

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

2022年5月10日

経済産業研究所

事業創造大学院大学 客員教授

田所 創

1. 米国等諸外国の未上場株式市場

◇米国を先頭に諸外国では、未上場株式市場を発展させる。

成長企業が、市場を通じて、資本(エクイティ)の調達と成長投資を繰り返し、大企業へ、ユニコーン企業へと成長できるようにする。

- ・ 米国では、歴史的に、国の経済発展のため、未上場株式市場の改革を継続し、下記の市場を発展させる。
 - － 1970年代から中小企業の資本調達を促進するため、私募や少額の公募を制度化・拡充
 - － 1990年代からコンピュータやオンライン・プラットフォームなどのITを活用し取引監視を強化しつつ、未上場株式の自由化範囲を拡大

店頭市場(1970年代～)

多数の証券会社を介して、発行企業・投資家間で取引。各州から全米まで発展。

電子市場(1990年代～)

店頭登録市場(店頭取引を組織化。需給調整して価格決定する市場)がコンピュータで電子化・オンライン化

マーケットプレイス(2000年代～)

投資家間で未上場株式を売買するプラットフォーム

クラウドファンディング(2010年代～)

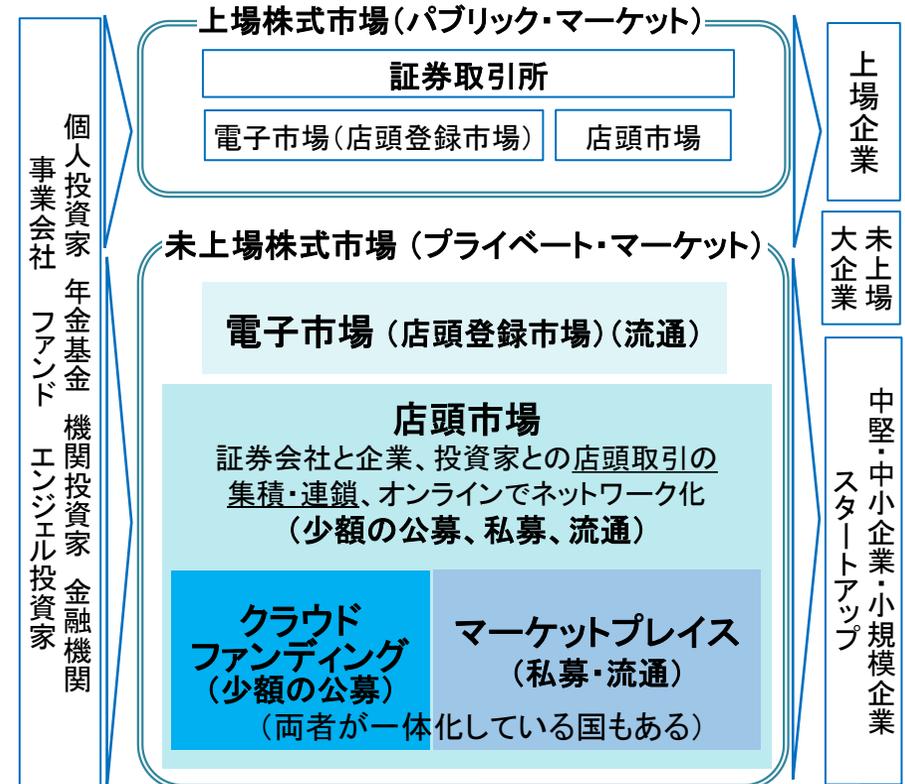
企業が投資家から直接資本調達するプラットフォーム

- ・ 英国、EU、中国、韓国等も、2000年代には米国を追い駆け、未上場株式市場を発展させる。

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

[米国等諸外国の未上場株式市場の構造]

(以下の各種タイプの市場が国ごとに複数・多数存在する)



3. 企業主体の市場型の資本調達

◇資本(エクイティ)はイノベーションと成長の最強の資金である。

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

◇成長投資の最大化:市場型資本調達(マーケットベースのエクイティ・ファイナンス)によって、成長企業は、資本調達額と投資額を最大化することができる。

- ・ 相対取引では、資金の出し手の投資家が企業に対して圧倒的に優位。
- ・ 市場を通じると、企業は、主体的に、機関投資家、ファンド、事業会社、個人等の多数の投資家に広く呼びかけ、交渉・調整して、資本を集めることができる(市場型資本調達)。
- ・ 市場における投資家間の競争の中で、企業は資本調達額と成長投資額を最大化することができる。

