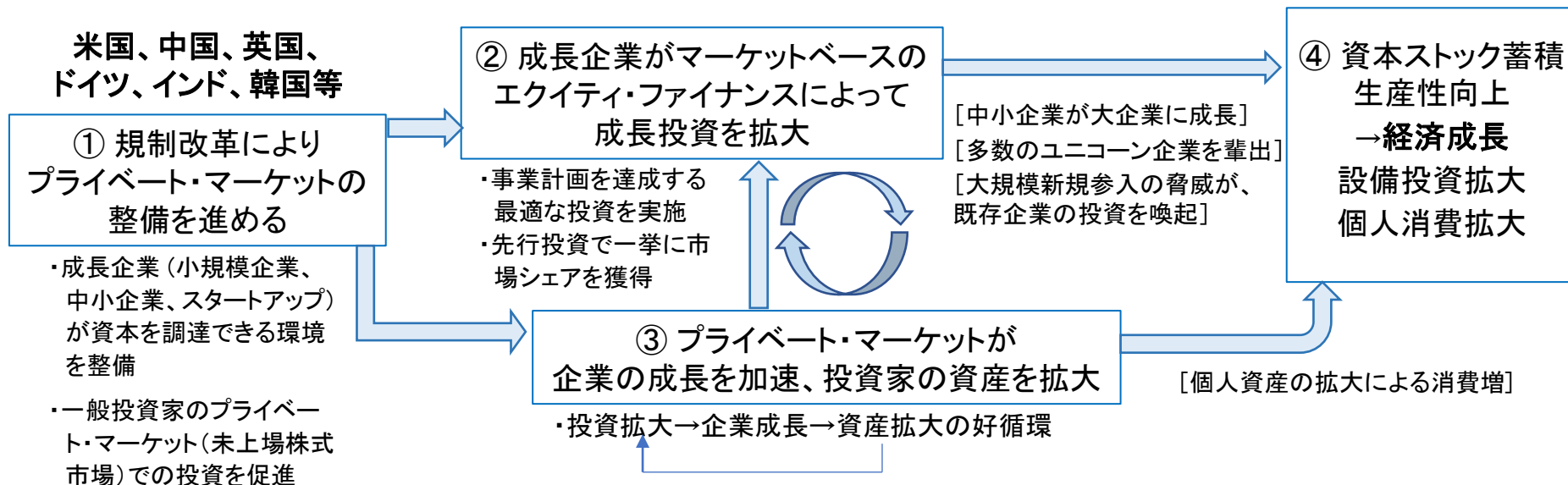
◇プライベート・マーケットを基盤とするエクイティ・ファイナンス

- ・企業が資本を調達し、投資し、成長を実現すると、プライベート・マーケットで企業評価額・時価総額が上がり、投資家の資産が拡大する。これが次の資本調達額・投資額を拡大させ、企業成長を加速させる。
- ・設備投資による資本ストックの蓄積と生産性の向上が実現し、企業の成長による雇用拡大・賃金増及び株式資産の拡大による所得の再配分と個人消費の増加が実現し、経済成長を後押しする。

