

成長加速・資産拡大型の資本市場改革

—成長企業が市場からエクイティを調達して大胆に投資することが
日本の長期停滞・低成長を打破する—

2023年12月19日

経済産業研究所

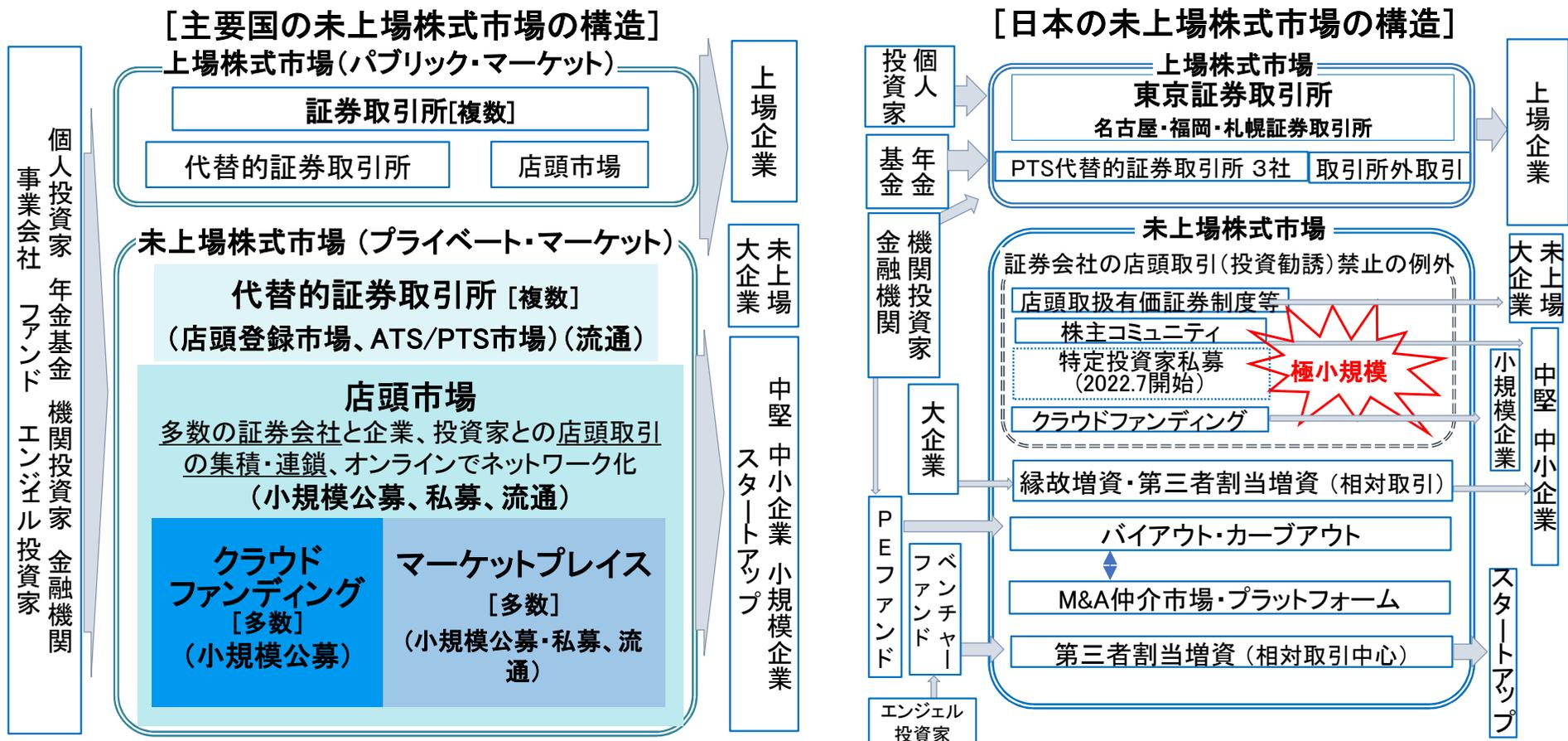
田所 創

要約

1. 米国等主要国では、市場型エクイティ・ファイナンスによる企業と経済の成長を推進する。日本では、募集活動等への厳重な規制の下、主要国で唯一未上場株式市場が未発達で、上場後の資本調達も進まず、成長企業がエクイティを十分調達できずに、経済も停滞・低迷を続ける。
2. 米国を先頭に主要国では、ITを活用し、未上場企業に募集額に応じた低コストの開示義務を課して投資家を保護し、企業の成長段階に応じた各種市場を発展させる。
 - 未上場企業は、多数の投資家から、代替的証券取引所や証券会社の店頭市場、マーケットプレイスやクラウドファンディングなどで成長段階ごとに必要な額のエクイティを調達する。
 - 市場での株価の上昇が未上場企業のエクイティ調達額と成長投資額を増大させ、企業の成長と時価総額の拡大を加速する。上場後も同様に巨額の資本調達を繰り返し、グローバル企業へと成長する。
 - 経営者は多額の投資可能額を想定して事業を構想する。小規模な成長企業が大規模な投資を繰り返えず。他を圧する成長を遂げる企業も現れ、新陳代謝が起こる。
 - 急成長企業が多く企業の成長を牽引しつつグローバル企業を目指す。成長企業の大胆な投資が既存大企業を含む企業間の投資競争を引き起こす。こうして国全体の資本ストックも金融資産も拡大する。
3. 日本では、企業の発行募集と証券会社の投資勧誘を厳格に規制することで投資家を保護しており、未上場株式市場は未発達のままである。
 - スタートアップ、小規模企業、中堅中小企業もエクイティファイナンスが十分にはできない。限度額のある銀行融資に投資資金を頼り、大規模なリスクある投資が進まない。
 - 東京証券取引所でも、企業が成長不十分なままでIPOをして、その後の成長も低迷する。
 - 銀行へのリスク集中を緩和するため市場型間接金融を推進してきた。
4. 日本でも、低成長を続ける現状を打破すべく、市場型間接金融に加えて、未上場株式市場を整備し、市場型エクイティファイナンスを盛んにする成長加速・資産拡大型の資本市場改革を推進するべき。

1. 主要国と日本の株式市場の構造

- ◆ 米国を先頭に、英国、独・EU、中、韓、印等では、未上場株式市場を発展させる。
 - オンラインのデータベースとプラットフォームを活用し、低コストの簡易な開示義務で投資家を保護し、市場型エクイティファイナンスを推進する。
- ◆ 日本では、東京証券取引所に一極集中し、未上場株式市場は未発達。
 - M&Aやファンド関連の取引以外は未発達。代替的証券取引所や証券会社が連携した草の根、市井の店頭市場も未発達。相対取引等で第三者割当増資・縁故増資が行われている。



1. 主要国と日本の株式市場の構造(1)－未上場株式市場が発達していない日本の株式市場

－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－

(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*1、2012年のJOBS Act*2、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。*1 National Securities Markets Improvement Act . *2 Jumpstart Our Business Startups Act. 一方、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 4,631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, MIAX, MIAX Pearl.

・上場株式店頭市場*1

ATS(代替的証券取引所)*2 : 33市場

第2市場 (取引所会員証券会社)

第3市場 (非会員証券会社)

○ 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(代替的証券取引所) : 11市場(セカンダリー取引のマーケットプライスを含む)

OTC Markets, Global OTC, Securitize, tZERO, CARTAX など

最大手 OTC Markets (*3) ATS運営会社 : OTC-Link。

市場区分 : OTCQX市場, OTCQB市場, PINK市場 Expert Markets 4,203銘柄。

グレーマーケット
(全米店頭市場)
約1,320銘柄(試算)

未上場株式
マーケットプライス*3
(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*4
運営会社 51社,
発行会社 591社

・各州の店頭市場 (2019年Reg D私募等 24,643社、Reg A ミニIPO 278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 3,394社, 61万2,457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 3,918社

・証券取引所 4ヶ所

東京証券取引所 (証券取引所取引高の99.9%が集中)
プライム、スタンダード、グロース、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

PTS(代替的証券取引所)*2 : 運営会社 3社

ジャパンネクスト証券(株)(JNX),
シーボー・ジャパン((株)(Cboe Kai-X)
大阪デジタルエクステンション(株)(ODX)

○ 未上場株式市場

店頭取扱有価証券制度等(取引実績少い) 企業評価能力ある特定投資家投資勧誘(実態不明)

株主コミュニティ(34銘柄)(運営会社(運営会員)7社)

特定投資家私募(2021年7月開始)

クラウドファンディング(運営会社4社、2021年の募集成立案件79件)

M&A仲介取引(中小企業庁登録M&A支援機関2278事業者)

極小規模

○ 証券会社・登録外務員 263社, 7万2,456人

縁故増資、第三者割当増資

*1 「店頭市場」:証券会社の仲介による多数の顧客間(発行会社×投資家×投資家間の取引(店頭取引)、及び店頭取引が多数の証券会社が連携して連鎖・集積したもの。

*2 「ATS」「PTS」:電子市場取引システムを活用した小規模な電子市場。証券取引所と同様の機能を持つ「代替的証券取引所」として、証券会社が設置する。会員証券会社等が銘柄登録、気配値共有、取引集約と価格決定等を行う。