→経営者が資金制約なく革新的で大規模な事業を構想することができる。

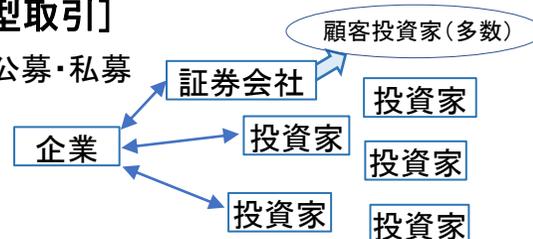
- ・ 優れた事業計画であれば、小規模な企業でも、市場から必要な多額の資金を集めることができる。
このため、経営者は、事業計画を立てるときに、銀行の借入れ限度額に縛られずに、資金的な制約を設けず、自由に大胆な発想で、革新的で大規模なビジネスを構想することができる。

[資本調達における相対取引と市場型取引]

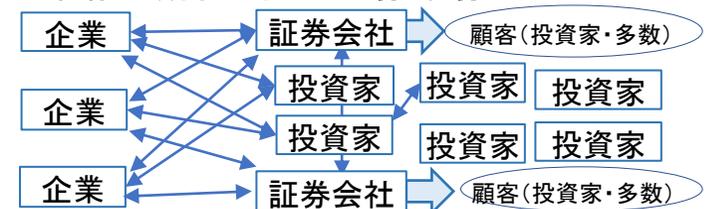
1)相対取引・縁故増資



2)公募・私募



3)市場的・競争的取引(公募・私募)



4. 新興成長企業の創出、企業間の投資競争と経済成長

◇市場型資本調達(マーケットベースのエクイティ・ファイナンス)は、企業成長を加速するとともに、企業間の投資競争を促進し、国全体の成長投資を最大化。経済成長を強力に牽引する。

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

- ・ 成長企業が大規模な先行投資で国内市場を制覇し、グローバルに展開。スタートアップ・中小企業が大企業に成長し、ユニコーン企業となり、グローバル企業に成長。企業収益、雇用、賃金が増加する。
(銀行融資の限度額内では、小規模な企業の乱立を招く)

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

- ・ 成長企業が市場で資本を調達して、既存大企業を凌駕する規模の投資を実施。既存大企業も新規参入の脅威に対抗して積極的に投資する。
(銀行融資の限度内の成長投資では、既存大企業が国内市場で温存され、将来、外国のグローバル企業に蹂躪される)

〈3〉資本ストック型の経済成長を促進する。

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

〈4〉個人の資産拡大・所得増と投資拡大・消費増を引き起こす。

- ・ 企業の成長と時価総額の拡大で、個人資産と所得が増え、個人投資と消費が拡大する。

→諸外国では、未上場株式市場を発展させて資本(エクイティ)主導のイノベーションと経済成長を推進する。(Equity-fueling innovation & Economic growth)