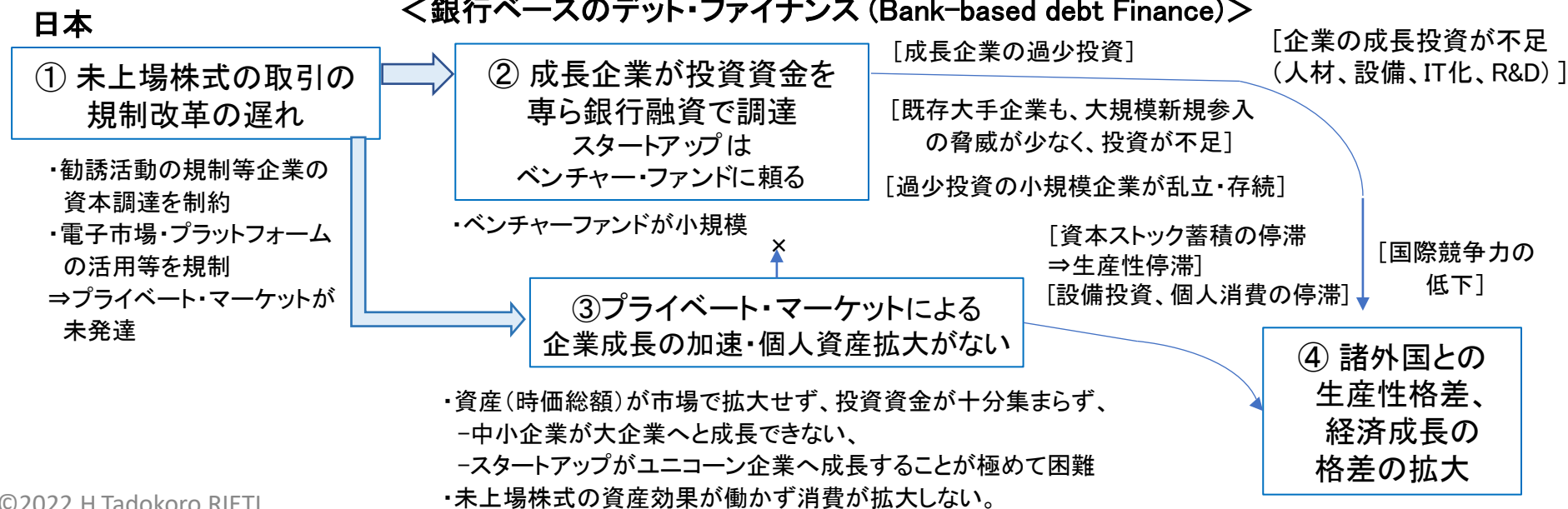


【全体フロー図】 プライベート・マーケットでのエクイティ・ファイナンスによる 企業の成長・個人資産の拡大と経済成長

＜マーケットベースのエクイティ・ファイナンス (Market-based equity finance)＞



＜銀行ベースのデット・ファイナンス (Bank-based debt Finance)＞



6. 日本でプライベート・マーケットが未発達な要因 — 米国と日本の株式市場改革の経緯 (1)

— 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—

(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、証券会社がオンライン・トレーディング・プラットフォームを導入し、店頭取引のオンライン化が進む。

6. 日本でプライベート・マーケットが未発達な要因—米国と日本の株式市場改革の経緯 (1) (続き)

3) Nasdaq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年代から店頭取引における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) を導入して、2000年代後半には、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*2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 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。

*2 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。

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

○ Nasdaq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 (Nasdaq)を設置。
- ・1984年 Nasdaq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)を導入。
- ・2006年 Nasdaqが証券取引所の登録を受ける。

○ OTCBB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。

○ 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-QX、OTC-QB、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. 日本でプライベート・マーケットが未発達な要因—米国と日本の株式市場改革の経緯 (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店頭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、その後も店頭取引は盛んに行われる。
- ・1963年には取引の公正性と投資家保護のため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、証券会社が未上場株式の投資勧誘することを原則禁止した。この枠組みが基本的に今日まで続く。

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、店頭登録市場が低迷したため、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、店頭登録銘柄の投資勧誘の解禁(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店頭売買有価証券市場となり、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募及び少人数私募等の免除取引を導入したが、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、企業価値評価等が可能な特定投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘を導入したところである。

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

3)未上場株式の投資勧誘の一部解禁と低迷

- ・1996年 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。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)。
- ・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誘。

◇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、店頭登録市場を中堅・中小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)さらなる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、金融ビッグ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(株)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。

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。

*1 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。

7. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度(概要)(1)―米国と日本の比較

―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―

◇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。

上場株式市場

未上場株式市場

	米国	日本
上場株式の取引規制・市場制度	<p>株式公募制度《会社情報の厳格な開示義務》</p> <p>証券取引所 (市場取引) ニューヨーク証券取引所, ナスダック市場など 計16ヶ所</p> <p>店頭登録市場 *1 (市場取引) (ATS/PTS市場) 証券会社の店頭取引 (店頭市場)</p> <p>第2市場 (証券取引所会員証券会社), 第3市場 (同非会員) / ATS (運営会社 33社)</p>	<p>株式公募制度《会社情報の厳格な開示義務》</p> <p>東京証券取引所 (市場第1部, 第2部, ジャスダック, マザーズ, TOKYO・PRO・Market) 名古屋証券取引所, 福岡証券取引所, 札幌証券取引所</p> <p>店頭登録市場 / PTS (運営会社 2社) 取引所外取引</p>
未上場株式の取引規制・市場制度	<p>小規模公募 《会社情報の開示義務の減免・簡素化》</p> <p>1年間で7500万ドル (82億5,000万円) 以下の公募の開示義務を軽減</p> <p>証券取引法第3条(b) Reg.A, Reg.Dルール504, CR, SCOR</p> <p>私募 35名以下の洗練された投資家、適格投資家 (総資産500万ドル以下の法人、年収20万ドル以下の個人等) に販売する私募の開示義務を簡素化。</p> <p>証券取引法第4条(a)(2) Reg.Dルール506</p> <p>私募転売 転売は原則開示義務免除。私募で購入した株式は、1年保持した後、発行会社の同意の下、公募で、適格機関購入者には広告宣伝して転売できる。</p> <p>証券取引法第4条(a)(1),(7) ルール144, 144A</p> <p>《自主規制機関のオンラインの市場監視、証券会社の顧客調査》</p>	<p>少額免除 少額売出し</p> <p>《会社情報の開示義務の免除 (極限定的)》 《証券会社の未上場株式の投資勧誘の原則禁止》</p> <p>1億円未満の公募・公募転売の開示義務を免除</p> <p>金商法第4条 第1項第5号</p> <p>適格機関投資家 私募 少数私募</p> <p>半年間で49名以下の投資家、適格機関投資家 (集荷証券残高10億円以下の法人又は個人等) に勧誘先を限定する私募・転売の開示義務を免除。</p> <p>金商法第2条 第3項第2号 第4条第1項</p> <p>適格機関投資家 私売出し 少数私売出し</p> <p>金商法第2条 第4項第2号 第4条第1項</p>
店頭登録市場 (市場取引)	<p>OTC Markets (ATS店頭登録市場) 3,931銘柄 他ATS市場 (運営会社7社)</p> <p>市場区分: OTCQX市場, OTCQB市場, PINK市場 <レギュレーションATS></p>	<p>株主コミュニティ (24銘柄)</p>
店頭市場 (証券会社と発行会社、投資家との店頭取引)	<p>グレーマーケット (州際店頭市場)</p>	<p>クラウドファンディング <金商法第2条第8項 第9号, 第29条の4の2 第10項></p> <p>極小規模</p>
発行会社と投資家、投資家間の相対取引	<p>クラウドファンディング <レギュレーションCF></p> <p>未上場株式マーケットプレイス <証券取引法第4条(c)></p> <p>ローカル・ストック・マーケット (各州の店頭市場)</p>	<p>適格機関投資家投資勧誘</p> <p>企業価値等評価等可能な特定投資家投資勧誘 (2021年11月開始)</p> <p>店頭取扱有価証券制度</p>

7. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度(概要)(2)―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。諸外国と比べても、日本の未上場企業が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：7500万ドル（82.5億円）以下、イギリス・EU：800万ユーロ（12億4800万円）未満、韓国10億ウォン（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、開示義務があり、未上投資対象となつて、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、実施可）。

	日本	米国	中国	イギリス	EU	韓国
小規模公募	<ul style="list-style-type: none"> ・12か月間で1億円未満 ・1,000万円以上1億円未満では有価証券通知書の提出義務あり(非公表) ・小規模公募に応じて購入した株式の転売も、小規模公募又は少人数私売出しの範囲 	<ul style="list-style-type: none"> ・12か月間で7,500万ドル(82億5,000万円)以下 ・フォーム1-Aによる軽減された開示義務あり ・2000万ドル(22億円)以上の公募には、監査照明添付、発行会社に簡易な継続開示義務あり ・原則、転売に追加の開示義務なし 		<ul style="list-style-type: none"> ・12か月間で800万ユーロ(10億4,000万円)未満 ・小規模公募に応じて購入した株式の転売も、小規模公募又は少人数私募の範囲 	<ul style="list-style-type: none"> ・加盟国共通：12か月間にEU内で100万ユーロ(1億3,000万円)未満 ・加盟国が決定：12か月間にEU内で800万ユーロ未満(10億4,000万円未満)(この場合、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) ・小規模公募に応じて購入した株式の転売も、小規模公募又は少人数私募の範囲 	<ul style="list-style-type: none"> ・12か月間で10億ウォン(9,600万円)未満 ・発行会社に監査証明付き財務諸表を含む開示義務あり
少人数私募	<ul style="list-style-type: none"> ・勧誘先を一般投資家50人/社未満に限定・私募で購入した株式の転売先も少人数又は適格機関投資家に限定 	<ul style="list-style-type: none"> ・購入者(purchasere)を洗練された投資家35名/社以下に限定。一般的広告宣伝は禁止。 	<ul style="list-style-type: none"> ・株式の公募(public issuing)に該当しない範囲を、200人/社未満の投資家への発行(issuing)とする。一般的な広告・宣伝は禁止。 	<ul style="list-style-type: none"> ・勧誘先(addressed)を各国ごとに適格投資家を除き150人/社未満に限定 	<ul style="list-style-type: none"> ・勧誘先(invitation)を適格投資家を除く50人/社未満の投資家に限定 ・勧誘の範囲を明確化(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・宣伝をする場合が勧誘から除外。適格投資家私募でも同様) 	

7. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度(概要)(3)―諸外国と日本の比較

- 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（2,000万円）以上、イギリス・EU：法人は運用資産200万ユーロ（2億5,000万円）以上、個人は50万ユーロ（6,400万円）以上、韓国：株式会社は運用資産50億ウォン（4億8,000万円）以上、個人は5億ウォン（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。