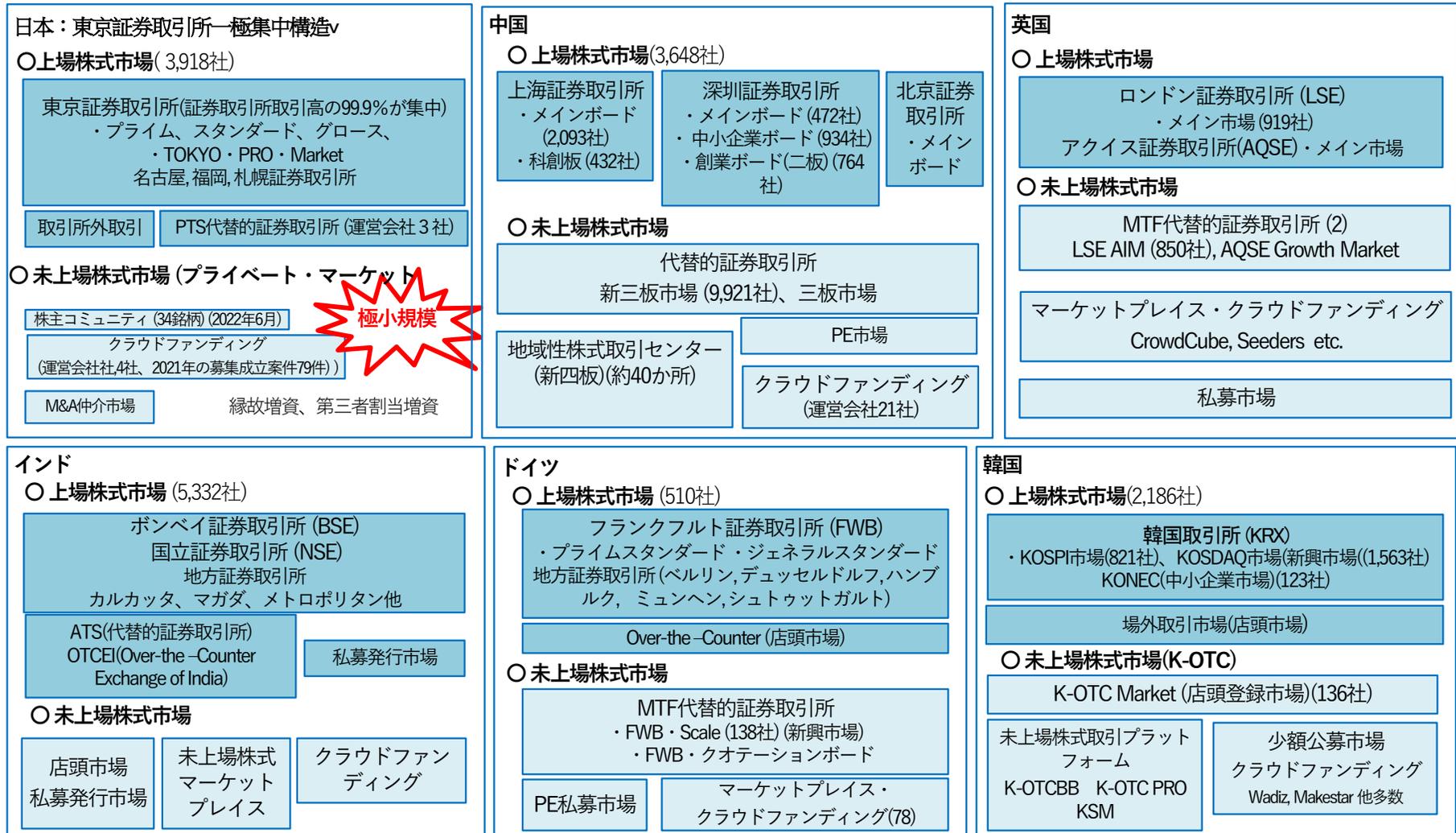
*3 「未上場株式マーケットプライス」:証券会社が設置する未上場株式を多数の発行会社・投資家、投資家相互がオンラインで市場的に売買するプラットフォーム。従業員株式の転売取引等はセカンダリーマーケットと呼ばれる。

*4 「クラウドファンディング」:発行会社が直接多数の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。

1. 主要国と日本の株式市場の構造(2)ー中国、英国、インド、ドイツ、韓国との比較

ー中国、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ー

(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。



*1 各図のデータは、Royal Bank of Canada Website、日本証券経済研究所「図説アジアの証券市場」(2016)、みずほ中国ビジネスプライス(第491号)他。

*2 代替的証券取引所は、米国ではATS(Alternative Trading System、代替的取引システム)、英国・EUではMTF(Multilateral Trading Facility、多角的取引施設)、日本では、PTS(Proprietary Trading System、私的取引システム)という。

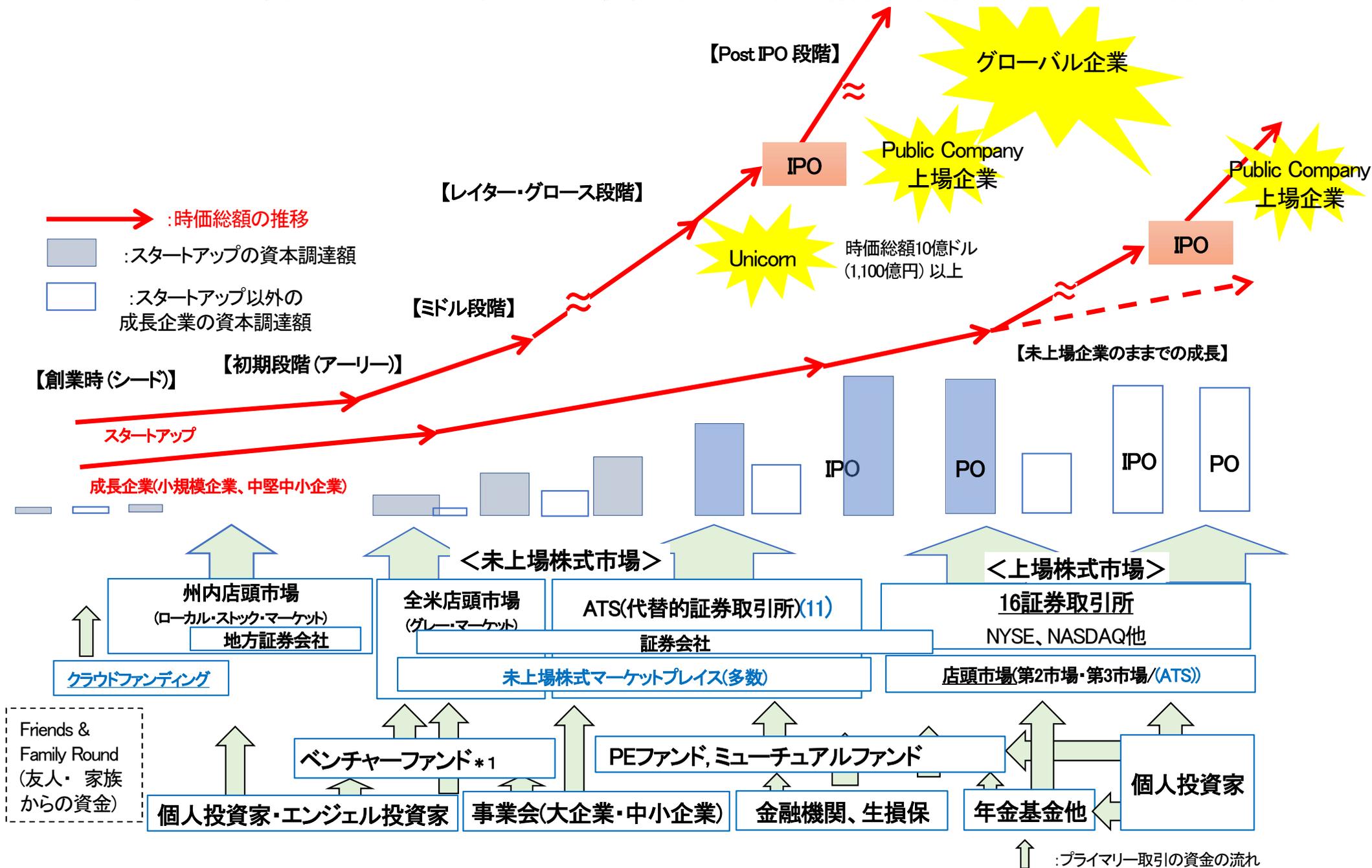
2. 米国企業の成長プロセス

—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、資本調達と成長投資を加速して、大企業になり、ユニコーン企業になって、十分に成長してから上場して、グローバル・メジャーへと成長する—