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

5. 日本の未上場株式市場

◇主要国で唯一日本だけが未上場株式市場が未発達。

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

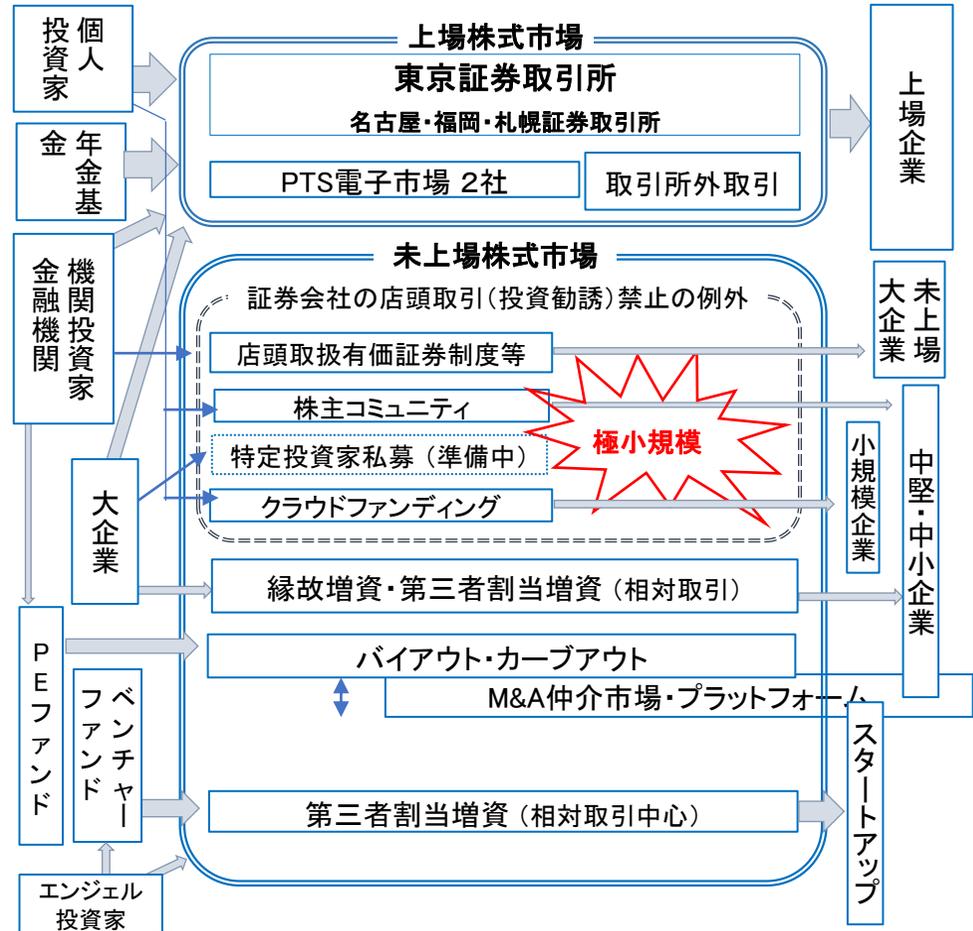
[日本の未上場株式市場の構造]

◇発行市場(プライマリー市場)が未発達なため、流通市場(セカンダリー市場)も発展しない。

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

→日本では成長企業が市場を通じた資本の調達ができず、市場による成長の加速もない。

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



6. 日本企業の資本調達

◇日本の成長企業は、諸外国と異なり、未上場株式を発行して投資勧誘をする自由が著しく制限されている。投資家主導の相対取引中心。

- ・最も自由度の高い小規模公募(後述)でも、半年間で最大49人/社までしか勧誘できない。
「勧誘」も明確な定義がなく、広範囲で規制(特定の株式に関し、投資家の関心を高め、取得を促進する行為とされる)

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

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

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

◇大企業・中小企業、個人投資家の未上場企業への投資機会が著しく乏しい。

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

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

7. 未上場株式の投資勧誘の規制と改革

◇開示義務(ディスクロージャー)によって株式の投資勧誘を規制。

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

◇開示義務を軽減する範囲を拡大(未上場株式の取引の自由化)。

- ・少額の公募や、少人数の投資家又は一定の資力のある投資家(適格投資家)への勧誘(私募)をするときに、開示義務を軽減して、負担を減らすと、小規模な企業でも、未上場株式を発行して投資勧誘をすることができるようになる。諸外国では、この範囲を次第に拡大する。

⇐ 日本では、米国等主要国と比べて、少額の公募、少人数私募、適格投資家私募の範囲が大変狭い(次項)。「勧誘」の範囲は広い。このため、企業の勧誘活動が強く抑制される。

◇簡素な開示義務で投資家を保護して、未上場株式への投資を促進。

- ・諸外国では、開示義務を軽減・簡素化。企業の負担を減らしつつ、一定の投資家保護を確保し、未上場株式を投資家の投資対象とする。

⇐ 日本では、少額の公募や私募の場合、開示義務を一切免除する。投資家保護が不十分で、未上場株式が投資対象とならない。

[米国の開示義務と登録・開示様式(フォーム)]

(株式の公募、少額の公募、私募に関する米国証券委員会(SEC)の規則と、SECに登録し、開示される資料の様式(フォーム))

