

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

【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

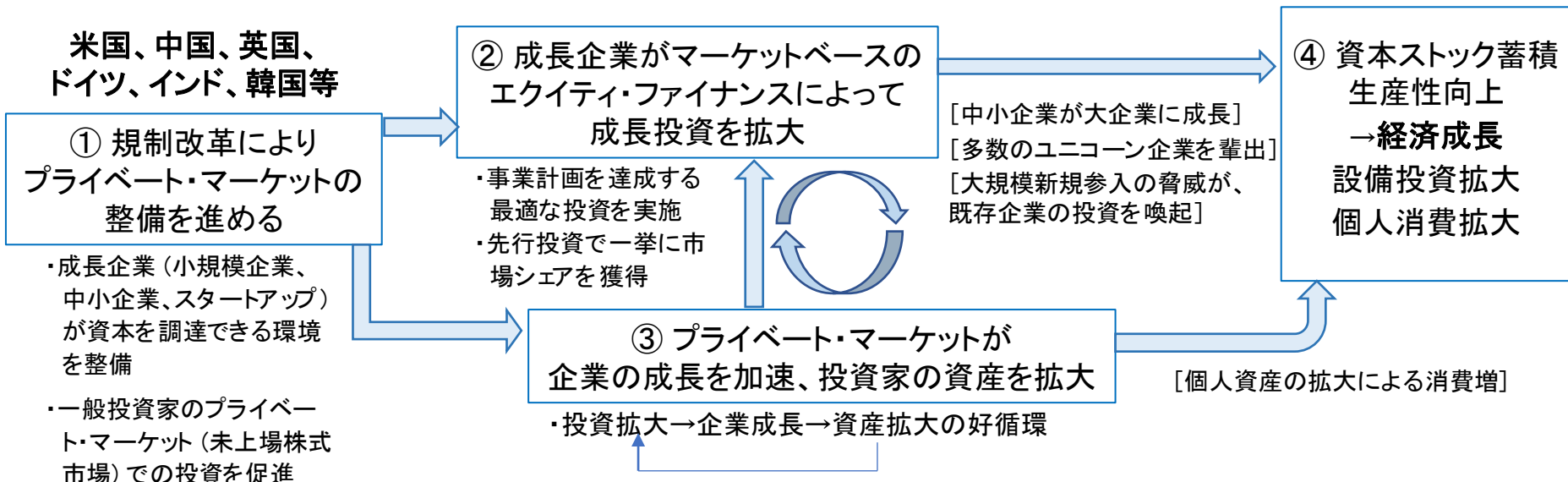
全体フロー図

1. 日本の未上場株式の取引の規制改革の遅れ
2. プライベート・マーケットの構造—多様に発展する米国等諸外国、未発達な日本
3. マーケットベースのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長
4. プライベート・マーケットによる企業成長の加速・資産拡大と経済成長
5. データ集—エクイティ主導の経済成長を続ける米国、追い駆ける他の国々、これに遅れる日本

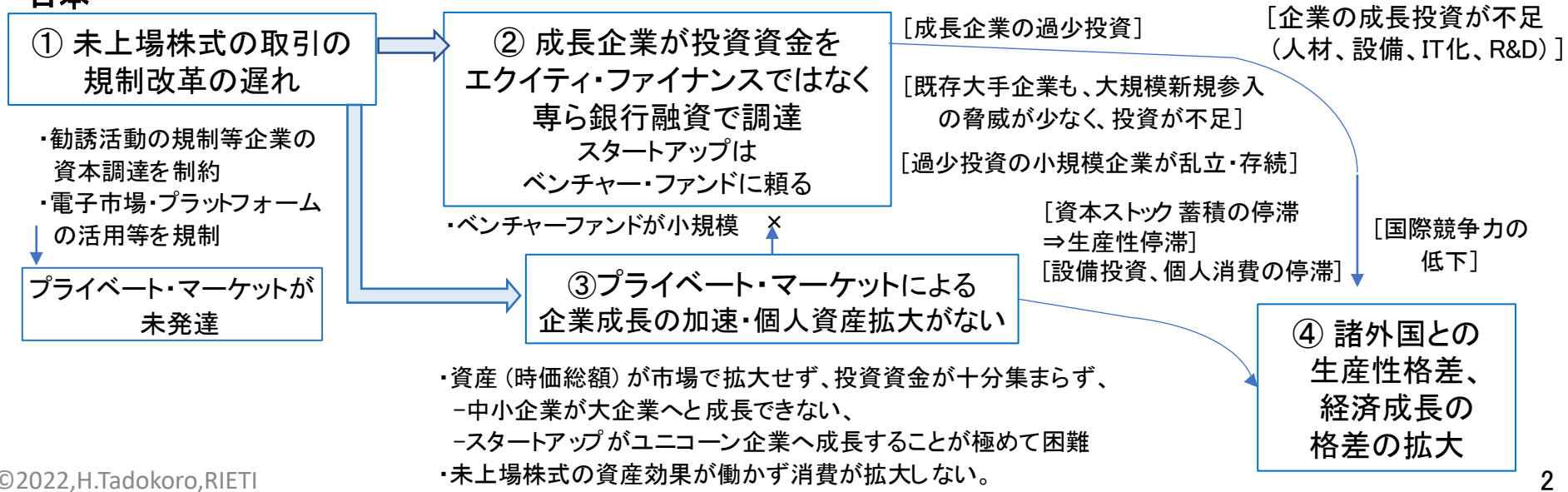
2022年2月17日  
経済産業研究所  
コンサルティング・フェロー  
事業創造大学院大学 客員教授  
田所 創

# 【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)>



# 1. 日本の未上場株式取引の規制改革の遅れ (1)—米国他の諸国のプライベート・マーケットの発展

◇米国を先頭に、中国、英国、ドイツ、韓国、インドなど\*1の諸外国では、未上場株式の取引の規制を改革し、プライベート・マーケット（未上場株式市場）の発展を進めている。

- ・これらの諸国では、スタートアップ・ベンチャー企業、成長意欲の高い小規模事業者、中堅・中小企業（以下「成長企業」）が、未上場株式を発行して、広く投資家から資本（エクイティ）を集めることができるように、規制・制度の改革・改善を図る。
- ・企業や証券会社等が、小規模公募や私募で、多くの投資家に対して、未上場株式の購入を勧誘する（投資勧誘）。
- ・このため、店頭市場をはじめ、電子市場やマーケットプレイス、クラウドファンディングを整備し、投資家間で売買する。
- ・このように、諸外国では、企業が多数の投資家から資本を募る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）が行われている。一方、日本では、相対取引の縁故増資（第三者割当増資）が小規模に行われている。

米国、中国、英国、ドイツ、インド、韓国等

① 規制改革により  
プライベート・マーケットの整備を進める

② 成長企業がマーケットベースのエクイティ・ファイナンスによって成長投資を拡大

③ プライベート・マーケットが企業の成長を加速、投資家の資産を拡大

## ○未上場株式を巡る規制改革の考え方

- ・株式の公募に課される開示義務（ディスクロージャー）：企業や証券会社等が、その企業の株式の購入を、一般の又は不特定多数の法人・個人に対して勧誘するときは（これを株式の公募という）、その企業に会社情報を開示する義務が課される。
- ・開示義務を履行するため、企業は、会社概要、事業内容や財務諸表等をまとめた報告書を規制当局に提出し、当局が公表する。監査証明書の添付を求められるなど開示義務の費用的負担は重く、株式の公募をするときは、費用対効果を考え、上場審査を受けて証券取引所に上場する。
- ・開示義務の軽減：小規模公募（少額の募集）や私募（特定の又は小人数の法人・個人への勧誘・販売）ではこの義務が減免されて、企業やその依頼を受けた証券会社等が未上場株式の購入を広く投資家に勧誘することができる。企業と複数の投資家との調整で株式の価格が決まる。
- ・企業の成長段階に応じた規模の資本調達：米国等諸外国では、小規模公募や私募の範囲を広げ、資本の調達額に応じて開示義務を軽減して、企業の成長段階に応じた資本の調達を可能とする。

## ○米国の場合（証券取引法の免除取引）

- ・小規模公募：7500万ドル以下（82億5000万円以下）。開示義務はフォーム1-A等により軽減。
- ・適格投資家私募：機関投資家、資産500万ドル以下の事業法人、年収200万ドル（2,200万円）以下の個人などに購入者が限定される募集をいう。インターネットなど一般的な広告宣伝も許される。
- ・少数私募：35人以下の投資リスクを理解する一般の投資家（洗練された投資家）に購入先を限定する。一般的な広告宣伝は禁止される。私募においては、フォームDによる簡素な開示が求められる。

・米国の免除規程

	レギュレーションD ルール504	レギュレーションA Tier1 Tier2		株式の公募 (Sec.5)
	小規模公募	1000万ドル以下	200万ドル以下	750万ドル以下、2,000万ドル超
	FormDによる登録	Form1-Aによる登録		登録届出書 (Form S-1)の届出
少数私募 レギュレーションDルール506(b)	募集金額、勧誘先数無制限。 購入者35名以下。 FormDによる登録。			
適格投資家私募 ルール506(c)	適格投資家の範囲	機関投資家 金融機関	法人： 総資産500万 ドル超	個人：年収 20万ドル超 又は住居以外 の資産100万 ドル超
募集金額、人数無制限。				

\*1 本論でプライベートマーケット等が発展していることを確認した国々を挙げている。

# 1. 日本の未上場株式取引の規制改革の遅れ (2)—マーケットベースのエクイティ・ファイナンスができない

- ◇日本では、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を除き、ベンチャー企業、小規模事業者、中堅・中小企業も、専ら銀行からの資金調達を行う。
- ◇日本では、資本調達をするときに、広範囲の開示義務によって投資勧誘等が厳格に規制されている。このため、企業自ら主体的、自立的に、調達目標額と株価を決めて、多くの投資家を勧誘して、調整して、未上場株式を販売して、事業に必要な額の資本を集めること（マーケットベースのエクイティ・ファイナンス）ができない。

## 日本

① 未上場株式取引の  
規制改革の遅れ

② 成長企業が投資資金を  
専ら銀行融資で調達  
スタートアップは  
ベンチャー・ファンドに頼る

### ○日本の銀行型(金融仲介型)ファイナンス (Bank-based Finance)

- ・日本では、左記の表のように小規模公募、私募の範囲が極狭く、未上場株式の購入を勧誘することが厳格に規制されている。
- ・未上場企業は、資本の調達は、ベンチャーファンド、事業会社、関係会社からの縁故増資程度となり、投資資金は専ら自己資金及び銀行融資となる。

### ○日本の厳格な規制

- ・**小規模公募**:1億円未満(金融商品取引法では少額免除という)。1,000万円以上では有価証券通知書の提出義務がある(非公表)。
- ・**私募**では、以下のように勧誘先が限定されるので、事実上、広告・宣伝ができないなど、勧誘活動が著しく制約を受ける。
- ・**適格機関投資家私募**:機関投資家、有価証券残高10億円以上の法人又は個人に勧誘先を限定。  
なお、特定投資家に勧誘先を限定する「特定投資家私募」の制度化が検討されている。特定投資家は、機関投資家、証券会社の承諾を得た法人又は個人(個人の場合は金融資産3億円以上)等。
- ・**少人数私募** 49名以下の法人又は個人に勧誘先を限定。
- ・以上の小規模公募や私募では、開示義務は免除されるが、代わりに投資家保護的規制はほとんどなく、未上場株式が投資対象とはならない。これらの場合でも、証券会社は一部の制度を除き未上場株式を投資勧誘することが禁止されている。

### ○日本の未上場株式の募集・勧誘による市場的取引の未発達・M&A仲介市場の発展

- ・以上の規制の結果、未上場株式の相対取引による増資(縁故募集)はあるが、一部の小規模な制度を除き、複数の投資家を対象とした募集勧誘はほぼ行われていない。
- ・一方、経営権の移転を伴う場合(M&A)での売却については、自由に仲介等が行われている。発行会社が自由に購入先を探す活動を行なえ、証券会社も証券会社以外もこれを紹介、仲介等で支援することができる。
- ・現状、一般の大企業・中小企業(機関投資家以外の、適格機関投資家ではない事業法人や個人の投資家)の下へは、M&A案件の紹介は多様なルートから自由に届くが、未上場企業の増資案件については、募集勧誘されることはほとんどない。

半年間の 勧誘対象者の人数	小規模公募(少額免除)		株式の公募
	1千万円未満	1千万円以上1億円未満	1億円以上
50名以上	○	○ 有価証券通知書の提出 (非公表)	× 有価証券届出書 の届け出
少人数私募 49名以下	○	○ 有価証券通知書の提出 (非公表)	○
適格機関投資家私募	機関投資家、 金融機関	法人・個人いずれも 有価証券残高10億円以上	