◇米国等主要国では、企業が創業後、成長段階ごとに市場から資本調達を繰り返す。市場が調達額を拡大し成長を加速。

- 成長見込みが高まると、市場で株価が上昇し、時価総額・投資家資産が拡大、投資家が集まって、企業の資本調達額と事業投資額を引き上げ、さらに株価上昇、時価総額・投資家資産拡大を引き起こす(好循環)。
- 未上場段階で十分に成長してから上場し、証券取引所で巨額の資を調達を繰り返し替え、同様の好循環の中でグローバル企業に成長する。
- スタートアップ以外の成長企業も、より年数をかけながら資本調達を繰り返して成長し、上場してグローバル企業を目指すか、未上場のまま成長を続ける。

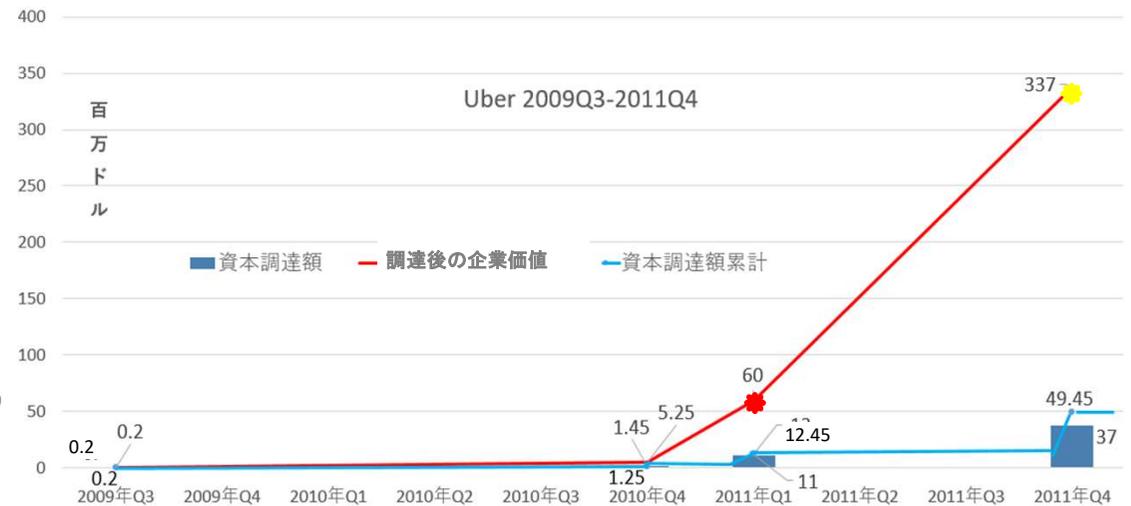
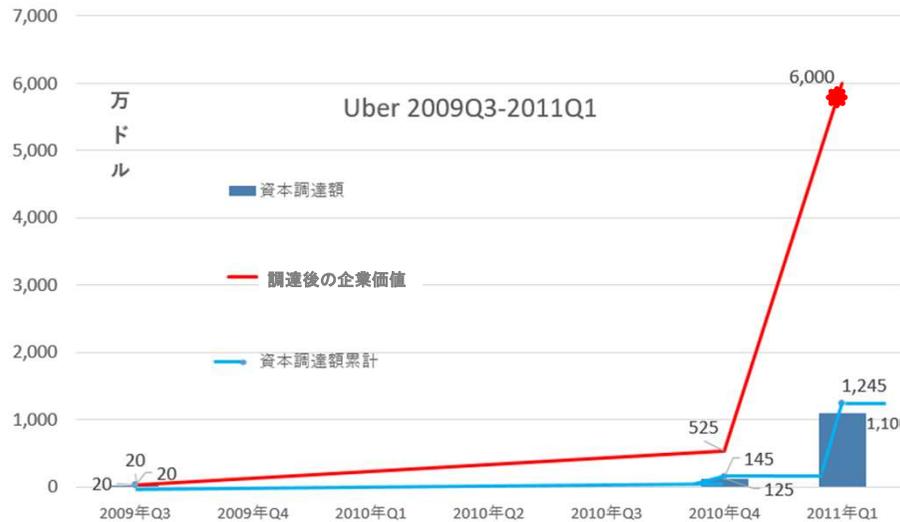
2. 米国企業の成長プロセス—米国企業の成長段階ごとの未上場株式市場での資本調達と時価総額拡大



*1 ベンチャーファンドは、事業会社、金融機関、年金基金他、個人から資金を調達する。(図では省略)

事例 1 Uber Technologies, Inc.

○ライドシェアサービスを展開するウーバーは、2009年の設立後、まず、個人投資家やベンチャーキャピタルから投資を受け、その後、レギュレーションDに基づく私募等による未上場市場（プライベート・マーケット）からの資本調達を繰り返して成長した。成長期待の高まりとともに企業価値が向上し、より多くの投資家が集まり、投資家間で取引され、株価も上昇し、ラウンドごとの資本調達額も拡大。企業価値が資本調達額の累計を大きく超えて拡大し、シリーズBの後には、企業価値が10億ドルを超えるユニコーン企業となった。



公表日、開始日等	ラウンド名等	資本調達額 money raised	資本調達額累計 Amount raised	資本調達後の 企業価値 * 1	免除規定等 * 2	募集額	SECへの提出日、 効力発生日等
2009年8月	設立						
2009年8月8日	シードラウンド	20万ドル	20万ドル	20万ドル			
2010年10月15日	エンジェルラウンド	125万ドル	145万ドル	525万ドル			
2011年2月14日	シリーズA	1,100万ドル	1,245万ドル	6,000万ドル			
2011年12月7日	シリーズB	3,700万ドル	4,945万ドル	3億3,700万ドル	レギュレーションD ルール506 株式の私募	3,900万ドル	2012年2月27日

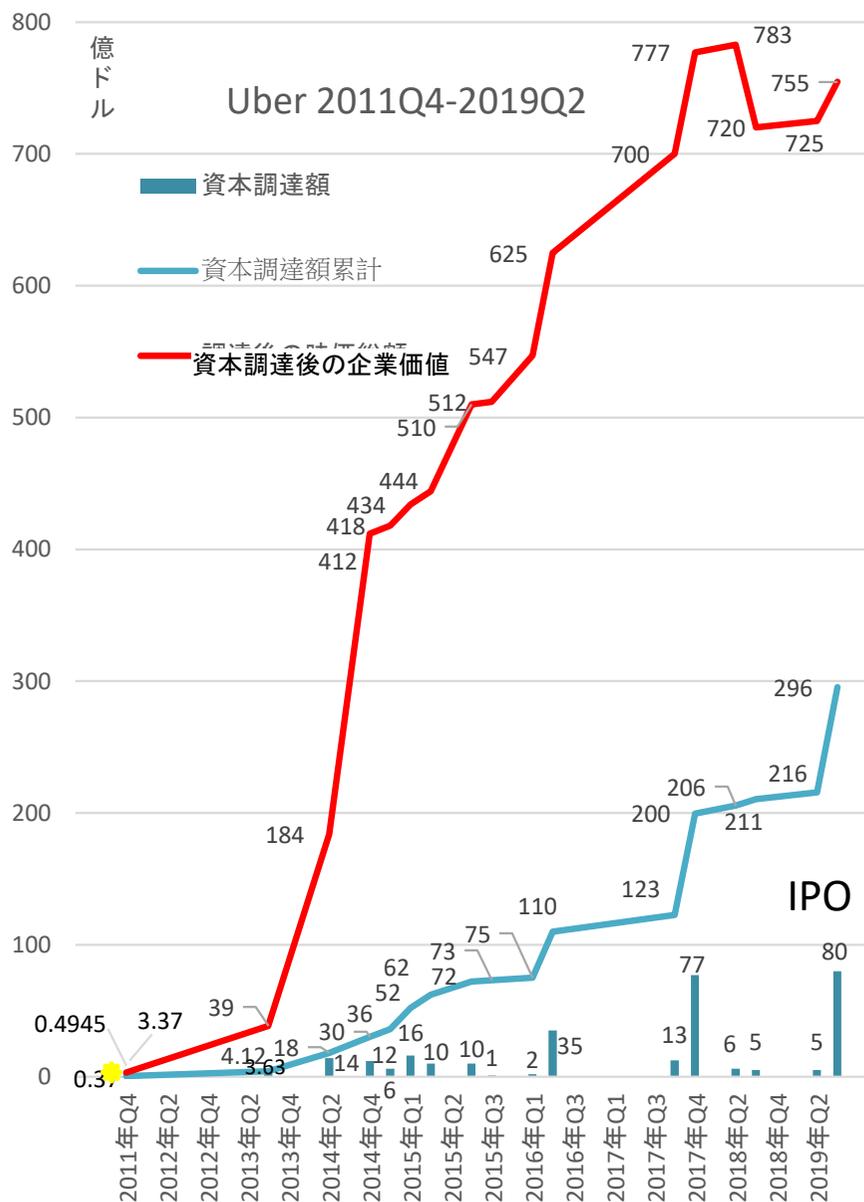
出所：資本調達額、企業価値はCrunch Base。免除規定と募集額はSEC EDGAR、ラウンドと免除規定・募集額の突き合わせは筆者の推定を含む（以下同じ）。

* 1 資本調達後の企業価値（Post-money Valuation）は、資本調達前の企業価値に資本調達額を加えたもの（以下同じ）。企業価値は株価が形成されると時価総額から負債を除いて算定することもできる。この場合の企業価値は株主価値と呼ばれる。時価総額は、株価×発行済み株式数で算定される。