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

8. 少額の公募、私募、クラウドファンディングの範囲ー日本と諸外国の比較

〈1〉少額の公募は、日本では募集額**1億円**未満
米国：**82億5,000万円**以下
英国・EU：**10億4,000万円**以下
韓国：**9,800万円**未満(開示義務があり株式が流通する)

〈2〉少人数私募は、日本では勧誘先**50名/社**未満に限定
米国：勧誘先**無制限**(購入者35名/社以下)
英国・EU：勧誘先**150名/社**未満
韓国：勧誘先**50名/社**未満(株式募集の基本情報の提供は「勧誘」とされず、人数制限なし)
中国：勧誘先**200名/社**未満

〈3〉適格投資家私募の対象の適格投資家は、
日本では**有価証券残高10億円**以上の法人又は個人
米国：法人は、**総資産5億5,000万円**超
個人は、住居以外の資産**1億1,000万円**超、又は年収**2,200万円**超
英国・EU：法人は、**運用資産2億6,000万円**、売り上げ52億円、総資産26億円以上のいずれか二つ
個人は、投資資産**1億1,000万円**以下、一定の投資頻度、金融等職歴1年以上のいずれか二つ
韓国：法人は、投資資産**9億6,000万円**以上
(株式会社は**4億8,000万円**以上)
個人は、投資資産**4,800万円**、年収・資産が**960万円**又は投資経験1年以上

〈4〉クラウドファンディングは、
・ 企業の募集額は、
日本では**1億円**未満
米国：**5億5,000万円**以下
英国・EU：**12億4,800万円**未満
韓国：**2億8,800万円**未満
・ 投資家の投資額の上限は、
日本では1年間に1企業に**50万円**まで
米国：投資家の資力に応じて1年間で最大**1,100万円**(適格投資家は無制限)
英国：資力の低い投資家は純資産の10%以内
韓国：年収に応じ最大**192万円**
(適格投資家は無制限)
中国：少人数私募**200名/社**以下の範囲
(投資家の投資額の制限はない)

〈5〉市場の設置については、日本では、
・ 証券会社が未上場株式の投資勧誘することは原則禁止(小規模な公募や少人数私募を取り扱えない)。店頭市場は成立しない。
・ 未上場株式の電子市場やオンライン・プラットフォームでの市場取引は開示義務が課されるおそれがあり、事実上禁止