○：開示義務免除。×：開示義務あり。有価証券届出書の提出・公衆縦覧

# 1. 日本の未上場株式取引の規制改革の遅れ (3) —米国他諸外国との比較 (概要)

- ◇ 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、嚴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 (12億4,800万円) 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、未上投資対象となって、小規模公募が活発に活用されている。
  - ・ 少数私募は、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"> <li>・12か月間で1億円未満</li> <li>・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)</li> <li>・小規模公募に応じて購入した株式の転売も、小規模公募又は少数私売出しの範囲</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・12か月間で7,500万ドル(82億5,000万円)以下</li> <li>・フォーム1-Aによる軽減された開示義務あり</li> <li>・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</li> <li>・原則、転売に追加の開示義務なし</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・12か月間で800万ユーロ (10億4,000万円) 未満</li> <li>・小規模公募に応じて購入した株式の転売も、小規模公募又は少数私募の範囲</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>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)</li> <li>・小規模公募に応じて購入した株式の転売も、小規模公募又は少数私募の範囲</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・12か月間で10億ウォン (9,600万円) 未満</li> <li>・発行会社に監査証明付き財務諸表を含む開示義務あり</li> </ul>
少数私募	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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数又は適格機関投資家に限定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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)</li> </ul>	

# 1. 日本の未上場株式取引の規制改革の遅れ(3) —米国他諸外国との比較(概要) (続き)

- ・適格投資家の範囲は、日本：法人・個人とも有価証券残高10億円以上、米国：法人は総資産500万ドル(5億5,000万円)以上、個人は年収20万ドル(2000万円)以上、イギリス・EU：法人は運用資産200万ユーロ(2億5千万円)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"> <li>・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。</li> <li>・適格機関投資家の範囲               <ul style="list-style-type: none"> <li>-政府系機関、機関投資家等</li> </ul> </li> <li>-法人・個人とも有価証券残高10億円以上</li> </ul> <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"> <li>-上場会社、資本金5億円以上の株式会社、</li> <li>-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)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・適格投資家の範囲               <ul style="list-style-type: none"> <li>-政府系機関、機関投資家等</li> <li>-法人：総資産500万ドル(5億5千万円)以上</li> <li>-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</li> </ul> </li> </ul>	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・適格投資家の範囲               <ul style="list-style-type: none"> <li>-適格カウンターパーティ(政府系機関、機関投資家等)</li> <li>-プロフェッショナル                   <ul style="list-style-type: none"> <li>政府関係機関、機関投資家等</li> </ul> </li> <li>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</li> <li>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。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・勧誘先を適格投資家に限定。転売先も適格投資家に限定。</li> <li>・適格投資家の範囲               <ul style="list-style-type: none"> <li>-政府系機関、機関投資家等</li> <li>-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</li> <li>-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</li> </ul> </li> </ul>	
小規模公募・私募の転売	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・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。</li> <li>・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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> </ul>	

\*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。

# 1. 日本の未上場株式取引の規制改革の遅れ(3) —米国他諸外国との比較(概要)(続き)

・クラウドファンディングの募集額の上限は、日本:1億円未満に対し、米国:500万ドル(5.5億円)以下、イギリスEU:800万ユーロ(12億4,800万円)未満、韓国30億ウォン(2億8,800万円)未満。投資上限額は、日本:1年間1社ごと50万円以下に対し、米国:10.7万ドル(1,177万円)以下、イギリス:資力の乏しい投資家は資産の10%以下、韓国2,000万ウォン(1,920万円)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実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、広く一般に対して宣伝・推薦・勧誘してはならないこととされる。	・適格投資家からの投資を除き 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」: 適格投資家のうち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、ルール144A、Regulation CF	・公募の開示義務: 証券法第9条・少数私募: 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)

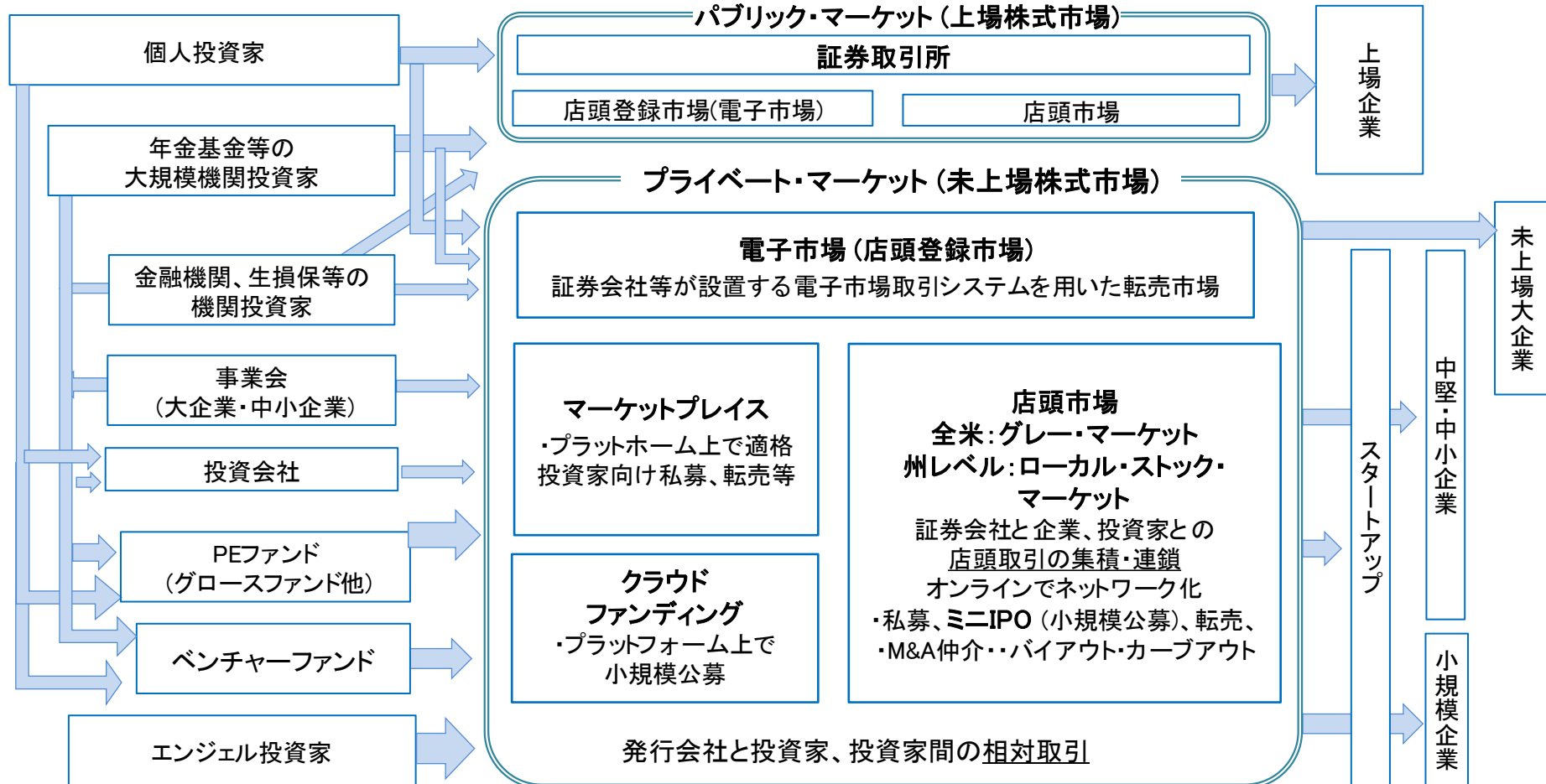
(参考文献) 李立栄「中国シャドーバンキングの動向と金融システム改革の課題」『証券経済学会 年報』第 49 号別冊、Daeil Kim "In Search of Balance: A Critical Review of Private Placement Regulations of the United States and South Korea", Indiana University Maurer School of Law,(2017年)、PwCあらた有限責任監査法人「主要国のリスクマネーの供給に係る実態・規制等に関する調査報告書」(令和3年2月26日)、Legalink FinTech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

## 2. プライベート・マーケットの構造 (1)—多様に発展する米国等諸外国

◇米国等の諸外国では、IT化の時代の株式市場改革を進めている。プライベートマーケットについても、オンラインの店頭市場や電子市場化された店頭登録市場が発展するとともに、プラットフォームを活用した未上場株式のマーケットプレイスやクラウドファンディングが伸長している。

これらのマーケットでは、企業の資本調達と投資家間の転売で、未上場株式の取引価格が形成され、これを踏まえて、年金基金等からのベンチャー・ファンドへの投資や、未上場企業のM&A取引なども盛んに行われている。

米国、中国、英国、ドイツ、インド、韓国等の株式市場の構造 \*1

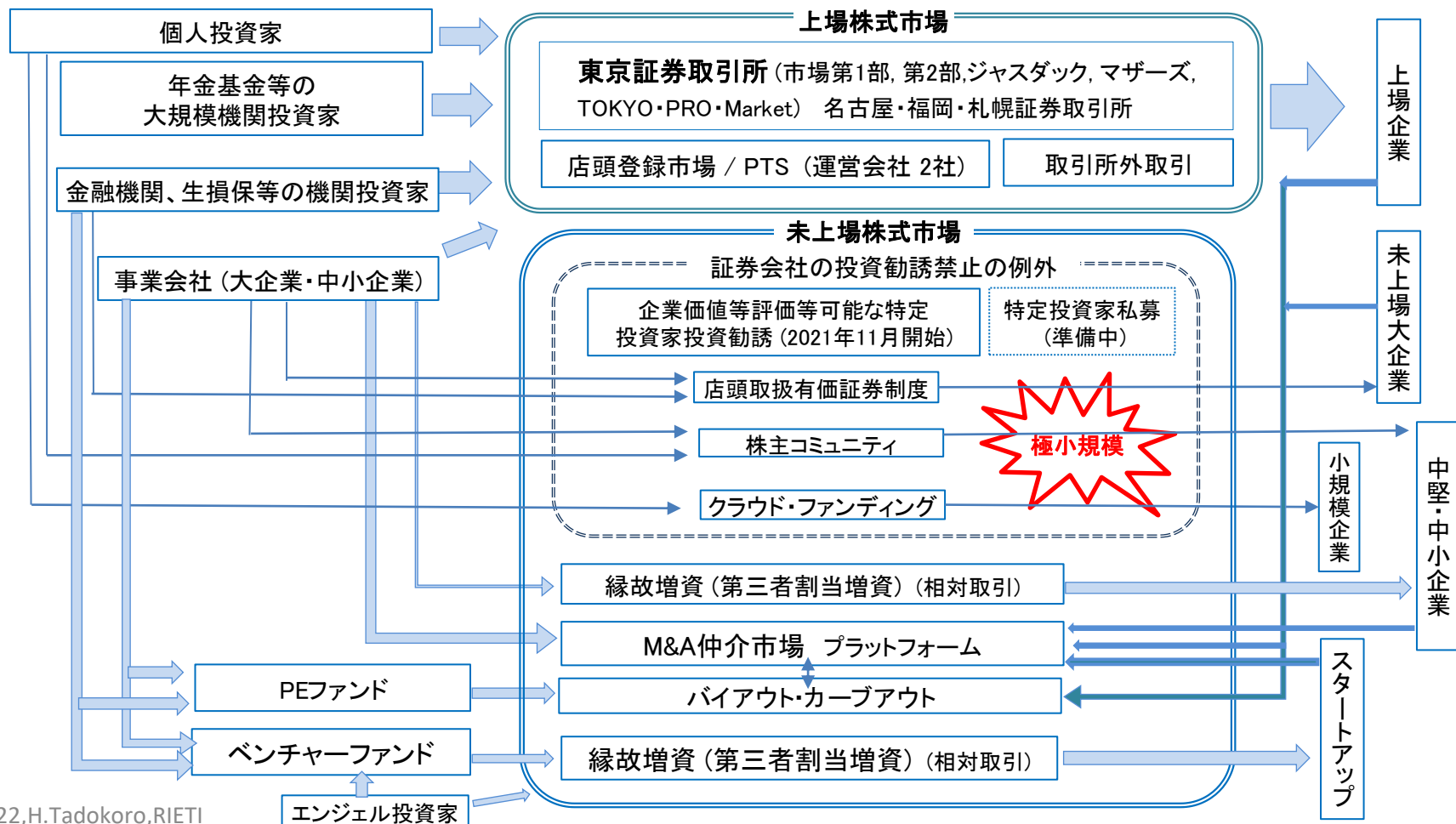




## 2. プライベート・マーケットの構造 (2)—未発達の日本

◇日本では、未上場株式の店頭市場や店頭登録市場がほぼ未発達となっている。未上場企業の資本調達としては、相対取引での縁故増資によって、スタートアップのベンチャーファンドからの調達や中小企業の取引先大手企業等からの調達が行われる。厳格な開示義務や勧誘規制の中、企業や証券会社等が大企業・中小企業に増資案件への投資を勧誘して回る。一方、M&A仲介事業者金融商品取引法上の登録義務等は課されず、事業承継等のM&A取引が盛んになっている。売却を考える企業をM&A仲介事業者が紹介して回る。M&A案件をマッチングするプラットフォームも登場している。