* 2 ここでは、株式の公募に課される開示義務を免除するセーフ・ハーバー・ルール（レギュレーションD及びレギュレーションA）に基づくSECへの登録・届け出であって、EDGARで公衆縦覧（開示）されるものを記載している。EDGARでの公衆縦覧を伴わない証券取引法の免除規定やセーフ・ハーバー・ルールとしては、証券法第3条(a)(11)及びルール147又はルール147Aに基づく州内に限定された株式の公募（この場合も州法に基づく株式の登録義務はある）、証券法第4条(a)(2)の私募、並びに私募で購入した株式のルール144Aに基づく適格機関購入者への転売などがある。

事例1 Uber Technologies, Inc. (続き)

○ウーバーはユニコーン企業となった後もレギュレーションDに基づく私募等による市場からの巨額の資本調達を繰り返した。株式が未上場株式マーケットプレイス(Nasdaq Private Market)などで取引されるなか、ラウンドごとの募集額が10億ドルを超えるまでに増大し、企業価値・時価総額が加速度的に拡大した。こうして投資資金を確保し、株主との戦略的な事業提携を進めつつ事業を拡大、グローバルメジャーに成長し、企業価値が700億ドル(7兆7,000億円)を超えて、2019年にIPOを実施した。

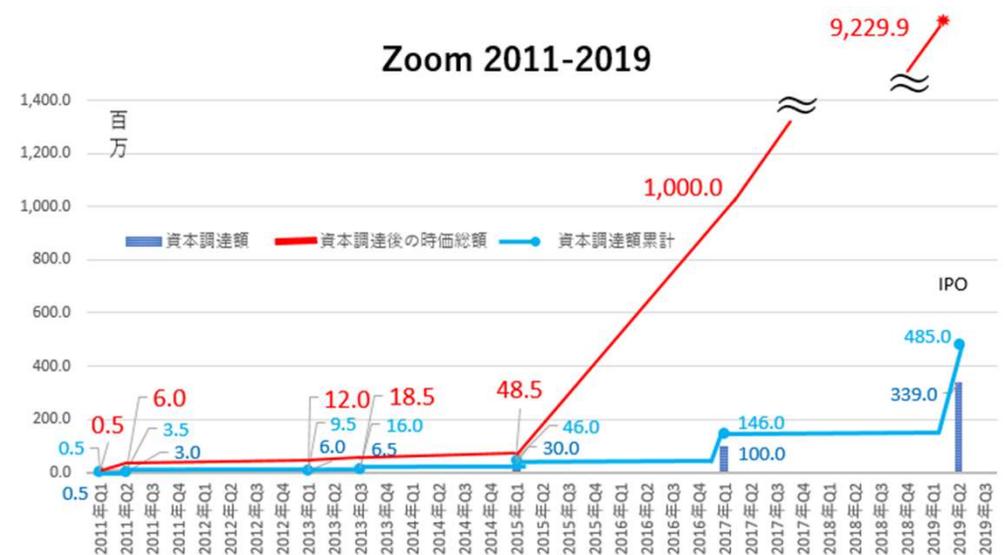
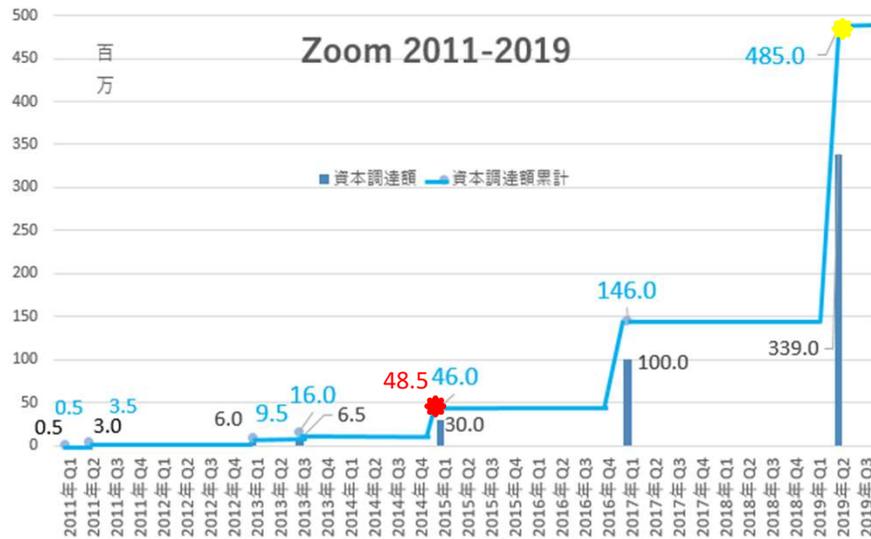


公表日、開始日等	ラウンド名等	資本調達額	資本調達額累計	資本調達後の企業価値	免除規定等	募集額	SECへの提出日、効力発生日等
2013年8月23日	シリーズC	3億6,300万ドル	4億1,245万ドル	38億6,300万ドル	レギュレーションD ルール506 株式、優先株式の私募	2億7,279万ドル	2013年8月27日
					レギュレーションD ルール504(b)(1) 株式の500万ドル以下の 小規模公募	99万ドル	2014年7月29日
2014年6月6日	シリーズD	14.0億ドル	18.1億ドル	184.0億ドル	レギュレーションD ルール506(c) 株式の適格投資家私募	13億4,263万ドル	2014年11月17日
2014年12月4日	シリーズE	12.0億ドル	30.1億ドル	412.0億ドル	レギュレーションD ルール506(c)	28億0,333万ドル	2015年5月13日
2014年12月12日	シリーズE	6.0億ドル	36.1億ドル	418.0億ドル	株式の適格投資家私募		
2015年1月21日	転換社債	16.0億ドル	52.1億ドル	434.0億ドル	レギュレーションD ルール506(c) 社債、新株引受権、 償還可能転換優先株式等の 適格投資家私募	16億9,051万ドル	2015年5月13日
2015年2月18日	シリーズE	10.0億ドル	62.1億ドル	444.0億ドル			
2015年7月31日	シリーズF	10.0億ドル	72.1億ドル	510.0億ドル			
2015年8月19日	プライベート・ エクイティ	1.0億ドル	73.1億ドル	512.0億ドル			
2016年2月12日	プライベート・ エクイティ	2.0億ドル	75.1億ドル	547.0億ドル			
2016年6月1日	シリーズG	35.0億ドル	110.1億ドル	625.0億ドル			
2017年12月28日	ベンチャー・シ リーズ	12.5億ドル	122.6億ドル	700.0億ドル			
2017年12月28日	セカンダリー・ マーケット	77.0億ドル	199.6億ドル	7兆7,000億円*1			
2018年5月23日	セカンダリー・ マーケット	6.0億ドル	205.6億ドル	783.0億ドル			
2018年8月27日	コーポレート・ ラウンド	5.0億ドル	210.6億ドル	8兆5,470億円			
2019年4月26日	Post-IPO エクイティ	5.0億ドル	215.6億ドル	720.0億ドル			
2019年5月9日	IPO	79.9億ドル	295.6億ドル	725.0億ドル	株式登録届出書の提出 株式の公募	81億ドル	2019年5月9日 (効力発生日)
計		295.6億ドル	-	-	-	3億ドル	-

*1 1ドル=110円換算。以下同じ。

事例2 Zoom Video Communications, Inc.

○テレビ会議システム等のサービスを提供するズームは、2010年の設立後、レギュレーションDに基づく私募等によりプライベート・マーケットからの資本調達を繰り返して。未上場株式がセカンダリー・マーケットで取引されて企業価値が上昇し、プライマリー市場からの資本調達額も拡大。2017年にユニコーン企業となり、2019年にはIPOを果たした。