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

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

国全体の資本ストックも伸びずに、経済成長も低迷する。【データ1～5】

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

◇日本も、企業主体の資本調達環境を整備して、米国、EU等と同様に、
資本主導の経済成長を推進すべき。

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

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

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

【データ1】日本では諸外国と比べて企業の資本調達が不活発

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

	2020年の企業の資本調達額	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

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

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

(出所) ①内閣府、②③日本証券業協会、④日本銀行

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

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

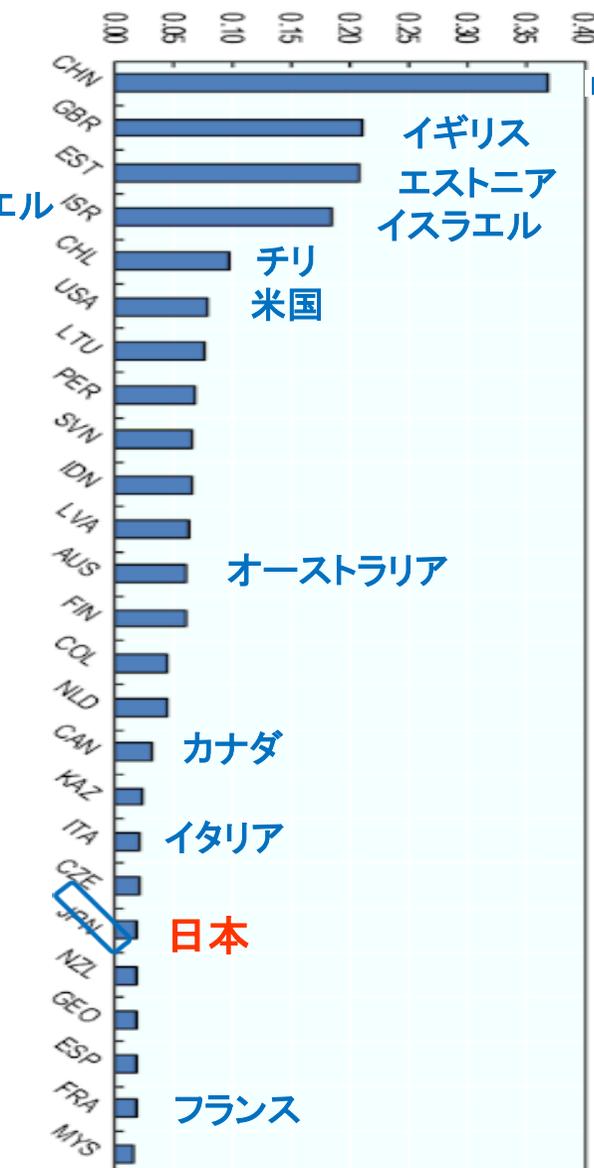
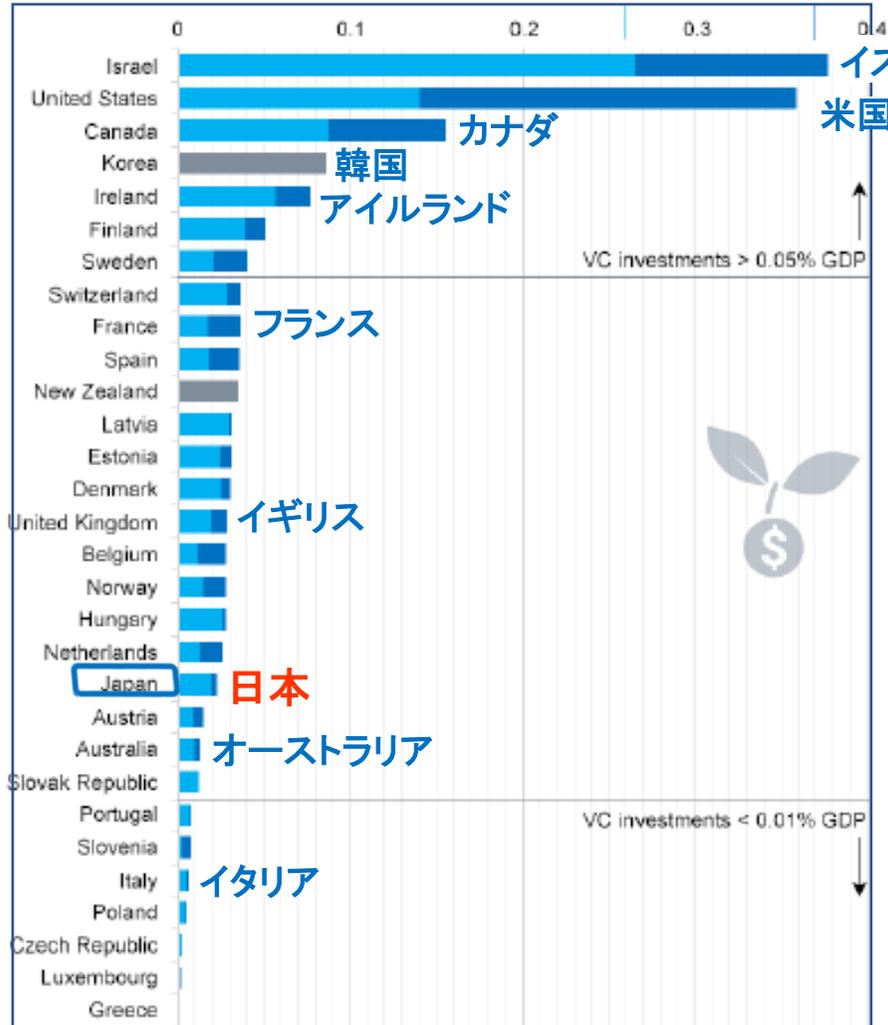
②③ US BEA, SIFMA 2021 Capital Market Fact Book