### 日本の株式市場の構造



### 3. マーケットベースのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長 (1)

#### ◇ファイナンス・アロケーション

- ・エクイティ・ファイナンスのメリット・デメリットを検証する前の基本として、投資家にアセットアロケーションと最適ポートフォリオ戦略があるように、成長企業の資金調達にも、以下のように、資本、社債、長期融資、短期融資という資金の特性に応じた資金の用途への割り当（ファイナンス・アロケーション）が考えられる。
- ・通常、企業は自己資金と資本、社債、長短融資を組み合わせ活用している。日本の場合は、資本を得ることは、近親者、友人、事業提携先、取引先の大企業等からの縁故増資等に限られ、資金源は銀行融資中心となる。

① 規制改革によりプライベート・マーケットの整備を進める



② 成長企業がマーケットベースのエクイティ・ファイナンスによって成長投資を拡大

#### ○事業計画とファイナンス・アロケーションの考え方

- ・下記のファイナンスの種類のうち、収支計画における資金の受け入れと償還の変動パターンにマッチした資金の受け入れと返済・償還となる調達手段を選ぶ。
- ・事業計画・投資計画を策定するプロセス  
「投資額を算定」⇒計画期間中の「売り上げ推移を予測」（いわゆるトップライン予測）⇒この間の「経費の推移を算定」⇒「利益、現預金残高の推移を算定」⇒「事業性を評価」⇒事業計画・投資額の再算定⇒売り上げ推移の再予測・・・とのスパイラル型で検討。

#### ○ファイナンスの種類と用途

##### ・資本

資金のフロー：調達時点に、調達コストが発生。

返済義務はない。利益を得たときに配当、蓄積した資金は再投資可能。

資金用途：黒字化に時間を要する事業、新規の不確実性の高い事業。創業会社のように、当該事業以外に償還原資がない事業など。自己資本となるので、事業再編や財務体質の強化にも適する。

##### ・社債

返済パターン：定期的に固定配当を支払い、期間末に一括償還。

返済義務：配当の支払いが滞り、又は一括償還ができないときは、求償権が発生。

資金用途：長期安定的に利益が出る事業であって、本業の利益や十分な物的担保など、返済確実性が確保できる場合。

##### ・長期融資

返済パターン：1年を超える長期間、毎年毎月等定期的に金利を支払い一定の額を返済。

返済義務：毎月、毎年、一定の返済原資を生むことが可能な事業を実施する場合。本業の利益・キャッシュフローからの返済が見込める場合など。

##### ・短期融資

返済パターン：期間1年以内の融資。毎月定期的に金利を支払い、定額を返済。

資金用途：運転資金の増減の補完、通常取引の信用補完。既存事業に関連する追加の設備投資などに向く。

資金の用途：継続的に返済される中で、銀行による企業経営のモニタリングが行われるため、多頻度、迅速な調達も可能。

### 3. マーケットベースのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長 (2)

#### ◇エクイティ・ファイナンスの企業経営におけるメリット

- ・エクイティ・ファイナンスは、融資限度額に縛られずに、最適な金額規模の投資を実行する可能性のある調達手段である。また、資金提供者への資金の還元をコントロールできるので、さらなる成長が見込まれる場合にも適切な資金調達手段である。さらには、償還義務がないため、経営者としての有限責任も完徹され、経営者が金銭的リスクを負わずに創造性ができる思い切った投資を実施することができる。ただし、企業の投資家を探すコストは大きい、

#### ○エクイティ・ファイナンスの企業経営上のメリット

##### ① 自己資本としての性格から生じるメリット—返済不要、無利息・利益配当、再投資可能、⇒財務体質の強化。

- ・返済不要であり、利息もなく、利益の出たときに配当すればよいので、現金の流出を抑えることができる。融資であれば返済に回った月々のキャッシュフローを蓄積して再投資に用いることができる。また、自己資本比率を高めて、企業の財産的信頼の基礎を築くことができる。
- ・一方、銀行融資は、返済期限があり、早くて調達した翌月から返済が発生する。このため融資を受けた資金の一定割合を返済資金として留保することもある。

##### ② 企業の側で将来の可能性を踏まえた目標調達額を決められる。

- ・企業経営者は、新規事業の将来の売上げを予測し、そのために必要な投資額を算定し、これを目標に資本を調達する。活発に勧誘活動を行うことで目標額の達成に向けて努力することができる。さらに、事業計画を練り上げて、事業の成長見込みを高めれば、目標以上の多額の資本を集める可能性もある。
- ・一方で、銀行融資の限度額は、既存事業のフリーキャッシュ・フローや利益、投資予定先事業の実績から予測できる今後の売上、担保の評価額、過去の返済実績などから定まる。信用力によっては、担保の差し入れ、個人保証・代表者保証も必要となるなどの制約がある。

##### ④ 株主の事業へのサポートを受けられることがある。

- ・株主が自ら期待利回りを実現するために、積極的に経営に参与し、ノウハウや人脈、事業提携先などのネットワークの提供、事業上や管理面での具体的に協力することもある。
- ・関連企業を株主とすることで関係性が強化されて、事業提携をしたり、事業のサポートを受けたりすることができる。

##### ⑤ 優先株式(種類株式)を活用して目的に応じた資本調達が可能。

- ・優先分配権付き株式などの種類株式等を活用して、投資家の投資を得られやすくしたり、資本調達のメリットを高めたりすることができる。また、議決権の少ない株式などを発行して既存経営者の経営権を維持することもできる。

### 3. マーケットベースのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長 (3)

#### ◇マーケットベースのエクイティ・ファイナンスの企業経営におけるメリット

- ・エクイティ・ファイナンスを、相対の縁故増資ではなく、公募により一般・多数の投資家に対し、私募により特定・多数の投資家に対して、未上場株式の購入（その企業への出資・投資）を勧誘することによって、以下のようなメリットが得られる。（購入した株式を投資家が一定の範囲で転売できることが前提）

#### ○マーケットベースのエクイティ・ファイナンスの企業経営上のメリット

##### ① 株価と資本調達額が市場的な調整によって決定⇒市場による企業価値の公正評価と最適資金配分が実現され、成長を加速する。

- ・投資家との取引関係では、通常は弱い立場にある発行企業が、市場的な取引環境では、多数の投資家に声をかけ、投資家間で競争が生じるという有利な立場で、多数の投資家と交渉して、株価と調達額を決定することができる。
- ・転売市場が整備され、多数の投資家による売り買いが行われて、将来の成長見込みを盛り込んだ公正な企業価値としての市場価格が形成されると、これが次の発行調達額と調達価格を決定するときの適正な参照価格となる。このため、市場価格の上昇と企業価値の増加が次の資本調達の拡大を容易にする。

##### ② 多数の投資家から多額の資金を調達することが可能となる—投資額の最大化

- ・投資資金にエクイティを用いると、多数の投資家が企業の大きなリスクを分割してシェアし、また、一人の投資家が多数の案件に分散投資することができる。このため、有望な企業と事業が集中的に多額の資金を集めることができる。
- ・さらに、市場的な取引環境は、発行企業が投資家を集めることを容易にし、目標募集額の達成可能性を高める。企業が投資に成功して成長し株価が上がれば、投資家の資産を拡大し、さらなる投資を集めて次の資本調達額と成長投資を拡大し成長を加速させる。このことが、銀行融資では調達が困難な、長期の多額の資金、当初赤字の事業、リスクの高い事業の資金調達が可能性を高める。

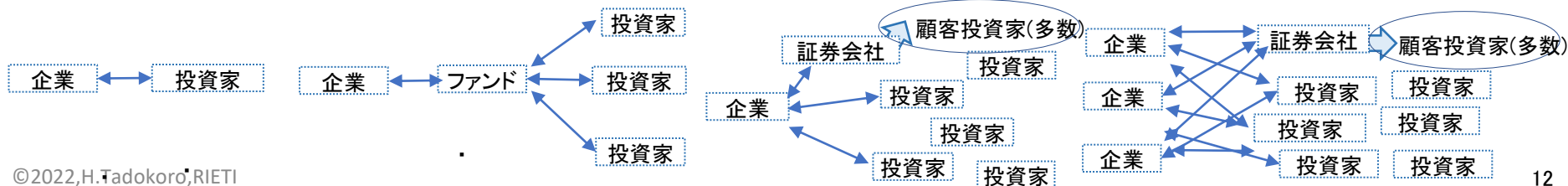
##### ③ 銀行の融資枠の制約なく、投資可能額を無限に想定して、事業意欲を最大限膨らませて大規模な事業を企画・計画。株主のリスクシェアの下、多額の資金を集めて、資金的リスクのない経営者が意欲・能力と創造性を発揮することができる。

- ・新たな事業へ乗りだす起業家を、その思いを共有できる多くの投資家が皆で一緒になって支援することができる。株主・経営者ともに有限責任の資本であるからこそ、経営者は自らの能力と創造性を伸び伸びと発揮することができる。
- ・多数の株主を持つことで、特定の株主に強く経営介入されることなく、自立的に経営無制限にすることが可能となる。私募であれば、株主を選びながら資本を調達することができる。よって、経営支援能力の高い株主からの経営支援も受けやすくなる。

【相対取引・縁故増資】

【ファンドによる金融仲介】

【市場的・競争的調整（公募・私募）】



### 3. マーケットベースのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長 (4)

#### ◇エクイティ・ファイナンスのデメリット

・エクイティ・ファイナンスには以下のようなデメリットがある。本来的に融資等他の調達手段を使うべき場合を除き、いずれのデメリットも、議決権の制限のある株式を用いる等、資本政策上の工夫することで解決したり、緩和することができるものである。

#### ○エクイティ・ファイナンスのデメリットと解決策（デット・ファイナンスと対照して）

##### ① 資本を調達した時点でまとまった調達コストが発生

・エクイティ・ファイナンスでは、調達時点で、調達額から一定の%の手数料を取られる。資本と融資の調達コストを直接比較することは困難であるが、現在の低金利状況等においては、低金利の銀行ローンが調達コストにおいては魅力的に映る。

##### ② 経営権の維持等のための適切な資本政策を実施することが必要

・エクイティ・ファイナンスの結果、既存経営者が経営権を減らすことがある。このため、無議決権株式、議決権の種類のある株式などを適宜活用して、適切な資本政策を施す必要がある。

なお、税制上の取り扱いを維持するために資本金の額の増加を抑制したい場合は、資本剰余金の積み増し及び減資の仕組みを活用することもできる。

・一方、デット・ファイナンスでは、債務を履行している限りは、貸し手の経営への権限的な関与はない。ただし、債権回収の観点もあって、月々の返済を通じて経営状況がモニタリングされるので、経営上の助言等を与えられることはある。

##### ③ 株式の希薄化への対応が必要

・株式の希薄化とは、株式を追加で発行することで、既存の株主が有する1株あたりの価値が目減りすること、経営権における持分が下がること、稼いだ利益や残余財産の分配割合が下がることをいう。

・エクイティ・ファイナンスを行う際は、株式の希薄化に対して、株式の分割と議決権制限株式の活用など、適切な資本政策を実施することが求められる。

##### ④ 投資家保護、株主保護等のための各種手続きが必要

・エクイティ・ファイナンスでは、投資家や既存の株主を保護する必要があるために、金融商品取引法や会社法の手続きなど、調達のための多くの手続を行う必要がある。経営者には株主への説明責任が課されるとともに、日常的にも、ガバナンス、内部統制などの整備が求められる（社内組織の強化という面ではメリットと理解することもできる）。

・一方、デット・ファイナンスでは、広く一般に社債を発行する場合を除けば、相対での契約のみで資金調達が可能である。銀行融資の場合でも、申請・審査など一定の手続きはあるが、基本的には、与信枠の範囲においては比較的迅速に資金を調達することができる。

### 3. マーケットベースのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長 (5)

- ◇ エクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンスを、新設会社が行う新事業の収支計画及び資金計画を作成して比較する。
- ・会社を設立して、同額の投資額を、資本又は融資で調達する。1年度と2年度に開発及び設備投資を行い、2年度途中から販売開始、8年間の売上目標の実現を図る(融資の場合は、実際は、十分な担保がある、本業が十分に収益を上げている等に限られる。)
  - －エクイティ・ファイナンスの場合は、調達コストの負担もあり、利益は当初3年間大幅の赤字となるが、資金は枯渇せずに維持される。その後、大きく利益が出て、資金も再投資可能なまでに蓄積する。
  - －銀行融資の場合は、当初3年間の赤字幅はエクイティ・ファイナンスほど大きくはないが、当初からの返済負担が重く、資金が枯渇する。このため、運転資金分の追加の融資が必要となり、これが調達できたとしても、利息負担の分、利益が減少する。

①エクイティ・ファイナンスによる場合 資本を5億円調達。

#### 収支計画

		1年度	2年度	3年度	4年度	8年度
収益	売上高	0	4,000	20,000	30,000	62,208
費用	人件費	500	2,000	8,000	11,000	20,662
	経費	100	2,000	8,000	11,000	20,662
	減価償却費			8,000	6,400	2,621
	開発費	1,000	4,000			
	調達コスト	1,600	2,400			
	利息					
<b>利益</b>		<b>-3,200</b>	<b>-6,400</b>	<b>-4,000</b>	<b>1,600</b>	<b>18,262</b>
配当		0	0	0	160	1,826
利益率					5.3%	29.4%