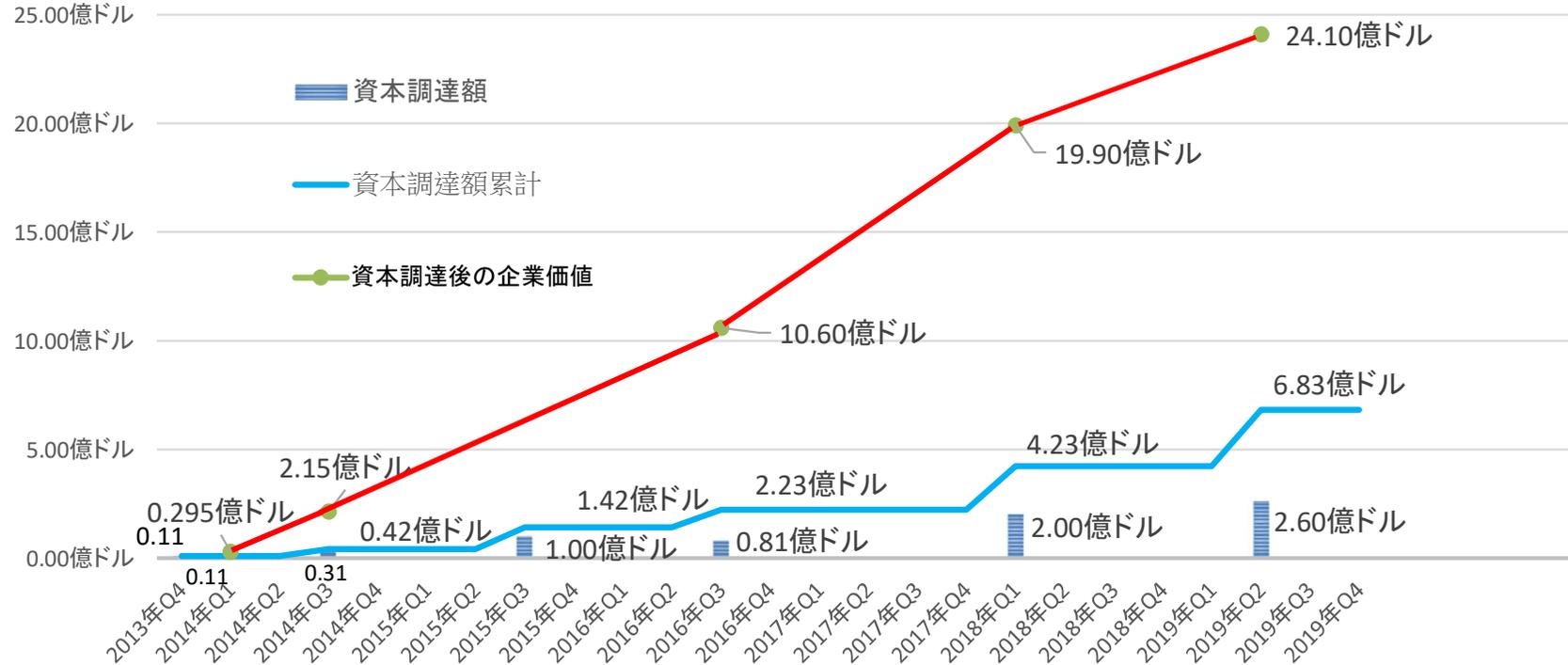


公表日、開始日等	ラウンド名等	資本調達額	資本調達額累計	資本調達後の企業価値	SECへの提出日、効力発生日等	免除規定等	募集額
2010年2月5日	プレ・シードラウンド	50万ドル	50万ドル	50万ドル			
2011年	設立						
2011年6月1日	シードラウンド	300万ドル	350万ドル	600万ドル			
2013年1月28日	シリーズA	600万ドル	950万ドル	1,200万ドル			
2013年9月24日	シリーズB	650万ドル	1,600万ドル	1,850万ドル (以下、1ドル=110円)	2013年9月4日	レギュレーションDルール 506	650万ドル
2015年2月4日	シリーズC	3,000万ドル	4,600万ドル	4,850万ドル 53億3500万円	2015年2月10日	レギュレーションDルール 506(b)株式の私募	3,000万ドル
2017年1月17日	シリーズD	1億ドル	1億4,600万ドル	10億ドル 1,100億円	2017年1月26日	レギュレーションDルール 506(b)株式の私募	1億1,524万ドル
2019年4月19日	IPO	3億3,897万ドル	4億8,497万ドル	92億2,998万ドル 1兆0152億9795万円	2019年4月17日	株式の公募 株式登録届出書の提出	3億3,897万ドル
	計	4億8497万ドル		—	—	—	4億9,071万ドル

事例3 Carbon, Inc. (3Dプリンター等製造業)

○世界で初の炭素繊維用の3Dプリンター等を開発・製造・販売するCarbon, Inc. (本社：カリフォルニア州レッドウッド) は、2013年に設立され、レギュレーションDに基づく私募等により資本調達を繰り返し急成長を続け、設立後3年程度でユニコーン企業となった。株式が未上場株式マーケットプレイスのフォージ等で取引されるなかで、株価が上昇し、時価総額を拡大しつつ、資本調達額も拡大。資本調達額累計を大きく超えて企業価値が拡大している。

CARBON 2013-2019

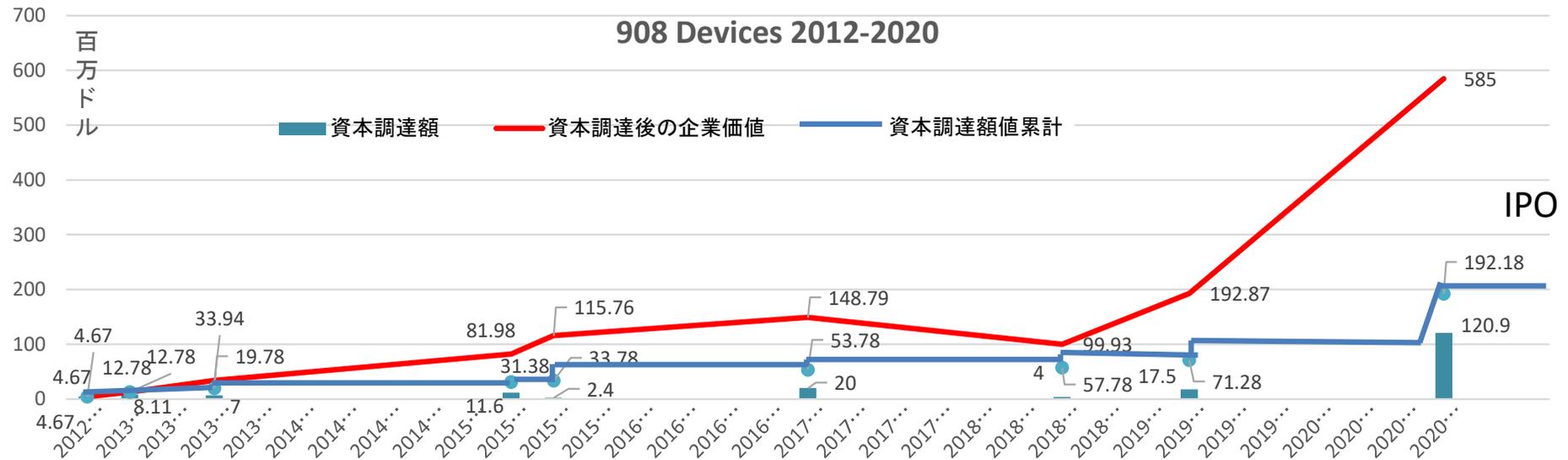


公表日	ラウンド名等	資本調達額	資本調達額累計	資本調達後の企業価値		倍率	SECへの提出日	免除規定等	募集額
				Total Funding Amount②	1ドル=110円				
Announced Date	Funding Type		Money Raised①			②/①	SEC Filing date	Federal Exemption	total offering amounts
2013年12月31日	Series A	0.11億ドル	0.11億ドル	0.30億ドル	32.5億円	2.68			
2015年3月16日	Series B	0.31億ドル	0.42億ドル	2.15億ドル	236.5億円	5.12			
2015年8月20日	Series C	1.00億ドル	1.42億ドル	-	-	0.00	2015年8月20日	レギュレーションDルール506(b)	1.00億ドル
2016年9月15日	Series C	0.81億ドル	2.23億ドル	10.60億ドル	1,166.0億円	4.75	2016年9月27日	レギュレーションDルール506(b)	0.81億ドル
2017年12月20日	Series D	2.00億ドル	4.23億ドル	19.90億ドル	2,189.0億円	4.7	2018年2月14日	レギュレーションDルール506(b)	2.00億ドル
2019年6月25日	Series E	2.60億ドル	6.83億ドル	24.10億ドル	2,651.0億円	3.53	2019年4月5日	レギュレーションDルール506(b)	3.00億ドル

出所：資本調達額、企業価値はForge。

事例4 908 Devices, Inc. (小型質量分析器製造)