【データ2】日本のベンチャー企業への投資額は経済規模の割に極小規模

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

＜主要国のクラウドファンディングでの投資額の対GDP比(%)＞

＜ベンチャーキャピタル等の投資額の対GDP比＞



中国

イギリス
エストニア
イスラエル

チリ
米国

オーストラリア

カナダ

イタリア

日本

フランス

◇クラウドファンディングによる投資額の対GDP比は、日本はOECD諸国中20位と下位にある。

(出所) OECD Financing SMEs and Entrepreneurs

【データ3】日本では中小企業の資本調達(エクイティ・ファイナンス)が小規模

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

- レギュレーションDで私募又は少額の公募をした企業のうち
6割強が創業後3年以内、売上100万ドル(1億1,000万円)以下、
8割強が売上500万ドル(5億5,000万円)以下。

＜レギュレーションD実施企業の業種別構成等＞

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

＜レギュレーションDを実施した企業の社齢＞

創業後	
6年以上	30%弱
4年～5年	10%弱
2年から3年	15%程度
1年	50%弱

＜レギュレーションDを実施した企業の年間売り上げ規模(試算)＞

売上(revenue)	100.0%
1億ドル超	3.8%
2,500万ドル超、1億ドル以下	4.3%
500万ドル超、2,500万ドル以下	9.7%
100万ドル超、500万ドル以下	19.7%
100万ドル以下	62.6%

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

成長資金を用意するために、

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

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

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

◇日本のユニコーン企業数は、経済規模の割に著しく少ない。

- ・日本のユニコーン企業数は6社。韓国、インドネシアよりも少ない。

【国別ユニコーン企業数と順位】

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

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

【国別の社数とその順位】

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

- ・フォーブス・グローバル2000(2021年)に選ばれた国別社数は日本215社(地方銀行33社を含む)、米国590社。・中国の291社、韓国の62社の多くが1990年以降設立で、近年ランク入り。
- ・フォーブス・グローバル500(2000年)では、日本104社、米国185社、中国12社、韓国11社。