#### 資金計画

		1年度	2年度	3年度	4年度	8年度
営業	営業収入	0	4,000	20,000	30,000	62,208
	営業支出	1,600	8,000	16,000	22,000	41,325
投資	設備投資		40,000			
財務	資本(設立時)	1,000				
	資本	20,000	30,000			
	調達コスト	1,600	2,400			
	借入れ					
	返済					
	利息支払い					
	配当支払い	0	0	0	160	1,826
現預金増減		17,800	-16,400	4,000	7,840	19,057
<b>現預金残高</b>		<b>17,800</b>	<b>1,400</b>	<b>5,400</b>	<b>13,240</b>	<b>69,921</b>

②デット・ファイナンスによる場合(1) 期間5年、5億円借入れ。

#### 収支計画

		1年度	2年度	3年度	4年度	8年度
収益	売上高	0	4,000	20,000	30,000	62,208
費用	人件費	500	2,000	8,000	11,000	20,662
	経費	100	2,000	8,000	11,000	20,662
	減価償却費			8,000	6,400	2,621
	開発費	1,000	4,000			
	調達コスト					
	利息	0	400	920	720	0
<b>利益</b>		<b>-1,600</b>	<b>-4,400</b>	<b>-4,920</b>	<b>880</b>	<b>18,262</b>
配当		0	0	0	88	1,826
利益率					2.9%	29.4%

#### 資金計画

		1年度	2年度	3年度	4年度	8年度
営業	営業収入	0	4,000	20,000	30,000	62,208
	営業支出	1,600	8,400	16,920	22,720	41,325
投資	設備投資		40,000			
財務	資本(設立時)	1,000				
	資本					
	調達コスト					
財務	借入れ	20,000	30,000			0
	返済		4,000	10,000	10,000	0
	利息支払い	0	400	920	720	0
	配当支払い	0	0	0	88	1,826
	現預金増減		15,400	-24,800	-7,840	-3,528
<b>現預金残高(期末)</b>		<b>15,400</b>	<b>-9,400</b>	<b>-17,240</b>	<b>-20,768</b>	<b>12,089</b>

### 3. マーケットベースのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長 (6)

- 前頁のように長期の投資資金を銀行融資で十分に調達することは、中小企業、小規模企業では、通常かなり困難な状況にある。銀行融資は、預金が原資で、償還確実性が求められる性格のものである。融資限度額が、通常、対象事業の実績を踏まえた確度の高い受注・売上げの見通し、本業や親会社の利益、フリー・キャッシュフロー、物的担保等の範囲となる。保証が求められることが多い。
- 以下の融資による調達額が半減した場合では、設備投資額も縮小し、売上が十分に伸びずに、赤字が継続し、資金が枯渇する。

②デッド・ファイナンスによる場合(2) 期間5年、2億5,000万円を借入。

2億5,000万円を借入。設備投資額と初年度売上、売上げの伸びが半減

#### 収支計画

		1年度	2年度	3年度	4年度	8年度
収益	売上高	0	2,000	10,000	15,000	21,962
	費用					
	人件費	500	1,000	1,500	3,000	3,696
	経費	100	500	3,500	5,000	7,088
	減価償却費			6,000	4,800	1,966
	開発費	1000	4,000			
	調達コスト					
	利息	0	500	400	300	0
	利益	-1,600	-4,000	-1,400	1,900	9,211
	配当	0	0	0	190	921

#### 資金計画

		1年度	2年度	3年度	4年度	8年度
営業	営業収入	0	2,000	10,000	15,000	21,962
	営業支出	1,600	6,000	5,400	8,300	10,785
投資	設備投資		20,000			
財務	資本(設立時)	1,000	0	0	0	0
	資本	0	0	0	0	0
財務	借入れ	25000	0	0	0	0
	返済	0	5000	5000	5000	
	調達コスト					
	利息支払い	0	500	400	300	0
	配当支払い	0	0	0	190	921
	現預金増減	24,400	-29,500	-800	1,210	10,256
	現預金残高(期末)	24,400	-5,100	-5,900	-4,690	20,025

⇒エクイティ(資本)と銀行融資(デッド)の資金としての性格から考えると、

-企業の成長のため、黒字化するまでに長期間を要する事業、

-前例の乏しい革新的な事業(売上予測が困難)などにおける投資資金(設備、開発、人材等)としては、エクイティが適している。これを銀行融資で実施しようとする、過少投資を引き起こす。銀行融資で事業を行わざるを得ない成長企業の多くは、過少投資のために失敗してしまう。

⇒経済全体としては、このように新事業が過少投資で行われる状況は、新興成長企業の勃興を阻み、既存企業の温存を招くことにつながる。

・新事業の内容が追随可能なものであれば、投資額が不十分で、市場シェアを押さえる先行投資ができないと、銀行からの資金調達による小規模で多数の参入を招くことになる。

・既存大手企業が高いシェアを占める分野の場合、融資限度額の範囲の投資額では、大手を競争することもできずに、事業を断念することになる。

・資本調達が困難なことは、資本調達による新興企業の勃興と既存大手事業者との競合が生じにくい状況を生みだしている。

### 3. マーケットベースのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長 (7)

◇中小企業庁のアンケート調査によると、現状でも、一定程度の中小企業が、事業提携先大手企業等からの縁故増資を経験しており、エクイティ・ファイナンスのメリットを認識している。

○中小企業庁の中小事業者1892社に対するアンケート調査によると、以下のとおり。

#### ①成長投資の資金を用意するために増資を行った企業

- ・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。

#### ②成長投資を融資で行った結果への評価

- ・成長投資への資金を借入に調達したことに関し、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
- 借入での資金調達では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など

#### ③今後の増資を活用した資金調達の意向

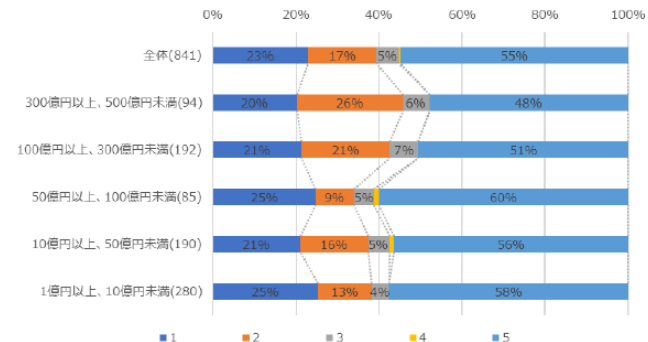
- ・全体の4割が、今後、エクイティ・ファイナンスを活用したいと回答
- この理由として、全体の4割程度が、時間がかかる事業や中長期的な取組み、事業転換を挙げている。

#### 成長投資への資金を借入に調達したことへの考えに関する設問

- 全体の4割が借入での資金調達ではやりたかったチャレンジができなかったと回答

借入による資金調達を選択したことについて、どのように考えているか、以下から最も近いものを1つ選択してください。

- 1 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
- 2 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
- 3 多額の資金調達により金利負担が重い（または、金利負担の重さから多額の資金調達を断念した）
- 4 その他【FA】
- 5 何も問題はない（妥当な選択であったと思う）



\* 1 「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）」掲載されている資料「第一章 中小事業者のエクイティ・ファイナンス」中のアンケート調査による。調査対象：売上高1億～500億円、業歴10年以上、直近5年の売上高推移が概ね横ばいの企業。スタートアップや再生フェーズの企業は対象外。  
<https://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/shikinguri/equityfinance/index.html>

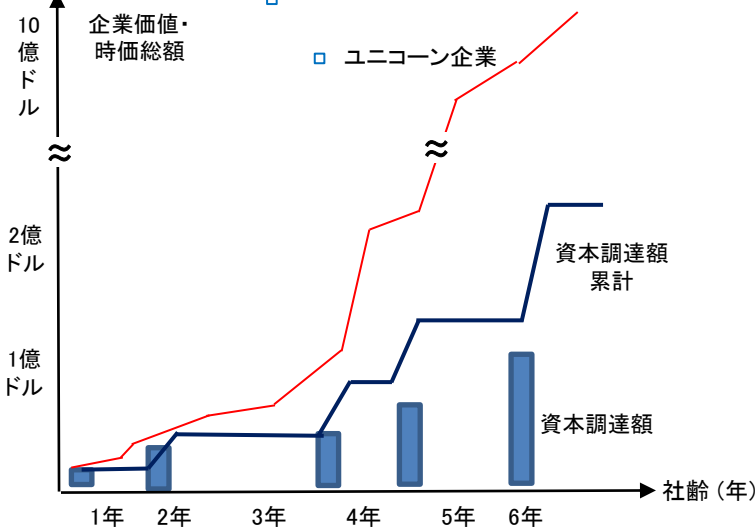


# 4. プライベート・マーケットの企業成長・資産拡大の加速と経済成長 (1) — 企業成長の加速

## ◇プライベート・マーケットの成長加速効果

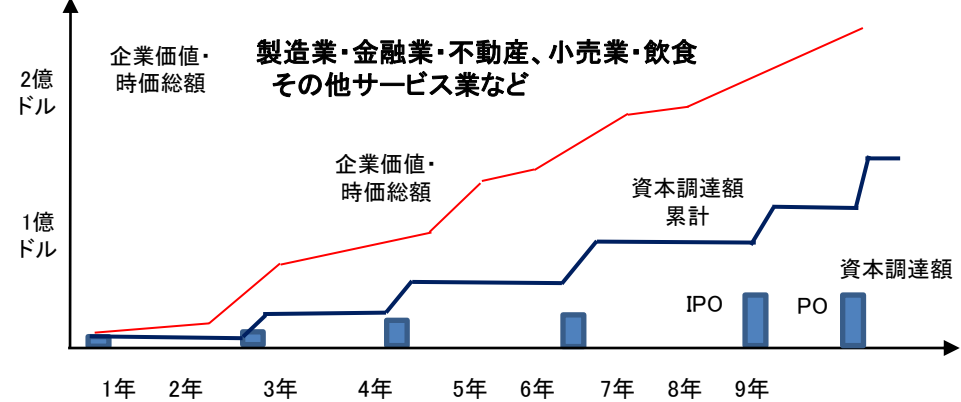
- ・米国では、成長企業が資本を調達し、投資を行い、成長すると、プライベート・マーケットでの企業価値・株価が上昇し、時価総額が拡大すると、これが投資家を集め、次の資本調達額を拡大して、投資を加速する。この好循環の中で多くの企業が、未上場のまま大企業やユニコーン企業へ成長する。
- ・日本では、未上場株式の投資勧誘が厳しく規制され、プライベート・マーケット（未上場株式市場）もほぼ存在しないため、企業は取引先大企業等からの縁故募集(第三者割当増資。金商法上は少数人私募等)を活用して、資本を調達する。

①-1 米国のスタートアップの株価・時価総額の急上昇とユニコーン企業への成長

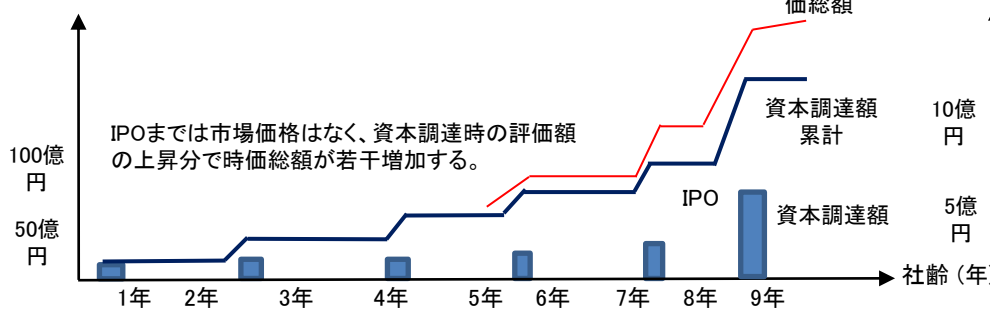


【補足データ】米国企業の資本形成 (Capital Formation) — プライベート・マーケットにおける資本調達と企業価値・時価総額の拡大を参照。

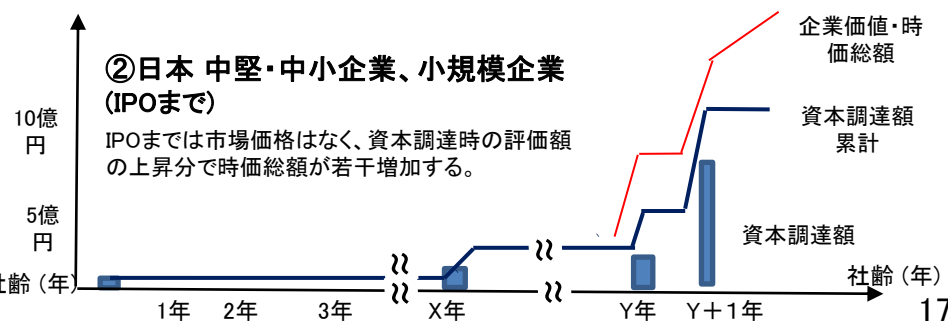
①-2 米国の小規模、中堅中小の成長企業の資本形成と株価上昇・時価総額の拡大



②-1 日本のスタートアップ・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 (IPOまで)