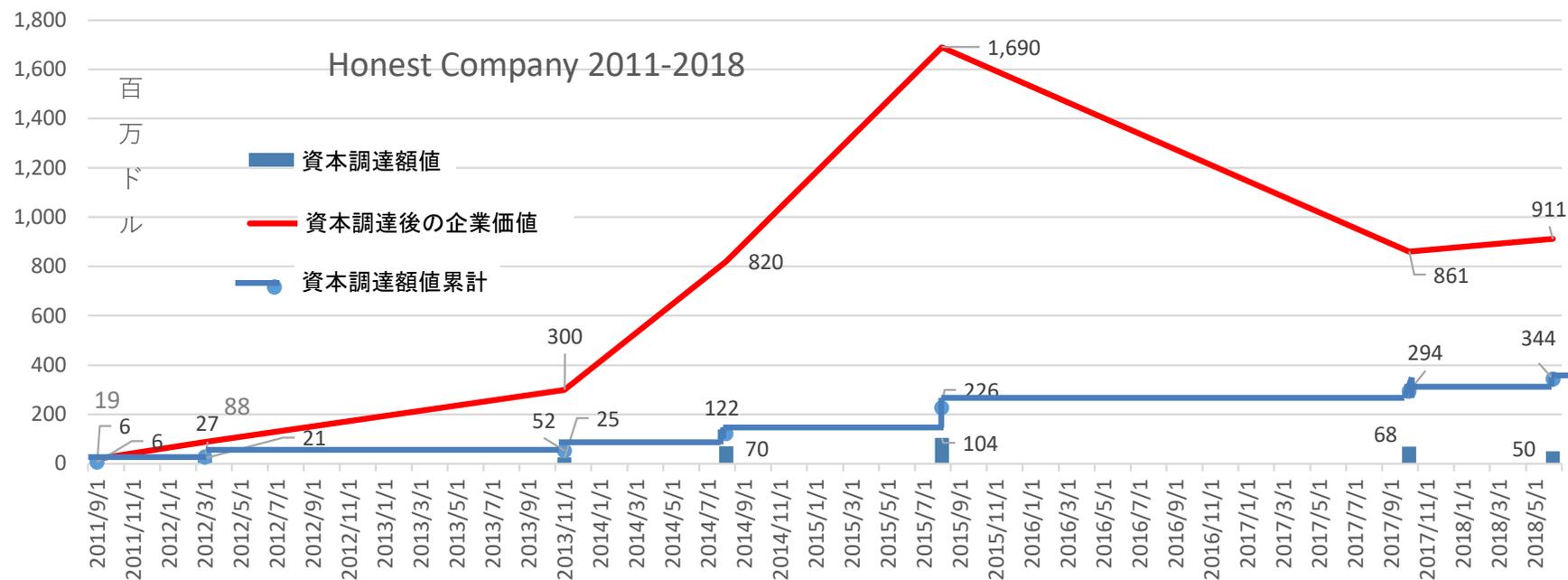
○超小型の質量分析器等を開発する908デバイスは、大学発ベンチャー企業として2012年にマサチューセッツ州ボストンに設立され、まずベンチャーキャピタルの投資を受け、その後、レギュレーションDに基づく私募等により市場からの資本調達を繰り返して成長した。未上場株式がセカンダリー・マーケットで取引されて、企業価値が上昇し、2020年にはIPOを実現した。



公表日、開始日等	ラウンド名等	資本調達額	資本調達額累計	資本調達後の企業価値	免除規定等	募集額	SECへの提出日、効力発生日等
2012年	設立	467万ドル	467万ドル	467万ドル			
2013年2月1日	シリーズA	811万ドル	1,278万ドル	1,278万ドル	レギュレーションDルール506 株式の私募	812万ドル	2012年9月4日
2013年8月27日	シリーズB	700万ドル	1,978万ドル	3,394万ドル	レギュレーションDルール506 株式の数私募	800万ドル	2013年8月27日
2015年5月6日	シリーズC-I	1,160万ドル	3,138万ドル	8,198万ドル	レギュレーションDルール506(b) 株式の私募	1,160万ドル	2015年5月6日
2015年7月1日	シリーズC-II	240万ドル	3,378万ドル	1億1,576万ドル (1ドル=110円)			
2017年3月15日	シリーズD-I	2,000万ドル	5,378万ドル	1億4,879万ドル 163億6690万円	レギュレーションDルール506(b) 株式の私募	2,400万ドル	2018年9月19日
2018年9月19日	シリーズD-II	400万ドル	5,778万ドル	9,993万ドル 109億9230万円			
2019年4月26日	シリーズE	1,750万ドル	7,128万ドル	1億9,287万ドル 212億1570万円	レギュレーションDルール506(b) 株式の私募 株式の公募	1,750万ドル	2019年4月26日
2020年12月18日	IPO	1億2,090万ドル	1億9,218万ドル	5億8,500万ドル 643億5000万円	株式登録届出書の提出	1億3,000万ドル	2020年12月17日

事例5 Honest Company, Inc. (婦人・乳幼児向け日用品販売)

○環境にやさしい婦人・乳児向けの各種の日用品を販売するオネスト・カンパニー (本社：カルフォルニア州ロサンゼルス) は、2011年の設立後、レギュレーションDに基づく私募等により資本調達を繰り返して成長を続けている。未上場株式マーケットプレイス (SharesPost) で取引されて企業価値も上昇し、2015年には10億ドルを超えるユニコーン企業となり、1億ドル超の資本調達を実施した。



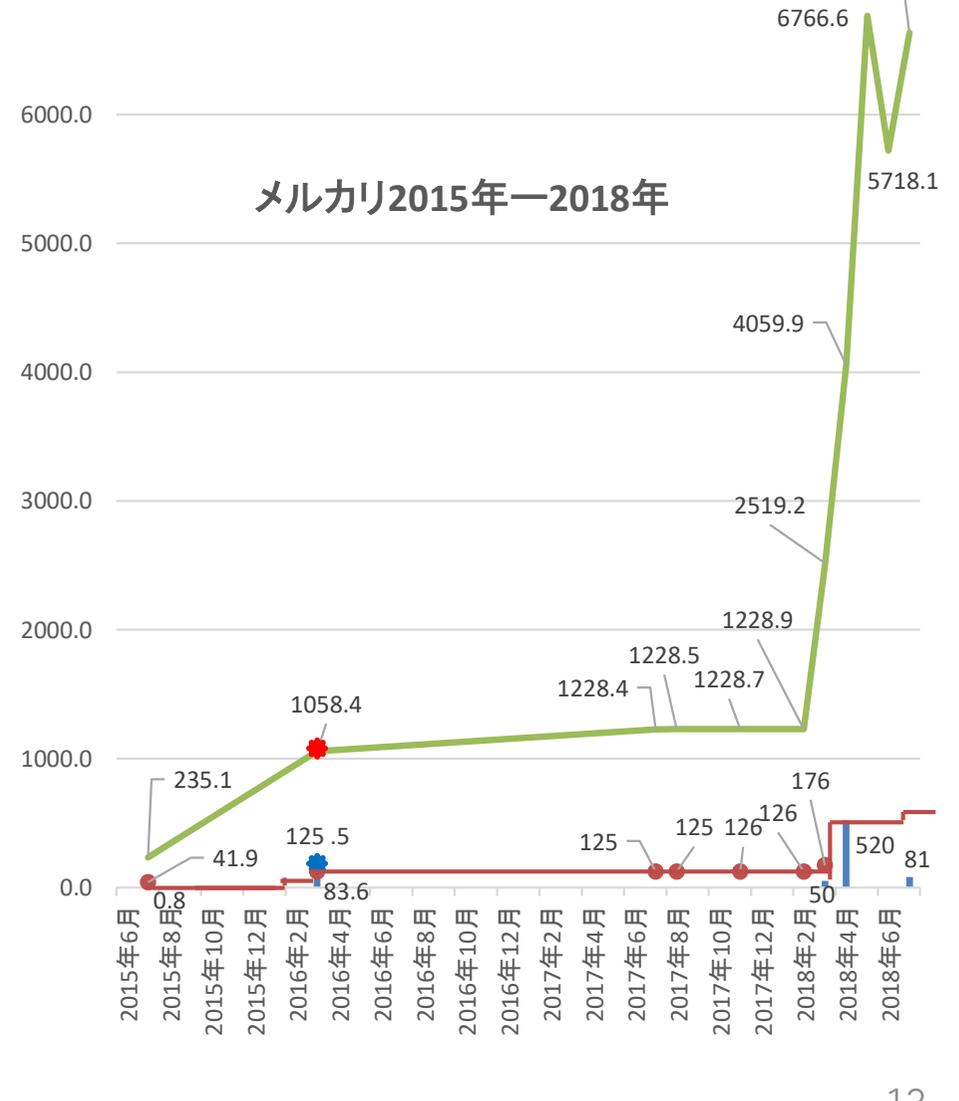
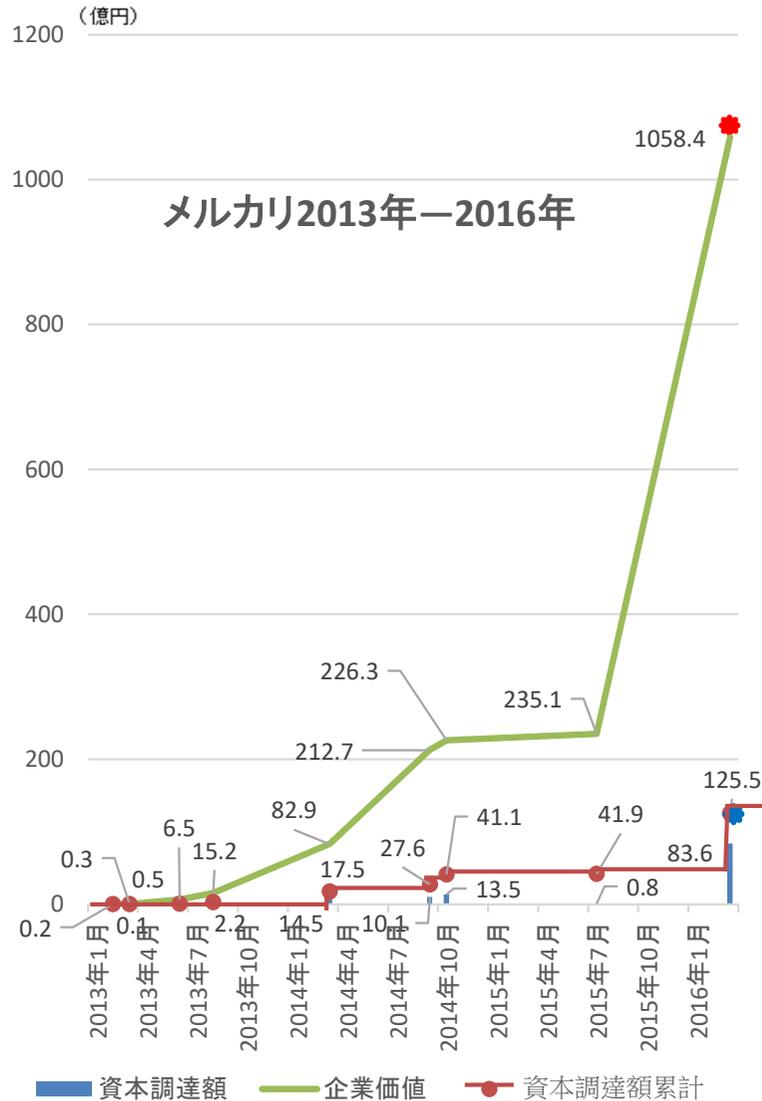
実施時期等	ラウンド名等	資本調達額	資本調達額累計	資本調達後の企業価値	免除規定等	募集額	SECへの提出日、効力発生日等
2011年	設立						
2011年9月1日	Seed	600万ドル	600万ドル	1,950万ドル	レギュレーションDルール506 株式の私募	600万ドル	2011年9月26日
2012年4月1日	Series A	2,100万ドル	2,700万ドル	8,851万ドル	レギュレーションDルール506 株式の私募	2,100万ドル	2012年4月9日
2013年11月1日	Series B	2,500万ドル	5,200万ドル	3億ドル	レギュレーションDルール506 (b) 株式の私募	2,500万ドル	2013年11月14日
2014年8月1日	Series C	7,005万ドル	1億2,205万ドル (1ドル=110円)	8.20億ドル	レギュレーションDルール506 (b) 株式の私募	7,000万ドル	2014年8月29日
2015年8月1日	Series D	1.04億ドル	2億2,605万ドル	248億6550万円 16.90億ドル	レギュレーションDルール506 (b) 株式の私募	1億ドル	2015年8月25日
2017年11月1日	Series E	6,782万ドル	2億9,387万ドル	323億2570万円 8.61億ドル	レギュレーションDルール506 (b) 株式の私募	7,500万ドル	2017年10月13日
2018年6月1日	Series F	5,000万ドル	3億4,387万ドル	378億2570万円 9.11億ドル			