【1990年以降に設立された社数】

1) 日本企業215社中で5社

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

2) 米国企業590社の上位100社中9社

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

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

(参考) 1990年以前に設立の著名なIT企業

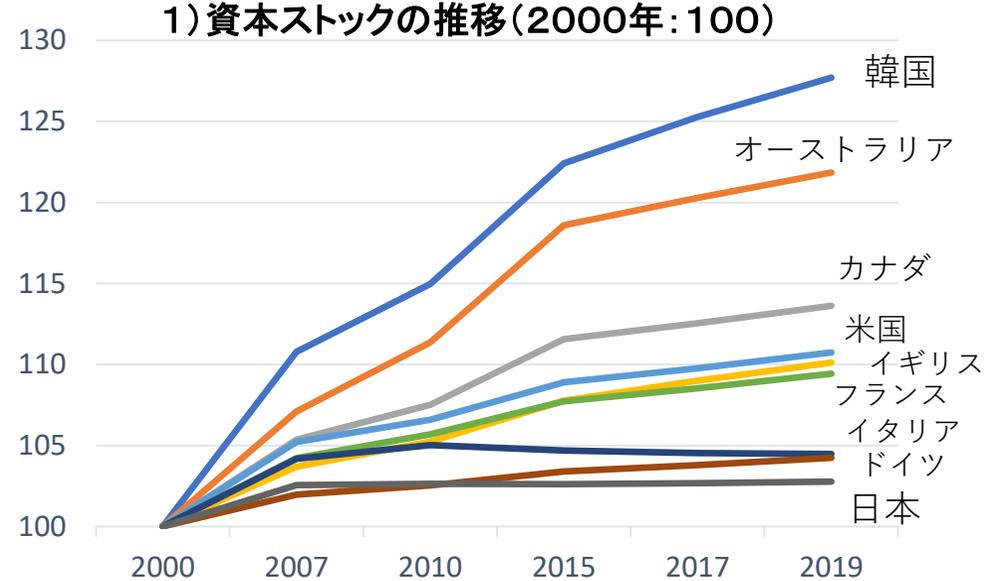
日本国内順位	フォーブス順位	社名	設立年
2	27	ソフトバンク	1981

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

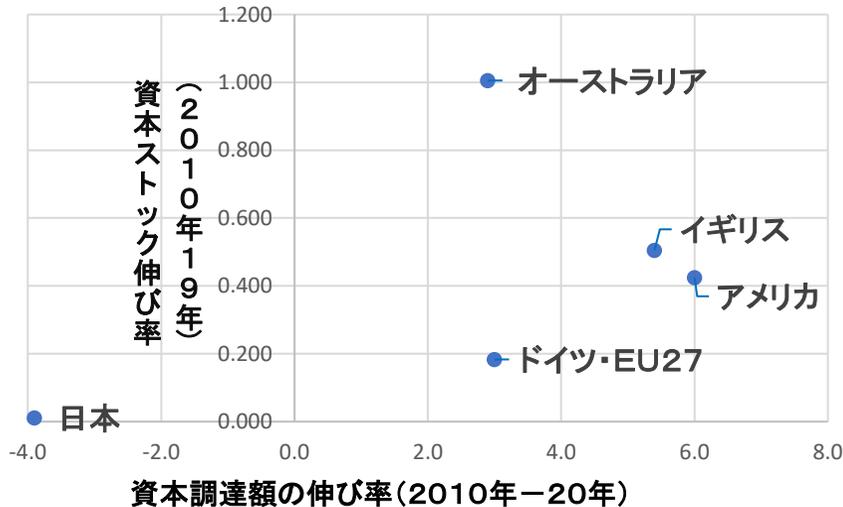
【データ5】米国、他の諸国は、資本調達が生活な中、資本ストック型の経済成長を続ける。 日本は資本調達が不活発な中、資本ストックの蓄積が進まず、経済成長は長期低迷。

◇日本では、資本調達が不活発で資本ストックの蓄積が進まない。これが過去10年の経済成長の低迷の要因。

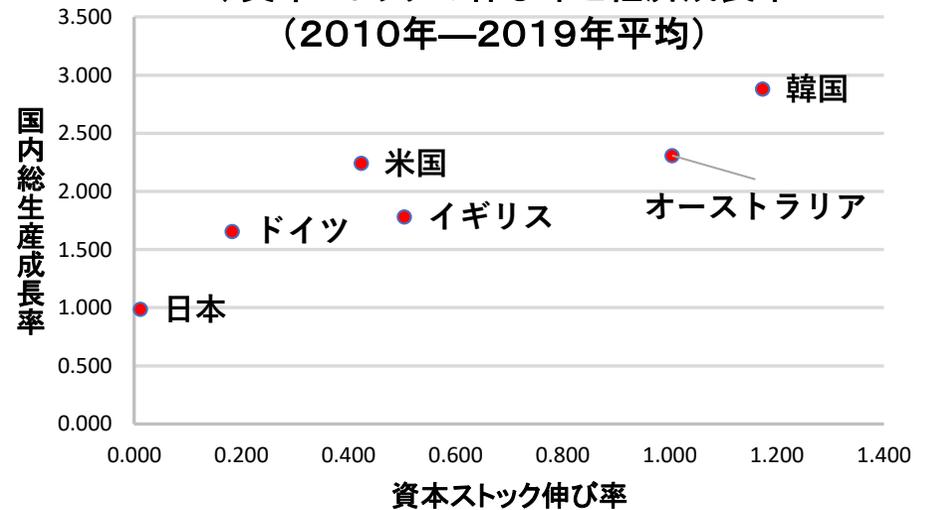
- 1)日本では、米国、他の主要国と比べ、長期間、設備、ITシステム等の資本ストックの蓄積が停滞している。
- 2)成長投資の資金として最適である資本(エクイティ)の調達が活発な国ほど、資本ストックが増加している傾向がみられる。2010年から19年までの日本の資本調達率は、 -3.9% と減少傾向。資本ストックは 0.11% とほとんど伸びていない。
- 3)このように資本ストックが伸びない日本では、経済成長率も 0.99% 。いずれも主要国の中で低位。



2) 資本調達額と資本ストックの伸び率(年平均)



3) 資本ストックの伸び率と経済成長率 (2010年—2019年平均)



◇本資料は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）のホームページで公表されている以下の論文・レポートの要点をまとめたものである。

- RIETIポリシー・ディスカッション・ペーパー20-P-022

「JOBS Actsによる米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本」（2020年9月）

- RIETIスペシャルレポート

「日本の株式市場改革の遅れと中堅・中小企業、ベンチャー企業の成長停滞—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日改訂）

「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—」（2022年2月17日改訂）

「図解・補論 プライベート・マーケットでのエクイティ・ファイナンスによる企業の成長・個人資産の拡大と経済成長」（2022年2月17日）