	日本	米国	中国	イギリス	EU	韓国
適格投資家私募	<ul style="list-style-type: none"> ・勧誘先を適格機関投資家に限定。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 -政府系機関、機関投資家等 -法人・個人ともにも有価証券残高10億円以上 <p>(参考)日証協で検討中の特定投資家私募制度の特定投資家の範囲</p> <ul style="list-style-type: none"> -上場会社、資本金5億円以上の株式会社、 -証券会社が承諾した法人又は個人(個人では投資性金融資産3億円以上) 	<ul style="list-style-type: none"> ・購入者を適格投資家に限定。一般的な広告宣伝も可。転売については小人数私募と同様。 ・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 	-	<ul style="list-style-type: none"> ・勧誘先(addressed)を適格投資家(qualified investors)に限定。転売先も適格投資家に限定。 ・適格投資家の範囲 -適格カウンターパーティ(政府系機関、機関投資家等) -プロフェッショナル 政府関係機関、機関投資家等 企業(undertakings):以下のいずれか二つの基準を満たすもの。1)総資産2,000万ユーロ(26億円)以上、2)売上高4,000万ユーロ(52億円)以上、3)運用資産(fund)200万ユーロ(2億6,000万円)以上 個人:必要な投資決定の専門知識があって、以下のいずれか二つの基準を満たすもの。1)四半期ごとに平均10回以上の投資頻度がある、2)預金及び投資性金融資産50万ユーロ(6,500万円)超、3)金融業での専門職の経験1年以上。 	<ul style="list-style-type: none"> ・勧誘先を適格投資家に限定。転売先も適格投資家に限定。 ・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100億ウォン(9億6,000万円)以上。株式会社は50億ウォン(4億8,000万円)以上 -個人:投資性金融資産残高5億ウォン(4,800万円)以上、年収1億ウォン(960万円)若しくは資産5億ウォン(4,800万円)以上、及び投資経験1年以上 	
小規模公募・私募の転売	<ul style="list-style-type: none"> ・公募により転売するときは原則として開示義務が課される。規模公募又は私募と同様に転売するときは開示義務が免除される。*1 	<ul style="list-style-type: none"> 原則として転売については発行企業に開示義務は課されない。 ・小規模公募に応じて取得した株式には転売規制はない。一方、私募に応じて発行会社から購入した株式を転売するために公募すると開示義務が課される。また、株主の転売が引き受けに該当すると開示義務が課される。 ・私募に応じて購入した株式も、1年間保有した後に、ルール144で発行会社の同意の下で公募ができる。ルール144Aで適格機関購入者に広告等で募集することができる。 	<ul style="list-style-type: none"> ・地方証券市場を省政府の規制に基づいて開設し、非公開会社の証券の発行と流通を容易とする場を設ける。 	<ul style="list-style-type: none"> ・小規模公募又は私募に応じて発行会社から購入した株式を、公募により転売すると開示義務が課される。小規模公募又は私募と同様の方法で転売すると開示義務が減免される。 	<ul style="list-style-type: none"> ・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、私募と同様の方法で転売すれば開示義務が減免される。 	

*1 証券会社が未上場株式の投資勧誘をすることが、日証協の規則で原則として禁止されている。また、電子的市場システムを未上場株式の転売に用いると開示義務が課されるおそれがあり、未上場株式の電子市場は事実上開設できない。

7. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度(概要)(4)―諸外国と日本の比較

- 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(12億4800万円) 未満、韓国30億ウォン（2億8800万円）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資産の10%以下、韓国2,000万ウォン（192万円）以下。

	日本	米国	中国	イギリス	EU	韓国
クラウドファンディング	募集額	・1億円未満 ・適格投資家からの投資を除き500万ドル(5億5,000万円)以下	・上記の200人未満の私募の範囲で行われる。 ・クラウドファンディングを实名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、	・適格投資家からの投資を除き800万ユーロ(10億4,000万円)未満	・適格投資家からの投資を除き500万ユーロ(6億5,000万円)未満 ・開示義務は免除されるが、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。	・適格投資家からの投資を除き、30億ウォン(2億8,800万円)以下 ・クラウドファンディングを社債、株式他についてオンラインで発行募集、転売を仲介するものと幅広く定義。
	投資家の制限	・1社ごとに1年間50万円以下	・資産・収入額に応じて投資家1人/社が1年間最大10万7,000ドル(1,177万円)	・制限投資家については、純投資可能資産の10%以下 -「制限投資家(restricted investors)」: 適格投資家、富裕層投資家又は洗練された投資家以外の投資家 -「富裕層投資家」: 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」: 投資へのリスクを理解する十分な知識を有すると認定された投資家。PE業務への従事や複数の非上場企業への投資経験のある者等。	・CSOは、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テストし、また、1,000ユーロ(128,000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」: 適格投資家の中のプロフェッショナル及び以下の基準に該当する般投資家 -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(1億3,000万円)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(780万円)又は預金及び投資性金融資産10万ユーロ(1,300万円)超、 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	・発行企業は中小企業に限定。 ・資本金10億ウォン超の企業、年収1億ウォン(960万円)超又はベンチャー投資の専門家である個人は、年間で、1社に1,000万ウォン、最大2,000万ウォン(192万円)まで投資できる。
主な法令・条文	・金融商品取引法第2条第3項・第4項、第4条第1項、第5条第1項、第29条の4の2第10項	・証券取引法第3条(b)、第4条(a)(1)・(2)・(3)・(6)、第4A条、第5条、Regulation A、Regulation D、ルール144、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(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ファイナンス管理弁法(中国証券業協会)	・開示義務: Financial Service and Markets Act 2000 Sec.85(1) ・小規模公募: Sec.85(5)、Req. 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.(2)(a) ・適格投資家の範囲: Reg. Art. 2(e) ・免除株式の転売: Reg. Art. 5 ・クラウドファンディング: FCA Handbook COBS 4.7.7, 4.7.10, 4.12.6, 4.12.7, 4.12.8	・開示義務: Regulation(EU)2017/1129(以下Reg.) Article 3(1) ・小規模公募: Reg. Art.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(European 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)・適格投資家私募: Reg. Art. 1(4)(a)・適格投資家の範囲: Regulation(EU)2017/1129 Art.2(e)、Directive 2014/65/EU Art. 30、Annex II ・免除株式の転売: Reg. Art. 5 ・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: 金融サービス・資本市場法第9条(7)、第119条(1)・小規模公募: 第119条(6)、第130条、同法施行令120条、第124-2条、第137条・少人数私募: 第9条(7)・(8) ・適格投資家私募: 第9条(5)・(8)、施行令第11条(1)・適格投資家の範囲第9条(5)、施行令第10条、韓国証券監督委員会投資運用事業規則1-7-2 ・免除株式の転売: 施行令第11条(1)・(3)、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118-17条