②-2 日本の小規模、中堅中小の成長企業の自己資本の蓄積による資本形成

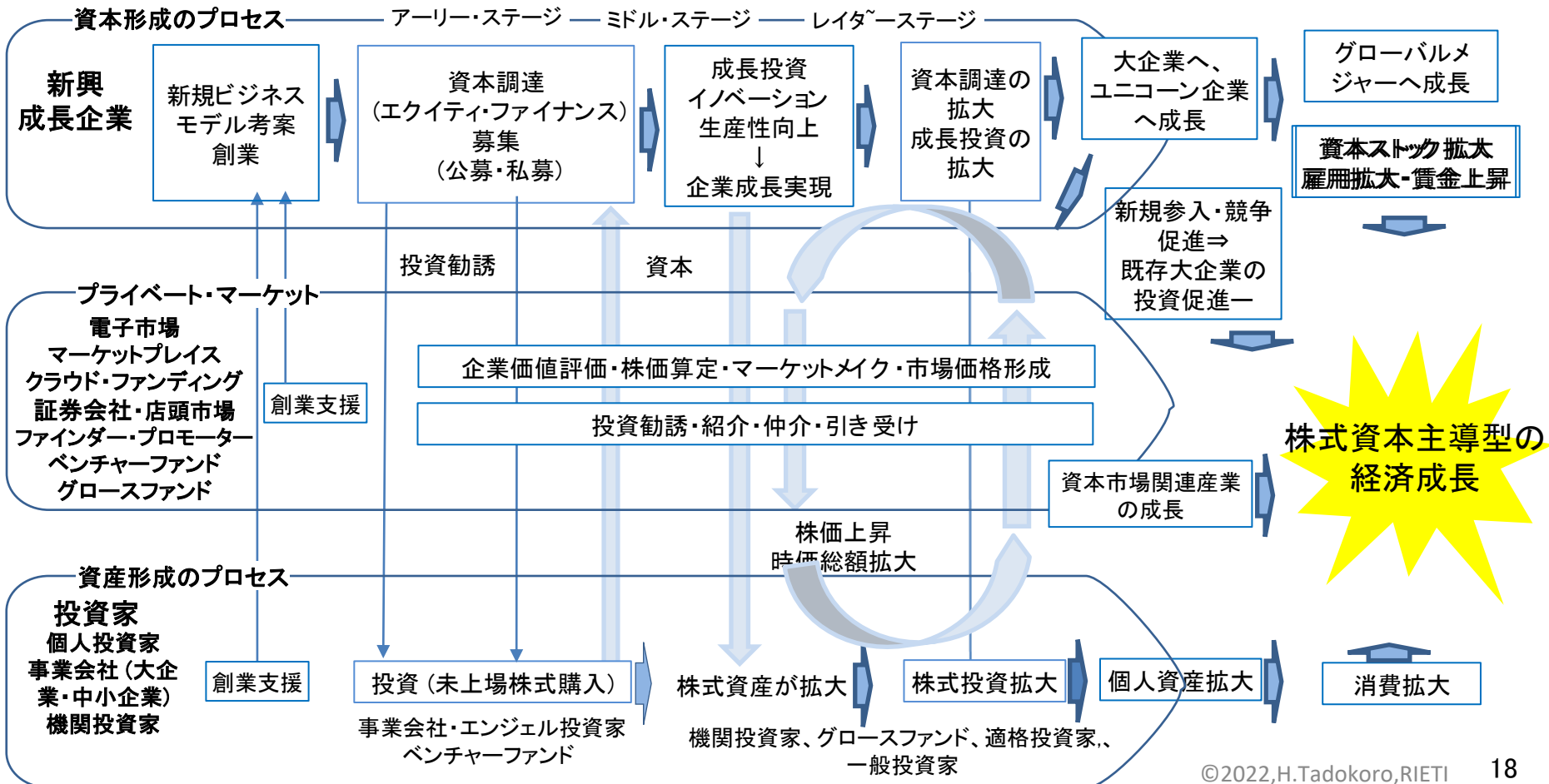


## 4. プライベート・マーケットの企業成長・資産拡大の加速と経済成長 (2) —経済成長の加速

—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

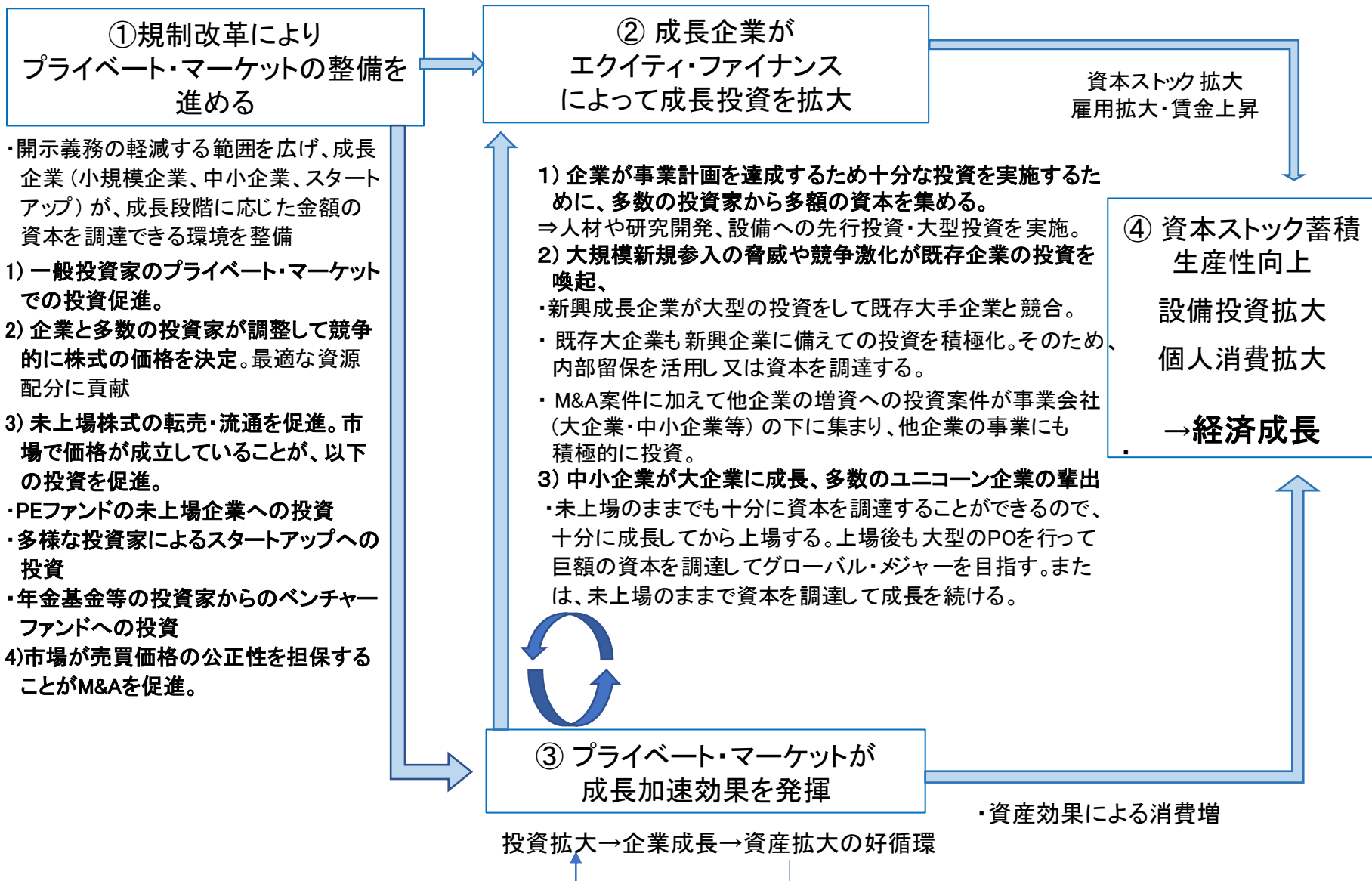
- ・ 企業が資本を調達し、投資し、成長を実現すると、プライベート・マーケットで企業評価額・時価総額が上がり、投資家の資産が拡大する。これが次の資本調達額・投資額を拡大させ、企業成長を加速させる。
- ・ 設備投資による資本ストックの蓄積と生産性の向上が実現し、企業の成長による雇用拡大・賃金増及び株式資産の拡大による所得の再配分と個人消費の増加が実現し、経済成長を後押しする。



## 4. プライベート・マーケットの企業成長・資産拡大の加速と経済成長 (3) —米国等主要国

米国、中国、英国、  
ドイツ、インド、韓国等

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



# 4. プライベート・マーケットの企業成長・資産拡大の加速と経済成長 (4) —銀行ベースの日本

日本

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

### ① 規制改革の遅れ

・勧誘活動の規制等企業の資本調達を制約  
 ・電子市場・プラットフォームの活用等を規制  
 ⇒プライベート・マーケットが未発達

- 1) 厳重な規制の下、増資のために公募・私募ができる範囲が狭い。資本調達は相対取引による縁故増資(第三者割当増資)に限られる。
- 2) 未上場株式の株式の転売がほぼできない(一方、M&Aの募集にはほぼ規制はない)  
 ⇒プライベート・マーケットで多数の投資家を勧誘して、資本を集めることができない。
- 3) グロース段階のスタートアップの株式も転売が困難なため、ファンドのリスクは高くなり、ファンドが小規模化。

### ② 成長企業が投資資金を銀行融資へ依存 スタートアップはベンチャー・ファンドに依存

・成長企業の投資不足・成長停滞  
 ・国際競争力の低下

#### 1) 銀行の融資限度額内で投資をする。

成長企業が過少投資(人材・設備、ITシステム、R&D等)となる。

#### 2) 新興企業が大規模に投資できず、過当競争又は既存企業の不活性化を招く。

・資金が不足して、先行投資ができずに追従者を招く。小規模企業の乱立と過当競争が発生。  
 ・新興企業の大型投資による新規参入がなく、既存大企業の投資も増えず、内部留保を蓄積。  
 ⇒事業会社(大企業・中小企業等)に対して、他企業への投資案件(未上場株式の購入)の勧誘が来ない。一方、M&A案件の紹介は盛んに届く。

#### 3) スタートアップの資本調達が不十分。小規模なままでIPOを急ぐ

・特に、グロース段階の資金調達も、資金の乏しいベンチャーファンドや関連事業会社・金融機関からの第三者割当増資に限られ、資本調達のためIPOを急ぐ。  
 ・投資家はIPOまでは転売・換金できないので、IPOを急がせる。

上場企業も  
 小規模化

ベンチャーファンドが  
 米国等と比べて小規模

### ③ プライベート・マーケットによる 成長加速効果がない

・プライベート・マーケットが未発達(オンライン・プラットフォームの活用の規制等)  
 ・未上場企業に対し、機関投資家、超富裕層など限られた投資家がファンドを通じて投資できる。  
 ・資産が拡大せず、投資資金が集まらず、  
 - 中小企業が大企業へと成長できない、  
 - スタートアップがユニコーン企業に成長することが極めて困難。

・資本ストック蓄積の停滞  
 ・設備投資の停滞  
 ・未上場株式の資産効果がない

### ④ プライベート・マーケットを 発展させる諸外国との 成長格差の拡大 生産性格差、 経済成長の格差

## 5. データ集—エクイティ主導の成長を図る米国その他の国々、これに遅れる日本 (1)

### ◇米国におけるエクイティ・ファイナンス強化による経済成長

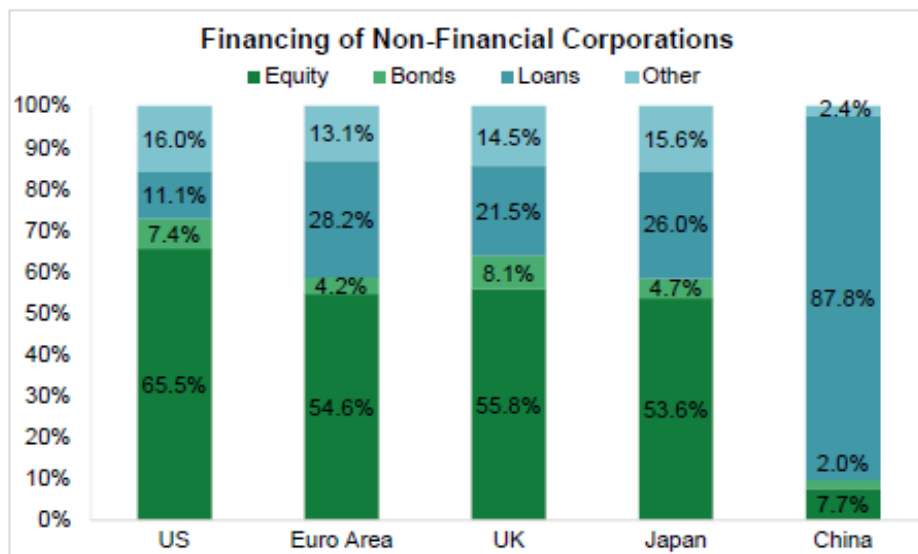
・米国では、民間企業の資金調達手段の構成(残高ベース)に占めるローンの割合が10%強と、日本や欧州の20%半ばの半分程度である。米国は、資本市場を発展させて、企業の成長段階に応じた資本調達環境を整備することに取り組む。

○下記のSIFMA\*1作成のグラフでは、米国の民間企業の資金調達手段の構成(残高ベース)に占めるローンの割合が10%強と、日本や欧州の20%半ばの半分程度となっている(フローベースではより格差がある)。

・このSIFMAのレポートでは、この図を用いて、米国の企業は資本市場によって、欧州や日本、中国に比べて銀行融資(loans)よりも資本(equity)や社債(bonds)を活用し、より革新的な事業に取り組み、成長し、雇用を生み、国民の生活水準を向上させているとしている。

・SECのレポートでも、この図を用いて、経済成長のために企業の成長段階に応じた資本市場を整備することの重要性を説いている。

#### ①非金融民間企業の資金調達手段の各国比較(2017)



(出所) 2021 Capital Markets Fact Book, SIFMA. P. 4.