出所：資本調達額、企業価値はForge。

日本の事例：(株)メルカリの資本形成

○(株)メルカリは、創業後、小刻みに資本調達を繰り返したのち、大型の調達に成功して、企業価値評価で算定された資本調達額累計も日本のIT系スタートアップとしては「群を抜く」125億円で達し、ユニコーン企業となった。

その後、シリアル・アントレプレナーである創業者の考えで、「上場企業になることよりも、世界で成功することに重きを置いて」未上場のままでの成長を図る。この間、米国のような資本調達額の段階的な拡大はなく、資本形成は停滞するが、IPO直前に大型の調達に成功し、ロケットIPOを果たした。*1。



* 1 「上場しないメルカリ 注目集めるユニコーンモデル」 ネットイヤーグループ社長 石黒不二代 日経産業新聞2017年5月18日付から引用。

3. 日本の企業の成長プロセスとエクイティ・ファイナンス・経済成長

—未上場株式市場が未発達の日では、企業が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。市場価格がなく、IPOまでは企業価値評価額が資本調達額累計とほぼ変わらない—

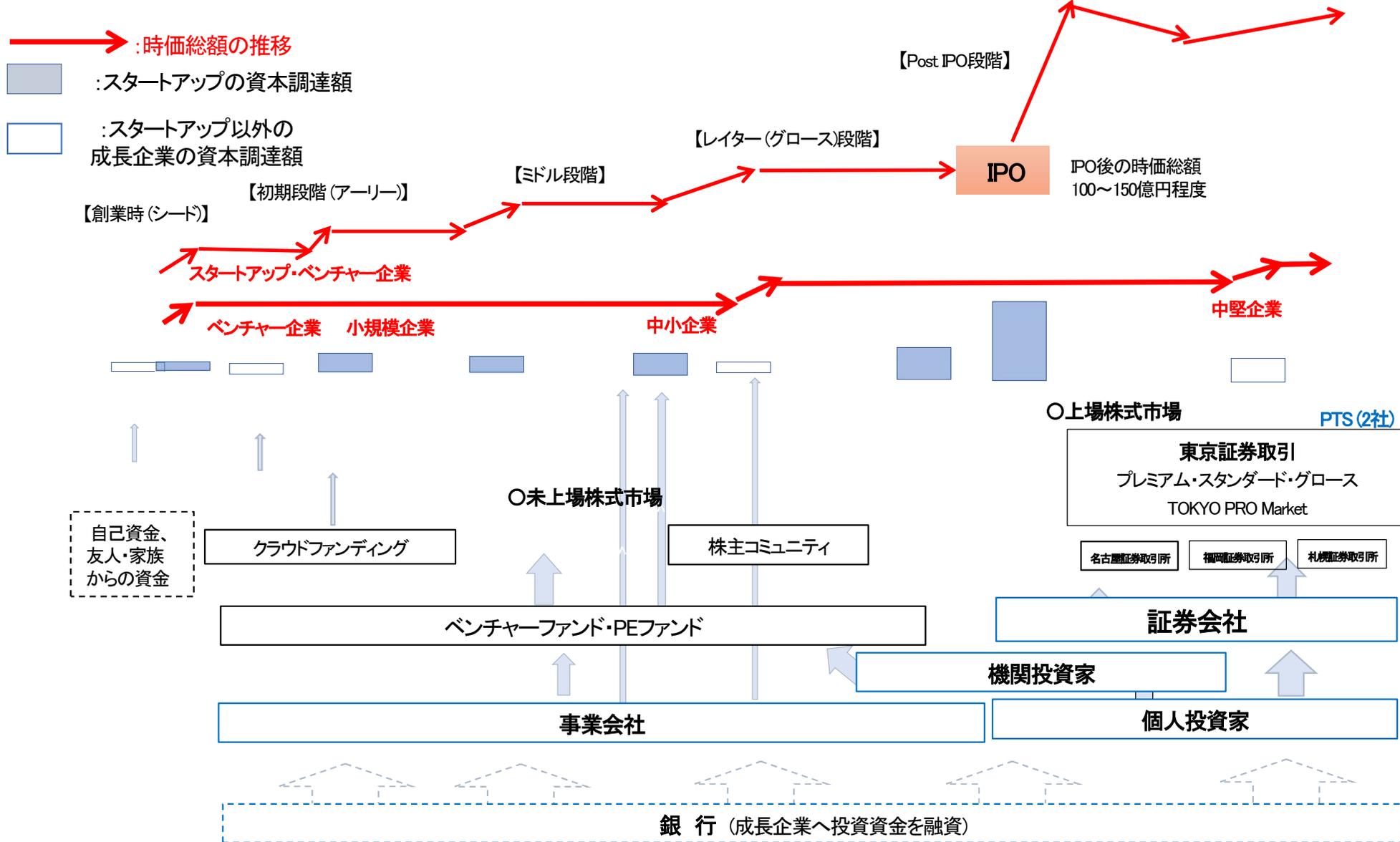
◇日本では、ベンチャーファンドの出資先のスタートアップを除き、未上場企業は、エクイティをほとんど調達できない。成長不十分なまま上場し、上場後の証券取引所での資本調達も小規模となっている。

- スタートアップは、専らベンチャーファンドからエクイティを調達する。市場で資本調達ができず、市場の成長加速効果もないため、ユニコーン企業となるには困難を極める。
- 多くの企業が資本調達と投資が不十分で、小規模なまま上場し、上場後の成長も停滞する。
- 中小企業は、自己資金と専ら銀行融資による設備投資等で緩やかに成長する。融資限度額内での小規模な投資で成長するため、大企業へ成長するのも大変困難となる。

◇事業会社や個人等の一般投資家は、未上場企業への投資機会がほとんどない。

3. 日本企業の成長プロセス—自己資金と融資中心の資金調達と投資

○日本の成長企業は、創業後、銀行融資と内部調達で設備投資等をして緩やかに成長する。ベンチャーファンドからの投資を受けられたスタートアップが、主にファンドからの資本調達を繰り返してIPOまで成長する。