(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)

(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)

7. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度—米国と日本の比較 (1)

—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。一般投資家が、事業会社や個人が、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—

(1)株式の取引規制の骨格 —開示義務と免除取引—

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 (制限付き株式 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) 会社の主な関係者 (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、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。

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、半期、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)。

・開示義務の事務コストが大変重いため、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。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. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度—米国と日本の比較 (1)

(1)株式の取引規制の骨格—開示義務と免除取引— (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の勧誘 (solicitation)を「募集 (offer)」といい、「公募 (public offering)」と「私募 (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。

*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. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度—米国と日本の比較 (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) 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。 ii) 会社情報の公表又は投資家への提供。 iii) 自主規制機関への未上場株式の銘柄の登録とオンラインによる取引結果の報告、 iv) 自主規制機関による取引の監視等。 ⇒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、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する。こうした活動をする多数の証券会社が連携して店頭市場が形成され、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。

(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)

・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れない。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、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などの規制があっ

て、未上場株式の店頭市場が成立しない。

・さらに、未上場株式マーケットプレイスは、PTSに該当する可能性があり、PTSを用いた未上場株式の売出し(公募)が開示義務の対象となる

ため、未上場株式マーケットプレイスも、PTSを用いた店頭登録市場も事実上設置できない。

・クラウドファンディングも、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。

7. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度—米国と日本の比較 (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)。米国では、小規模公募で軽減された内容での会社情報の開示などの投資家保護の仕組みを設ける。

米国

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。**Tier 1**：1年間で2,000万ドル以下、**Tier 2**：1年間で7,500万ドル(82.5億円)以下 (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。

州法(Blue sky Law)による株式の公募における登録義務

- 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、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、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. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度—米国と日本の比較 (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): 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イ*3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、又は半年間で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)を導入した*3。

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。

日本の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。

*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を呼ぶ。

7. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度—米国と日本の比較 (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。日本も同様であるが、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) 私募等に応じて購入した株式、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転売するときに、以下の場合は、「売出し」となり、発行会社に開示義務が課される。
- i) 少数私募、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、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)、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。

- 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。
- ・私募にルール144が続けて行われると、公募と同様の効果を発揮する。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 Act 2.0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。

*1 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. プライベート・マーケットの取引規制と市場制度—米国と日本の比較 (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電子市場の整備

1) 米国ではATSを活用した未上場株式の市場が発展。日本では未上場株式のPTS市場は開示義務の対象となり設置できない。

・米国では、上場株式、未上場株式の双方でレギュレーションATSの下、多くの証券会社がATSを設置して店頭登録市場(電子市場)を運営する。

・日本では、PTSで未上場株式の転売の公募をするときは、厳格な開示義務が課せられる(金商法第2条第4項、同法施行令第1条の7の3第3号)。

2) 米国では、未上場株式のマーケット・プレイスを伸長させる。日本では、PTSに該当すると開示義務の対象となり設置できない。

・米国では、証券会社が未上場株式マーケットプレイスを盛んに設置する。
・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させる。

・日本では、未上場株式マーケットプレイスを運営することが第1種金融商品取引業の登録の対象業務となる可能性がある。
・さらに、マーケットプレイスがPTSに該当して開示義務が課されるおそれがある。

3) 米国では、未上場株式への投資家の裾野を広げるためにクラウドファンディング(CF)を制度化。日本では、未上場株式の投資実績や発行・流通の仕組みが乏しい中でCFを制度化。発行・投資可能額が小さく、投資家は株式をIPOまで転売できない。

・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、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)

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (1)

—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、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—

(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。

- ・州の証券取引法に基づき、株式の公募については、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、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もち、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、連邦の証券取引法の厳格な開示義務が免除される。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。

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (1) (続き)

② 適格機関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(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)。

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))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半年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)ことが求められる。

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (2)