#### ○アメリカン・イノベーション戦略

##### — 市場を基礎とするイノベーション (2015年10月オバマ大統領が発表)

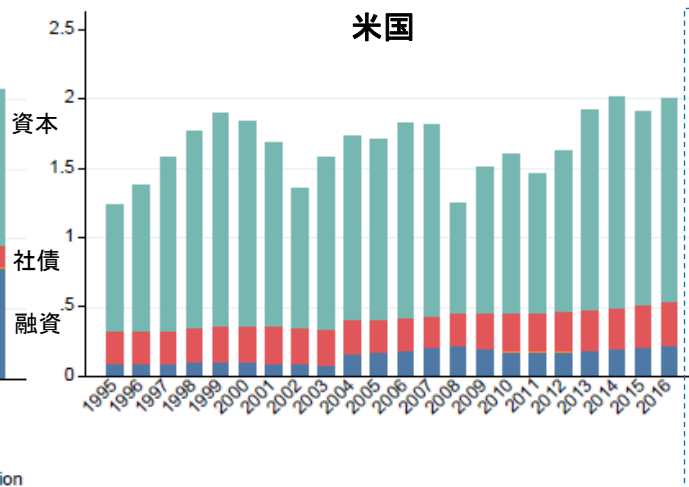
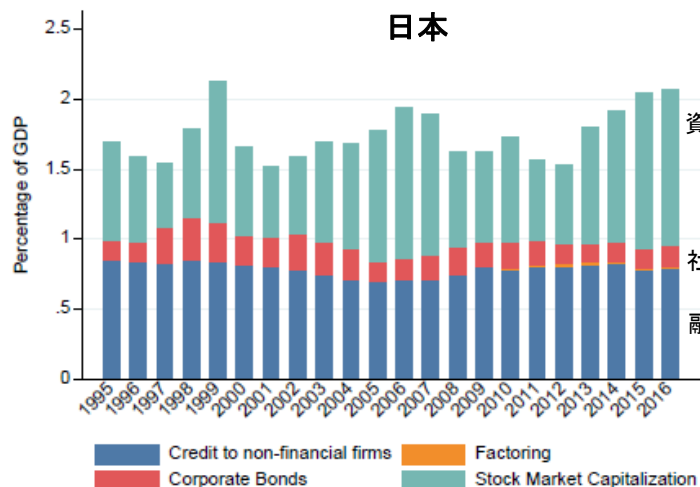
- ・十分に機能する資本市場は、歴史的に米国を投資活動の主要な舞台にして、貴重な資本を最高のアイデアにもたらし、米国人の創意工夫への熱意を高める。
- ・革新的な新事業の創出におけるアメリカの卓越性は、オープンで十分に機能している資本市場の賜物である。

○中国でも、2014年に「資本市場の健全な発展の更なる促進に関する国務院の若干の意見」を発表し、「実体経済の発展促進のため」、「規範化・透明化され、効率性と安定性を備えた、開放的で重層的な資本市場を構築する」。このため、「株式発行登録制度の改革」「中小企業用市場の整備等」などを進めることとしている。

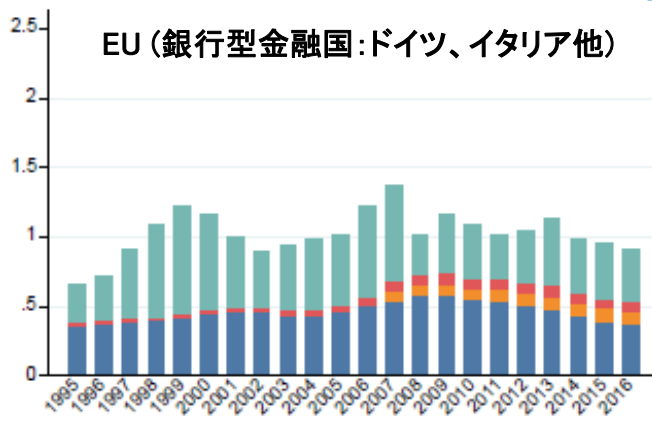
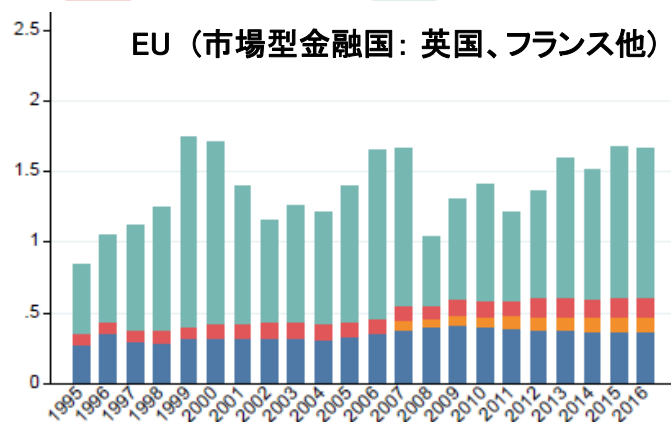
## 5. データ集—エクイティ主導の成長を続ける米国その他の国々、これに遅れる日本 (2)

◇ドイツ他のEU諸国でも、米国を追い駆け、長期的に、企業の成長資金のファイナンスを、銀行ベースの融資から、マーケットベースの社債や資本へ移行することを進めている。EUとして、資本同盟を進めて、マーケットベースのエクイティ・ファイナンスを増やすことでの経済成長を図っている。

○非金融会社の資金調達手段の構成： 融資、売掛債権（ファクタリング）、社債（ボンド）、資本（エクイティ）のGDP比の推移



○ EU資本市場同盟イニシアティブ  
 欧州委員会ユンケル委員長が、2015年2月にグリーンペーパーを、9月に行動計画を発表  
 ・過度な銀行セクターへの依存から脱却すべく、資本市場における障害を除去して、特に、中小企業の資本市場からの資金調達を促進する。  
 ・具体的には、目論見書（開示書類）の簡素化等の改善、ベンチャキャピタルの育成、クラウドファンディングの促進、私募債の普及等。



（出所）Natasha Kalara, Lu Zhang  
 “The changing landscape of firm financing in Europe, the United States and Japan”, CPB  
 Netherland Bureau of Economic Policy Analysis, Sep. 2018..の  
 Figure 3.14, 3.13, 及び 3.16。

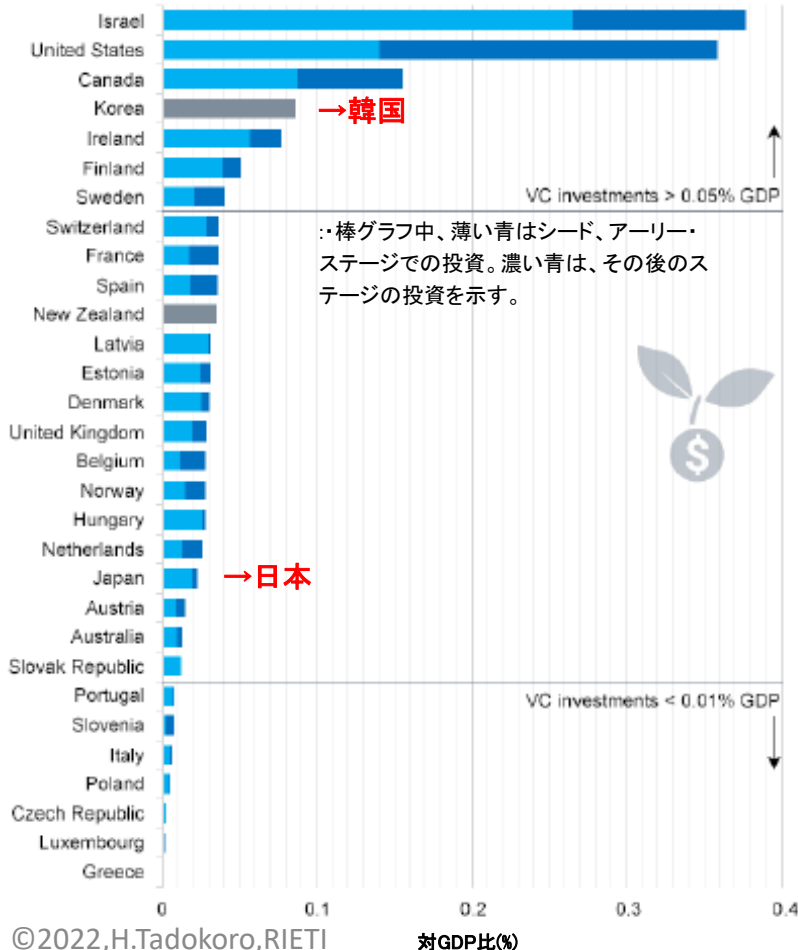
\* 1 こでの市場型金融国 (Market-based countries) とは、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、オランダ、スウェーデン、英国。EU諸国を複数の指標で比較して銀行型金融国(banked based Countries) と区分している。銀行型金融国は、ドイツ、イタリア、スペインなど。米国は前者、日本は後者とされている。なお、ドイツでは、従来から、長期の手形等を用いた銀行への私募による市場的な調達は、中小企業においても盛んに行われている。

## 5. データ集—エクイティ主導の成長を続ける米国その他の国々、これに遅れる日本 (3)

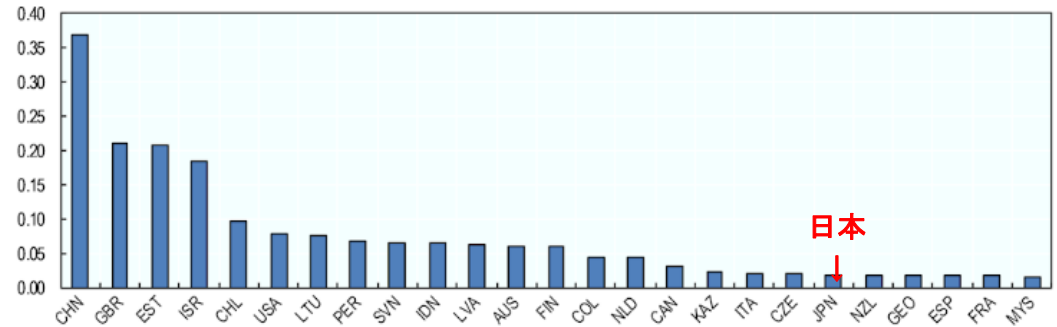
### ◇OECD諸国のエクイティ・ファイナンスの強化による経済成長

- ベンチャーキャピタルの投資額やクラウドファンディングからの投資額のGDPに対する割合を比べると、日本はOECD諸国の中でも下位にある。
- OECDのレポートでも、各国がファンドからの投資やクラウドファンディングなど、中小企業、小規模企業向けのエクイティ・ファイナンス強化策を進めているとしている。

#### ①OECD諸国のベンチャーキャピタルによる投資額の対GDP比 (%)



#### ②OECD諸国のクラウドファンディングでの投資額の対GDP比 (%)



(出所) OECD Financing SMEs and Entrepreneurs

左図 2018 版 Figure 7. Venture capital investments as a percentage of GDP (2016)

上図 .2020版 Figure 1.23. Online alternative finance business volumes, 6 or latest available year