(2) 未上場株式の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、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ができる環境がなく、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。

レギュレーションA：フォーム1-A*3による軽減された内容の会社情報の開示が必要。Tier 2 (7,500万ドル以下)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)。

レギュレーションD：フォームD*4による簡素な会社情報の開示が必要。さらに、ルール506(b)の50人未満の少人数私募では、投資家への会社概要についての情報提供が義務付けられる。

- *1 有価証券届出書、有価証券通知書、Form 1-A、Form Dの記載内容の概要は、P.42 参照。最近5年分(直近2年分は監査証明付き)の財務諸表が求められる。(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)
- *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(2,000万ドル超、7,500万ドル以下の公募)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。

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (2) (続き)

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や、PTSでの取引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。結果として開示義務が課される売出しに該当する場合の主なものは以下のとおり。
 - 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(譲渡制限付き株式)を転売するとき。
 - ii) 未上場株式の発行会社、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、その役員、子会社、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。なお、小規模公募に応じて発行会社から購入した株式の公募についても、以下の転売と同様に開示義務の対象となり、同様に小規模売出し、又は私売出しをする。

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)：

- i) 私募等に応じて購入した株式又は主要株主、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)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証券会社、
 - 株式を転売して一般に流通させる引受け人。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。

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (2) (続き)

(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・資金調達のコネクター(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(Tier 2 (2,000万ドル超、750万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、監査証明書付きのもの)

米国の私募で用いられる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
- ・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

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、
 - ・調達した資金の用途、
 - ・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、役員所有株式の状況等)、
 - ・配当政策
 - ・コーポレート・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)

有価証券通知書の記載項目概要

- ・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

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (2) (続き)

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においては、開示義務を免除される私募と同様の条件で、適格機関投資家、又は50名未満の少人数の投資家を対象とする募集(私売出し)、又は1億円未満の小規模公募(売出しの少額免除)をすることになる。

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・私募を取り扱った証券会社以外の投資家が各種の条件を満たせば、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)に転売することができる。さらに、発行会社の同意を得て制限付き株式の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することができる(ルール144)。

i) **ルール144**

- ・対象となる転売：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。
- ・購入後転売可能となる期間：取得後1年間(継続開示義務のある会社の株式は半年間)。
- ・会社情報の投資家への提供：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簡素な会社情報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か月間で販売数量が5,000株又は販売価額が5万ドルを超えるときは、事前にForm 144で簡素な会社情報等を登録し開示。
- ・会社の主な関係者が転売するときは、販売方法の制限(登録ブローカー等を通じて公表された気配値や市場価格等で販売すること)、転売株数の制限(転売する株数は、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、いずれか大きい株数を上限とする)がある。

ii) **ルール144A**

- ・対象となる転売：適格機関購入者*1に販売の対象を限定した転売。インターネット等を用いた一般的勧誘・広告はJOBS Actで解禁された。
- ・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。転売後の株式も制限付き株式となる。
- ・会社情報の投資家への提供：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)**

- ・転売先：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。転売後の株式も制限付き株式となる。
- ・会社情報の投資家への提供：ルール144と同様。転売する者が会社の主な関係者は会社との関係を説明する資料が求められる。

*1 適格機関購入者とは、関係会社への投資を除き1億ドル以上の証券投資をしている機関投資家とされる。SECは、2020年8月に、適格投資

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (2) (続き)

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。
 - 1億円未満、1,000万円以上については、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(1,000万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。
- ・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*1に限定された募集、クラウドファンディング、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。

いずれも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。

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (2) (続き)

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を用いて、軽減された内容の会社情報*1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。
- ・ Coordinated Review: 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。

*1 SCORで用いられるフォームU-7の主な記載内容は、P.42参照。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*2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。
- ・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される。証券会社と顧客との関係性が活用できない状況で、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、実施できないと言われている。

*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、投資勧誘を伴う場合の実績は乏しいといわれている。

*2 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。特定投資家の範囲は、適格機関投資家に加え、国、日本銀行、政府関係法人等、特定目的会社、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、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)(金商法第2条第31号、第34条の3、第34の4)。

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (3)(続き)

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**と呼ばれる1株5ドル未満の少額の小規模な会社*2の株式については、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、i) 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、ii) 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てに取引銘柄記号(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、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(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、都市部はもとより、地域の中小企業の小規模公募や私募の引受け等を地元の証券会社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)。

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (3) (続き)

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いるなど、規制による制約は少ない。

1)米国の株式の仲介等では、

- i) 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が活躍する。マーケットメイカーは、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。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 (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、証券業の登録を不要とされる。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。

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、M&Aの紹介・仲介や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。

- 1) 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、有価証券の引き受け、募集・売り出し・私募等の取扱い等を行う。(金商法第2条第8項)
- 2) M&A関連業務については、第1種金融商品取引業者は、付随業務として届出ること、「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。
- 3) 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。

*1 “OTC Markets” は、マーケットメーカーが気配値を公表する店頭市場で電子市場取引(ATS)を用いる電子市場の運営会社の名称である。

*2 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。

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの厳重な規制 (4)