○韓国でも、小規模公募が盛んに活用される中で、クラウドファンディングを発展させる努力を続けている。

2019年6月 韓国証券監督委員会 クラウドファンディング振興計画を発表。

・コロナ禍で我々のライフスタイルが変容するなかで、革新的なスタートアップと小規模企業・中小企業の成長をベンチャーキャピタルを通じて実現する。

・このため、1社企1年間の募集額の上限を15億ウォンから3億ウォン(2億8,000万円)に拡大する。

・賢い投資家達(wisdom of crowd)からの投資を促進するため、募集開始前の情報提供やピッチイベントの開催を容易にする。

## 5. データ集—エクイティ主導の成長を続ける米国その他の国々、これに遅れる日本 (4)

### ◇ユニコーン企業の国別数とフォーブス・グローバル2000 (2021年) ランクイン企業の国別社数

- ・日本のユニコーン企業の数、経済規模からみても著しく少ない。未上場株式市場が企業の成長を加速する機能を果たしていないことが示される。他の国のユニコーン企業は多くがプライベート・マーケットで資本を調達し、時価総額を拡大させて成長した企業であると考えられる。
- ・フォーブス・グローバル2000 (2021年) にランク入りした国別の社数は、日本215社 (地方銀行33社を含む) は、米国590社、中国291社の次である。なお、テクノ系企業上位20社には日本企業はない。
- ・以上、ユニコーン企業が少ない現状は、将来的に、日本のグローバル企業が減少していく可能性を示唆するものである。

#### ①ユニコーン企業の国別の社数と順位

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

#### ②フォーブス・グローバル2000社 (2021)

##### ・国別の社数とその順位

国名	順位	2000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
香港	6	59
カナダ	7	56
ドイツ	8	54
フランス	9	53
インド	10	50
台湾	11	45
スイス	12	42
スウェーデン	13	32
オーストラリア	14	31
ロシア	15	24
イタリア	16	23
ブラジル	17	21
スペイン	18	21
オランダ	19	20
アイルランド	20	18
その他		227
計		2000

##### ・テクノ系企業の国別社数

国名	全177社中の社数	
米国	81社	45.8%
中国	26社	14.7%
台湾	15社	8.5%
日本	13社	7.3%
その他18か国	42社	23.7%

国名	20社中の社数
米国	13社
韓国、台湾	2社
中国、ドイツ、アイルランド	1社

(出所) フォーブス・グローバル2000 (2021年): フォーブスが世界のトップ公開企業2,000社を。売上高、利益、資産、時価総額の4つを基準に公開企業を順位付けした。時価総額は2020年4月30日の株価終値で、発行済み普通株式の全てを含めている。日本の最高位はトヨタ自動車の11位。



## 5. データ集—エクイティ主導の成長を続ける米国その他の国々、これに遅れる日本 (5)

### ◇フォーブス・グローバル2000 (2021) 中の1990年以降設立企業数

・1990年以降に設立された企業の数、日本は215社中5社のみ。米国は上位100社中でも9社ある(再編等を除く)。日本では、この30年間で、世界的な大企業にまで成長した企業が少ない。米国では1970年代から成長企業向けの資本市場の改革を進めており、これら米国企業の多くは、プライベート・マーケットで資本を調達して成長している。

### ○フォーブス・グローバル2000社中 1990年以降に設立された社数

米国企業590社のうち上位100社中に9社以上存

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

・米国内100位以降でも、以下のような1990年以降設立のi著名な企業がランクインしている。

eBay  
Uber  
Mosaic  
AirBnB  
Snap  
Zoom Video  
Communications  
Twitter  
Slackなど

### (参考) 1990年以前に設立の著名なIT系企業

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

### 日本企業215社全社中で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

### (参考) 1990年以前に設立の著名なIT系企業

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

### ◇グローバル2000社中のテクノ系企業上位20社

・技術力をベースに成長を続ける企業の中に、技術力のある日本企業の姿はない。

### ○テクノ系企業のランキング177社のうち上位20社

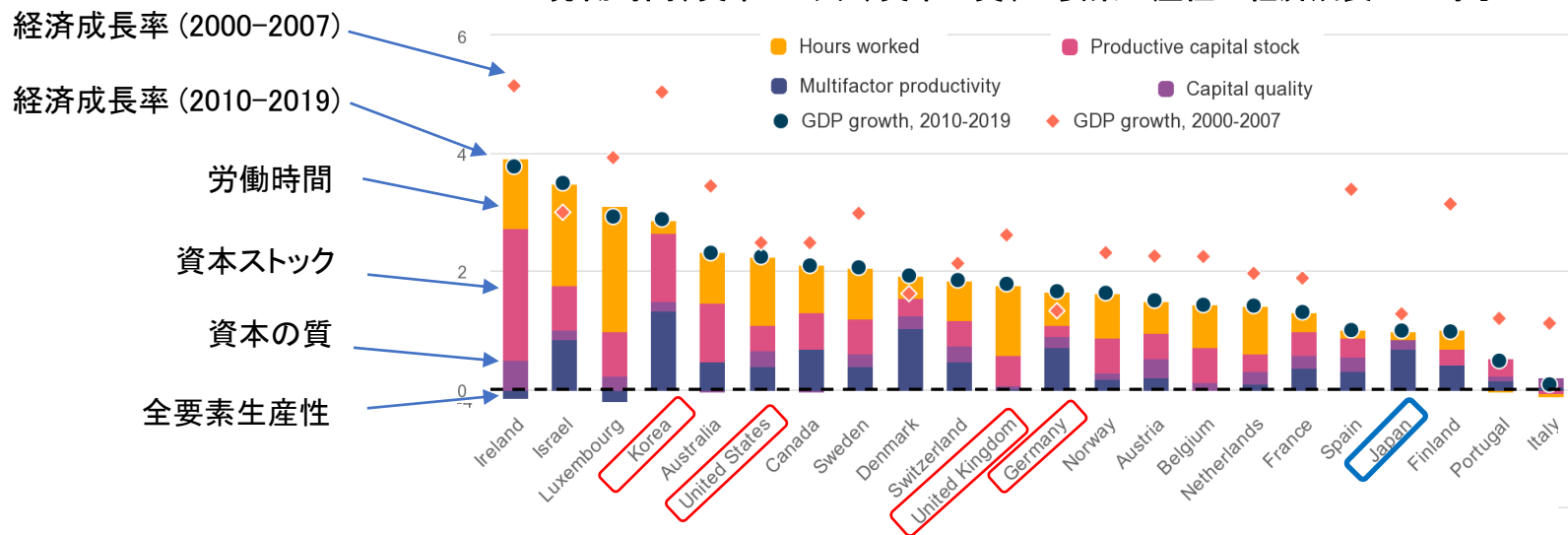
テクノ系順位	社名	国	売上高	時価総額
1	アップル	米国	2,939億ドル 32兆3,290億円	2兆3,000億ドル 253兆円
2	サムスン	韓国	2,007億ドル 22兆0,770億円	5,105億ドル 56兆1,550億円
3	アルファベット	米国	1,824億ドル	1兆5,000億ドル
4	マイクロソフト	米国	1,533億ドル	2兆ドル
5	テンセント	中国	700億ドル	7,738億ドル
6	フェイスブック	米国	860億ドル	8,705億ドル
7	インテル	米国	779億ドル	2,637億ドル
8	IBM	米国	736億ドル	1,194億ドル
9	TSMC	台湾	481億ドル	5,581億ドル
10	オラクル	米国	397億ドル	2,277億ドル
11	シスコ	米国	480億ドル	2,229億ドル
12	デル	米国	943億ドル	774億ドル
13	鴻海精密工業	台湾	1,820億ドル	604億ドル
14	SPA	ドイツ	317億ドル	1,642億ドル
15	ブロードコム	米国	247億ドル	1,955億ドル
16	セールスフォース	米国	213億ドル	2,136億ドル
17	アクセンチュア	アイルランド	457億ドル	1,909億ドル
18	SKハイニックス	韓国	270億ドル	842億ドル
19	クオンタム	米国	267億ドル	1,570億ドル
20	マイクロンテクノロジー	米国	235億ドル	1,017億ドル

## 5. データ集—エクイティ 主導の成長を続ける米国その他の国々、これに遅れる日本 (6)

◇日本では、資本ストックの蓄積が停滞し、これが過去10年の経済の低成長の要因となっている。

資本ストック及び資本の質は、経済成長に対して貢献する。2010年から2019年までの日本の経済成長率は 0.99%、この間の資本ストックの伸びは 0.01%にすぎない。それぞれ、韓国、米国、英国、ドイツと比べて低い水準であり、OECD諸国の中でも下位にある。

労働時間、資本ストック、資本の質、全要素生産性の経済成長への寄与

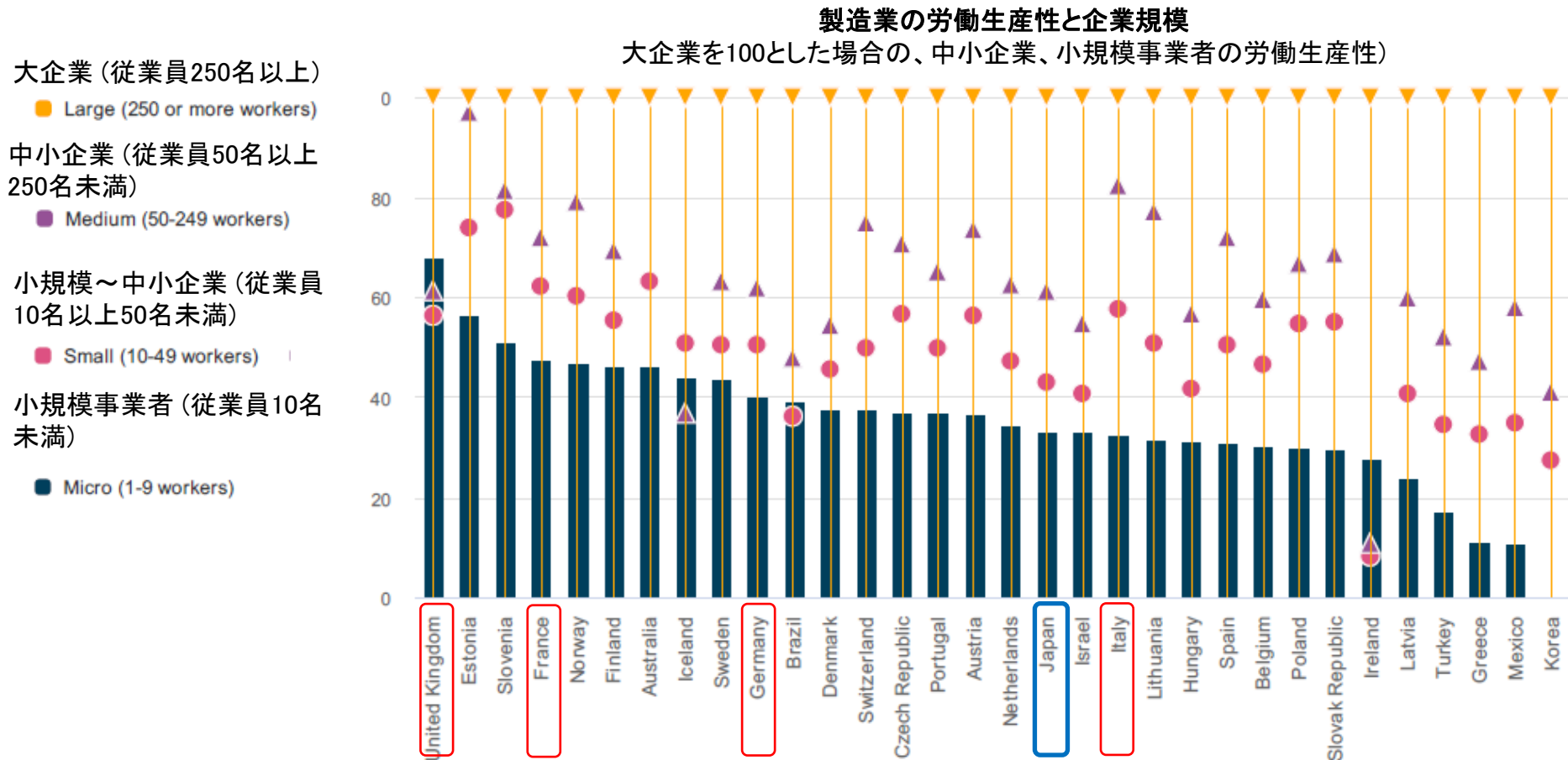


国名	GDP成長率 (2010-2019年)	資本ストック	資本の質	資本ストック + 資本の質	労働時間	全要素生産性	GDP成長率 (2000-2007年)
韓国	2.88	1.17	0.15	1.32	0.21	1.35	5.04
米国	2.24	0.42	0.28	0.70	1.15	0.39	2.48
英国	1.78	0.50	0.04	0.55	1.20	0.02	2.61
ドイツ	1.66	0.18	0.20	0.38	0.56	0.72	1.32
日本	0.99	0.01	0.16	0.18	0.13	0.68	1.27