(4) ITシステムを活用したオンラインの未上場株式の市場の設置

- ・ 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。

① PTSによる未上場株式の店頭登録市場が設けられない。

- ・ 日本では、上記 (1)から(3)の規制に加え、証券会社が設置するオンラインの電子市場取引システム (PTS)が未上場株式を取扱うと原則として転売の規制の対象となり、厳格な開示義務が課せられる。このため、PTSを活用した未上場株式の店頭登録市場が整備されない。
- ・ 米国では、上場株式、未上場株式の双方で、マーケットメーカーに関するルールや、レギュレーションATSの登録を受けて、ATS*1 を活用して多くの証券会社が店頭登録市場を運営している。OTC Markets等の店頭登録市場がATSを用いて未上場株式を取り扱う。

② 未上場株式マーケットプレイスが設置できない。

- ・ 日本では、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できない。マーケットプレイスを運営することが第1種金融商品取引業の登録の対象業務となる可能性があることに加え、マーケットプレイスがPTSに該当して開示義務が課されるおそれもある。*2
- ・ 米国では、未上場株式マーケットプレイスが伸長し、免除規定やセーフ・ハーバー・ルールに基づき、オンラインで発行会社が小規模公募や私募等を行い、これに応じて株式を購入した投資家や発行会社の役職員等が未上場株式を転売し、機関投資家、個人等が売買する。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を運用する事業者は証券業の登録が不要とされる。

*1 ナスダック・プライベート・マーケット等の大規模な未上場株式マーケットプレイスもATSの登録を受けている。

*2 米国も日本もATS/PTSを取引所類似の機能を有するものと定義するが、日本では、PTSに、売買価格がルールやシステムで自動的に決定される場合に加え、マーケットプレイスのように顧客間の交渉によるものを含む(証券取引所法ルール3b-16、金商法第2条第8項第10号ニ)。

8. 日本の未上場株式の取引の幾重もの嚴重な規制 (4) (続き)

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)。プライベート・マーケットが未発達なため、購入した株式を転売することが大変困難。発行会社はCF以外に追加の資本を調達する手段が乏しい。

- ・ 1企業、1年間の募集額は、日本では、1億円未満。米国では、500万ドル (5億5,000万円)以下*1。
- ・ 投資家1人の1年間の投資額が、日本では、1社当たり最大50万円まで (投資する件数に制限はない)。米国では、年収一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、プライベート・マーケットが未発達で、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、CFで購入した未上場株式を転売することがほとんどできない。

米国では、CFで資本を調達して成長した未上場企業は、プライベート・マーケットにおいて、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。)

- ・ なお、財務諸表に監査証明等を求める範囲は、
米国では、募集額委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10万7,000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10万7,000ドル以上では、最大10万7,000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

—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—

◇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)などの仕組み市場制度が未整備で適格機関投資家の範囲も狭い。証券会社も投資勧誘が原則禁止されている。
- ⇒ ・ 未上場株式の取引の自由化範囲を抜本的に広げる。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。
- ・ 未上場株式のPTS市場での取り扱いや、未上場株式マーケットプレイスの設置を解禁する。
- ・ 併せて、(3)のIT化により規制コストを抑えつつ、規制体系を事前防止型から事後監視型に転換する。

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。

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)

—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—

(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、プライベート・マーケットで形成された価格を踏まえたDirect Listing (直接上場)が始まっている。
- ・ SECの規制の下でブロック・チェーン (分散型台帳技術)を用いた新規仮想通貨公開 (ICO : Initial Coin Offering)も開始している。

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

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。

10. プライベート・マーケット整備のための7つの制度改革 (概要)

- (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。このため、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)このとき、米国同様の事後監視型の規制体系を目指して、自主規制機関等によるオンラインの取引監視を導入しつつ、以下の方向で取引規制・市場制度を整備して、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。

< 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

- ・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、5億円以下、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。
- ・募集額に応じた内容の会社情報の開示と、自主規制機関への取引の報告の仕組みを導入し、購入した投資家の転売については、引き続き開示を不要とする。

(2) 私募制度の抜本拡充

- ・適格機関投資家私募及び49人以下の一般投資家への少数私募について、のように拡充する。
 - ① 適格機関投資家の範囲の拡大 (法人・個人ともに有価証券残高10億円以上→法人は純資産5億円、個人は住居を除く資産1億円又は年収2,200万円)。
 - 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等の投資家保護の仕組み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。

< 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小規模公募や・私募・私募転売の引き受けや仲介等を積極的に行なう。
- ・未上場企業の資本調達を支援して、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促進し、証券会社間で連携して未上場株式の店頭市場を形成する。

< 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。
 - ① 1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→資産額に応じて1社に年間最大1,000万円、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

- ・証券会社等が、発行会社や投資家がオンラインで株式を売買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、マーケットプレイスがPTSに該当しないことを明確化し、プラットフォーム等が一定の投資家保護のルールの下で、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を認める。

(7) 未上場株式PTS市場の整備

- ・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。
- ・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り、証券会社等による未上場株式PTS市場の整備を促進する。

10. プライベート・マーケット整備のための7つの制度改革(1)

- ◇日本にプライベート・マーケットを整備するために、以下の7つの制度を創設・見直し・拡充する。
- ・事後監視型の規制体系の下、簡素で明確な運用ルールを設定し、民間の意欲と創意工夫を十分に発揮させつつ、規制当局・自主規制機関によるオンラインでの低コストの取引監視体制を整備し、資本調達機能の強化及び投資家への投資機会の提供と、取引の公正性及び投資家保護の確保を両立させる。
 - ・DX時代の金融技術を駆使した新たな資本取引が盛んに導入される革新的な市場とするべく、多くの証券会社やプラットフォーム等が多様な市場を設置・運営する制度的基盤・環境を整備し、これらがインターネットで結ばれた多極分散的かつ一体的な市場構造を構築する。

< I. 未上場株式の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、5億円以下、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、募集額に応じて内容を減らして負担を軽減した会社情報を提出し、これをWEBで公衆縦覧に供する。

② 未上場株式マーケットプレイス等における一般投資家への転売

- ・小規模公募に応じて購入した未上場株式の転売については、さらなる会社情報の開示等は不要とし、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市場によることを原則として、投資家保護、取引監視を确实のものとする(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。
- ・証券会社が小規模公募を実施する企業を支援して、株式の引き受や一般投資家に対する投資勧誘等を行うことを解禁する。

10. プライベート・マーケット整備のための7つの制度改革(2)

< 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 >

(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(法人・個人ともに有価証券残高10億円以上→法人は純資産5億円、個人は住居を除く資産1億円又は年収2,200万円程度に)

- ・適格機関投資家の範囲を、現行法人・個人ともに有価証券残高10億円以上から、当面、特定投資家並みに、法人では資本金5億円以上、個人では純資産及び投資性金融資産3億円以上等に広げる。その後、段階的に、米国並みを目指して、法人では純資産5億円超、個人では住居以外の純資産1億超若しくは年収2,200万円超又は特定の資格・経歴を有すること等までに広げる。

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「購入者」とし、「適格機関投資家」又は「50人未満」が購買することとする。こうして、WEB等を用いた一般的な勧誘を可能するとともに、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

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

10. プライベート・マーケット整備のための7つの制度改革(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広く一般の投資家に転売する仕組みを整備する。

これと私募とを併せて活用し、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、その開示義務免除のままでの転売の仕組み(私募転売制度)の整備

- ・未上場株式を転売する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) 発行会社社会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、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、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。

10. プライベート・マーケット整備のための7つの制度改革(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・私募転売の引き受けや売買の仲介等を積極的に行う。

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。

10. プライベート・マーケット整備のための7つの制度改革 (5) (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

企業が広くWEBサイト（オンライン・プラットフォーム）で小規模な株式の公募を行い、一般の投資家からの少額の投資を多数集めて一定額の資本を調達する株式投資型のクラウドファンディング(CF)は、日本でも2015年に導入されているが、小規模な募集と投資に限定されている。こ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、米国の当初の500万ドル(元払は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、米国の資産額等に応じて最大10.7万ドル(1,177万円)並みに、投資家の資産額・年収額に応じ、最大で、年収2,000万円以上又は金融資産1億円以上のときに1,000万円へと段階的に引き上げる。このとき、適格機関投資家及び特定投資家については無制限とする。

③ 未上場株式マーケットプレイスの併設によるセカンダリー・マーケットの設置

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

10. プライベート・マーケット整備のための7つの制度改革 (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・プラットフォーマー等が設置・運営し、発行会社や投資家間でオンラインで未上場株式を売買する未上場株式マーケットプレイスを制度化する。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 マーケットプレイスの基礎となる取引規制の整備

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

② プラットフォームを通じた情報提供・取引の監視

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

(7) 未上場株式PTS市場の整備

PTSによる未上場株式の取引 (公募による転売) についても、上場株式と同様に開示義務を免除する。こうして、証券会社が設置する証券取引所類似のオンラインのコンピューター市場システムであるPTSで未上場株式を取り扱えるようにして、未上場株式のPTS市場 (電子市場) の整備を促進する。

① 未上場株式のPTSでの転売についての厳格な開示の免除

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

② PTSの相互連携と取引の監視

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

○本資料「日本の株式市場改革の遅れと中堅・中小企業、ベンチャー企業の成長停滞—未上場株式市場(プライベート・マーケット)の整備の方向性—」は、以下のディスカッション・ペーパーの概要に政策的見解や関連データを追加・拡充してまとめたものである。

独立行政法人経済産業研究所ポリシー・ディスカッション・ペーパー20-P-022

「JOBS Actsによる米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本」執筆者：田所創 経済産業研究所コンサルティング・フェロー

○本資料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) —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—

【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。