## 5. データ集—エクイティ主導の成長を続ける米国その他の国々、これに遅れる日本 (7)

◇日本では、大企業に比べて中小企業・小規模事業者の労働生産性が低く、資本ストックの蓄積が少ない。

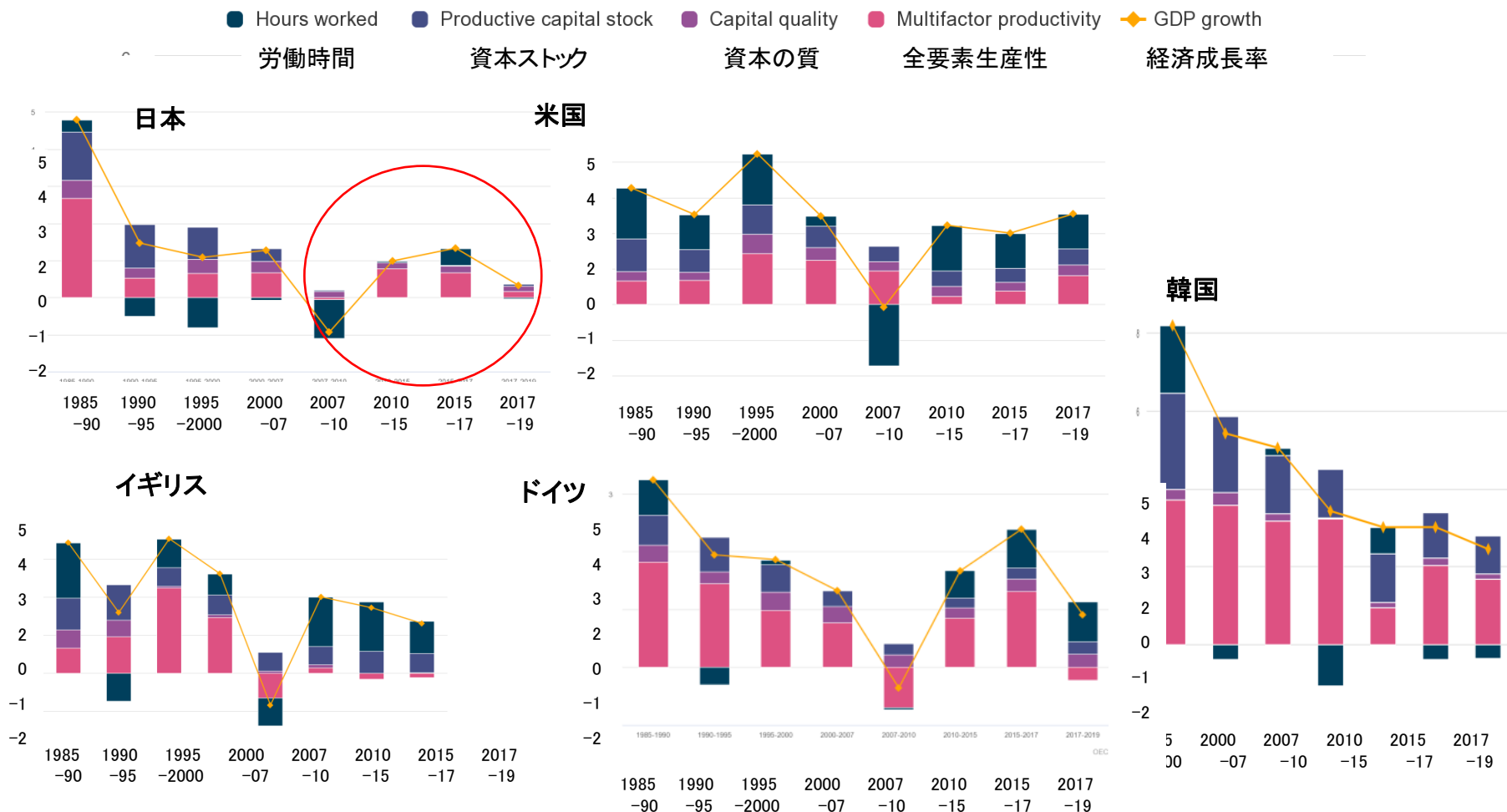
- ・OECDの分析によると、製造業の企業規模別の生産性の格差は、日本は加盟国32か国のうちで、5番目に格差が大きい。G7諸国では、格差の大きい順で、日本、ドイツ、フランス、イギリスとなる。
- ・労働生産性＝資本装備率×資本生産性（資本装備率＝資本ストック÷労働力、資本生産性＝付加価値額÷資本ストック）と算定される。労働生産性の上昇に資本ストックと資本生産性の伸びが貢献する。日本では、他国と比べて、特に中小企業、小規模企業の設備投資が不十分で、資本ストックの蓄積が相対的に不足している様子がみえる。



## 5. データ集—エクイティ 主導の成長を続ける米国その他の国々、これに遅れる日本 (8)

◇日本の経済成長に対する資本ストック及び資本の質の寄与は、失われた30年と称される期間において、1990年代に落ち込んで、2000年以降低迷を続けている。一方、米国、イギリス、ドイツ、韓国などは、この間、資本ストック、資本の質が経済成長に対して一定の寄与を継続する。

労働時間、資本ストック、資本の質、全要素生産性の経済成長への寄与

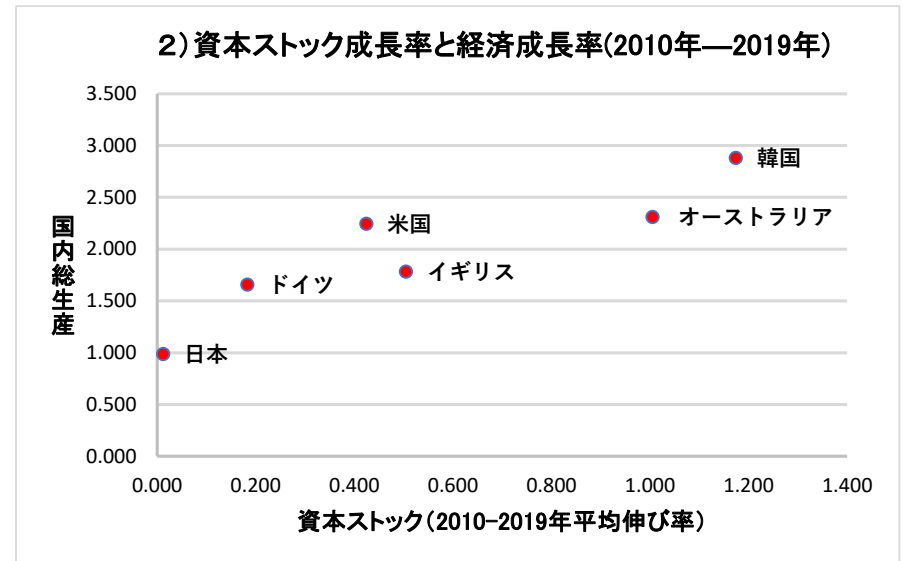
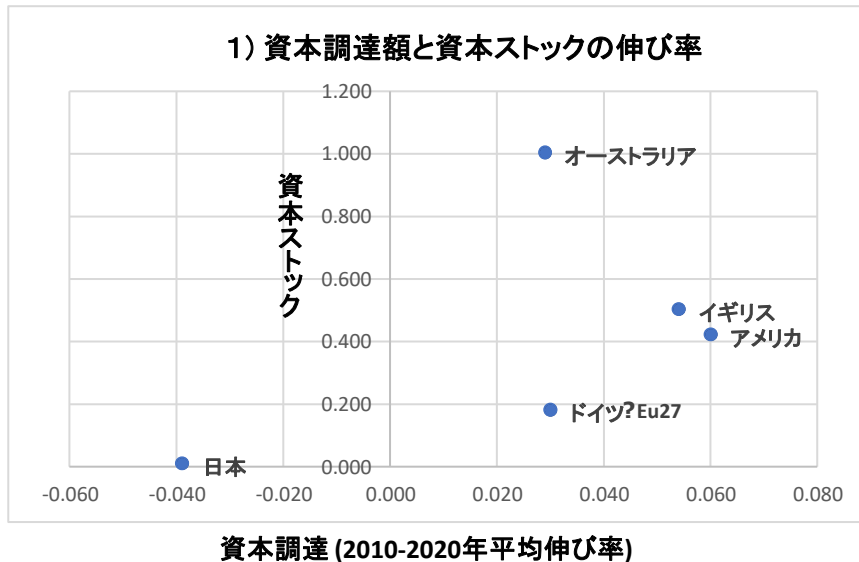


## 6. 今こそ、マーケットベースのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長と経済成長を目指して (1)

◇日本では諸外国と比べて資本ストック（生産設備・システム等の総量）の蓄積が停滞。これが過去10年以上の経済成長の低迷の要因。  
 ・資本調達の増加は資本ストックの蓄積を加速する。・資本ストックの成長が経済成長率を押し上げる。この10年間でみても、日本の資本調達額は減少しており、資本ストックの成長がほとんど進まずに、日本の経済成長率は、主要国においても低位となっている。

- 1) この10年間で資本調達額の増加率は、主要国で日本のみマイナス。他国では資本調達が資本ストックの増加に貢献している。
- 2) 資本ストックの蓄積は経済成長に対してプラスの貢献をする。2010年から19年までの日本の資本ストックの伸びは0.11%、経済成長率は0.99%にすぎず、いずれも主要国中で低い水準。

国名	資本調達額 2010-2020年 年平均	GDP成長率 2010-2019年 年平均	資本 ストック	資本の質	労働時間	全要素 生産性	GDP成長率 2000-2007年 年平均
韓国	-	2.88	1.17	0.15	0.21	1.35	5.04
豪州	2.9	2.31	1.01	-0.03	0.87	0.46	3.44
米国	6.0	2.24	0.42	0.28	1.15	0.39	2.48
英国	5.4	1.78	0.5	0.04	1.2	0.02	2.61
ドイツ	3.00	1.66	0.18	0.2	0.56	0.72	1.32
日本	-3.90	0.99	0.01	0.16	0.13	0.68	1.27



## 6. 今こそ、マーケットベースのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長と経済成長を目指して (2)

### ◇エクイティ・ファイナンス強化とファイナンス・アロケーションの実現による経済成長

- ・日本では、成長企業におけるエクイティ・ファイナンスが極小規模であるのみならず、大企業においても、低利融資中心に資金を調達しており、エクイティを活用した積極果敢な成長投資に挑んでいるとは言えない状況にある。
- ・一方、日本でも、IT化が進む中で、制度的に可能な範囲では、エクイティ取引も伸長している。従来から、事業提携型の縁故増資は中小企業を含め一定程度行われている中で、近年は、PEファンドを介したカーブアウトや中小企業のM&Aも盛んとなり、M&A仲介事業者やプラットフォームも増えている。VC投資もスタートアップ育成の成果をあげている。小規模ながらも株式投資型クラウドファンディングも増え、ビットコインの取引も伸長し、デジタルトークンを活用する動きもある。
- ・今こそ日本も株式資本市場を改革し、IT時代のマーケットベースのエクイティ・ファイナンスに本格的に取り組むときである。

#### ①各国の資本調達額と直近10年の年平均伸び率

	2020年	2010年から2020年までの年平均の伸び率
イギリス	4,470万ドル	5.4%
中国	1億0,710万ドル	3.9%
豪州	2,710万ドル	2.9%
香港	8,310万ドル	0.6%
米国	3億3,760万ドル	6.0%
EU27	6,810万ドル	3.0%
日本	3,770万ドル	-3.9%
シンガポール	380万ドル	-7.3%
カナダ	1,550万ドル	-8.8%
発展市場国計	2,000万ドル	9.3%
新興市場国計	8,220万ドル	-2.7%
合計	8億2,680万ドル	2.3%

(出所) SIFMA 2021 Capital Markets Fact Book Global

Equity issuanceに掲載のDealogicのデータ

#### ②米国と日本の設備投資の規模と資金調達額 (フローベース)

米国	2018年	2019年	2020年
GDP民間固定資本形成 (非住居)*1①	1兆2,226億ドル 134兆4860億円	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	2,216億ドル 24兆3,760億円	2,281億ドル 25兆0,910億円	3,900億ドル 42兆9,000億円
②÷①	0.18	0.08	0.14
社債計 Bond Issuance total	1兆3,807億ドル 151兆8770億円	1兆4,230億ドル 156兆5300億円	2兆2,820億ドル 251兆0200億円

\*1 Gross private domestic investment Fixed investment Nonresidential.

(出所) US BEA, SIFMA 2021 Capital Market Fact Book

日本	2018	2019	2020	2021
民間設備投資①	91兆6,781億円	92兆2,246億円	86兆0,271億円	-
国内銀行設備資金 新規貸出②	45兆5,572億円	46兆7,918億円	44兆8,759億円	33兆7,445億円
②÷①	0.5	0.5	0.5	-
上場企業国内公募資 本調達額③	4,239億円	2,192億円	5,140億円	6,970億円
③÷①	0.005	0.002	0.006	-

(出所) ①内閣府、国内総生産 総資本形成 総固定資本形成 民間 企業設備、②日本銀行 貸し出し統計/総貸出/設備資金新規貸出/銀行勘定、信託勘定、海外店勘定の合計/国内銀行、③日本証券業協会 全国上場会社のエクイティファイナンスの状況(公募増資等/国内)