【データ1】日本では諸外国と比べて企業のエクイティ・ファイナンスが不活発

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

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

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

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

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

(出所) ①内閣府、②③日本証券業協会、④日本銀行

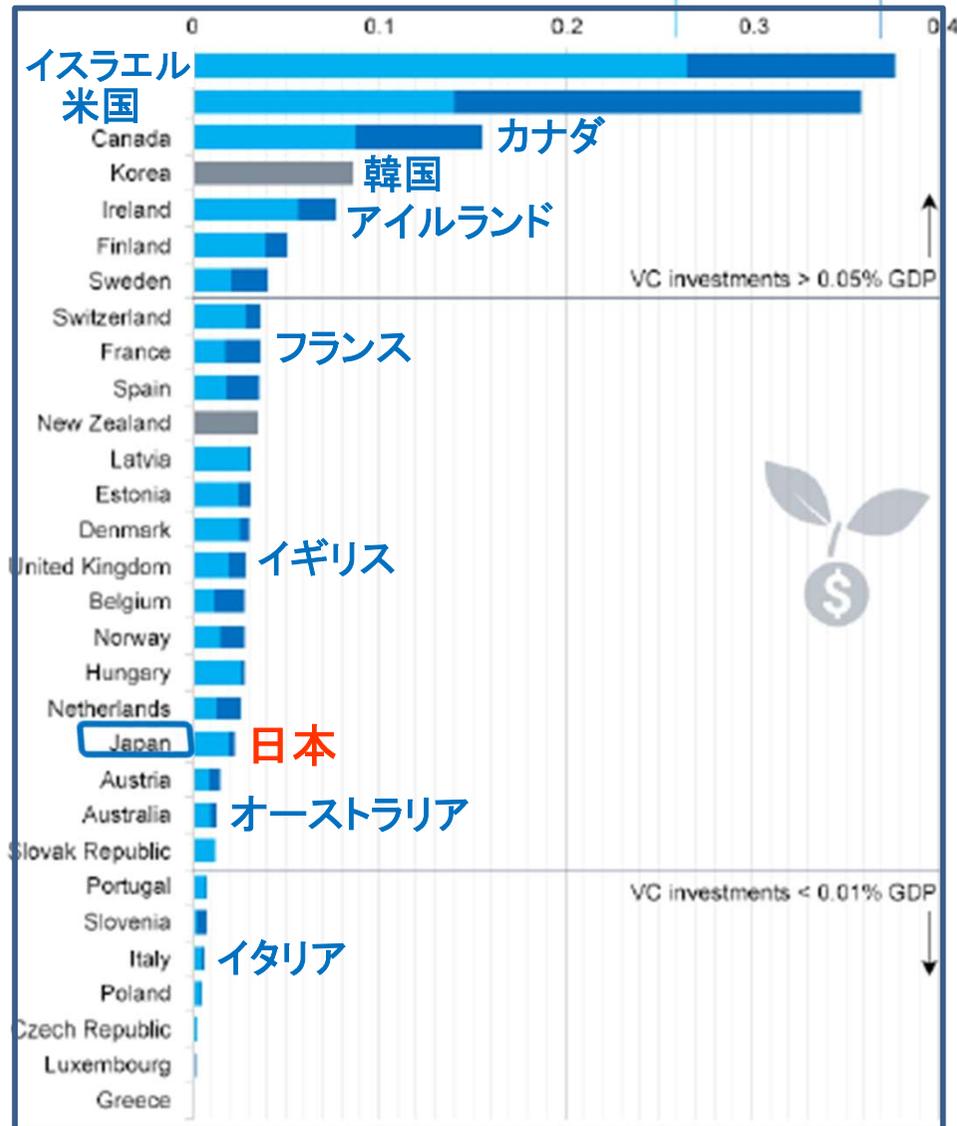
米国	2019年	2020年
GDP民間固定資本形成(非住居)①	2兆8,781億ドル 316兆5910億円	2兆7,996億ドル 307兆9560億円
資本調達② Equity issuance total	2,281億ドル 25兆0,910億円	3,900億ドル 42兆9,000億円
民間固定資本形成(非住居)に 対する資本調達額の割合 ②÷①(%)	7.9%	13.9%
社債計③ Bond Issuance total	1兆4,230億ドル 156兆5300億円	2兆2,820億ドル 251兆0200億円
③÷①(%)	49.4%	81.5%

(出所) ① Gross private domestic investment Fixed investment Nonresidential.
②③ US BEA, SIFMA 2021 Capital Market Fact Book

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

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

＜ベンチャーキャピタル等の投資額の対GDP比＞



◇日本のベンチャーファンドは米国と比べてごく小規模。

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

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

(出所)、内閣府の資料からの抜粋。

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

＜主要国のクラウドファンディングでの資本調達額の推移＞

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

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

【データ3】日本では中小企業のエクイティ・ファイナンスが小規模

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

＜レギュレーションD実施企業の業種別構成等＞

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

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

＜レギュレーションDを実施した企業の社齢＞

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

＜レギュレーションDを実施した企業の年間売り上げ規模（試算）＞

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

◇ 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）SEC DERA（2018）

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

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

◇ 日本のユニコーン企業数は経済規模の割に著しく少ない。

- ・ 日本のユニコーン企業数は6社。韓国、インドネシアよりも少ない。

【国別ユニコーン企業数と順位】

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

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

【国別の社数とその順位】

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

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

【1990年以降に設立された社数】

1) 日本企業215社中で5社

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

2) 米国企業590社の上位100社中9社

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

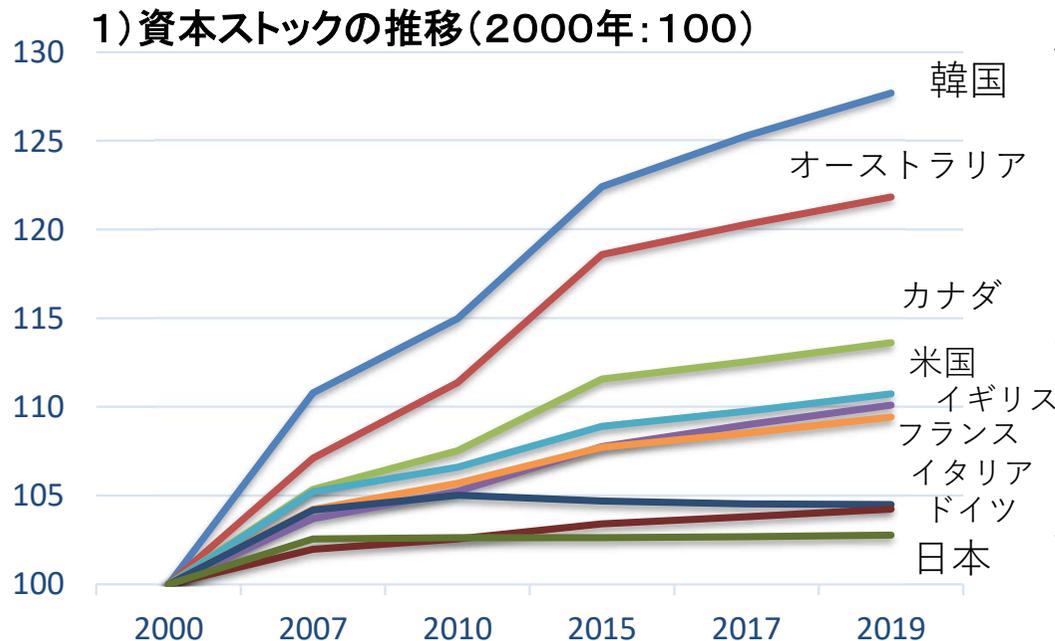
◇ この30年間、日本でグローバル企業へと成長した企業は、わずか5社。米国では、上位100社中でも9社が1990年以降に設立。

(参考) 1990年以前に設立の著名なIT企業

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

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

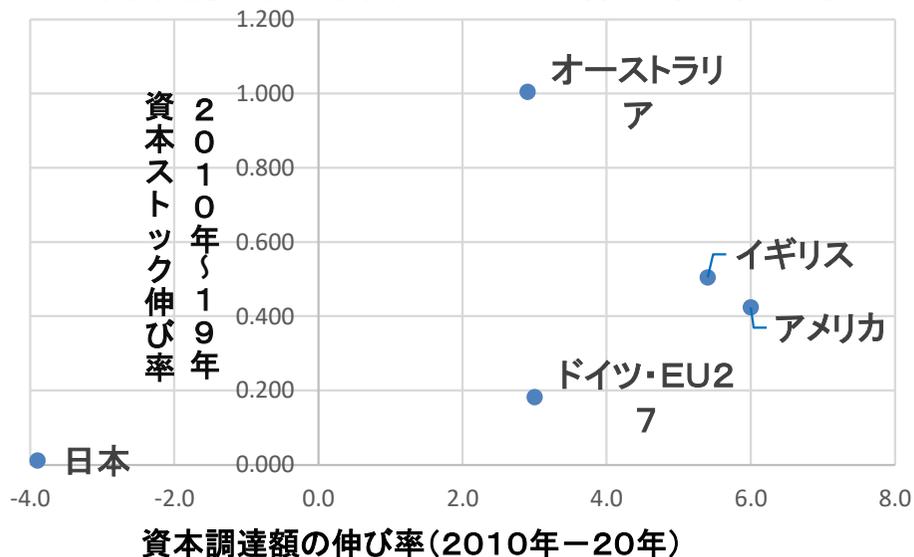
【データ5】米国等諸外国は、資本調達を伸ばして資本ストック型の経済成長を続ける。日本は資本調達が不活発な中、資本ストックの蓄積が進まず、経済成長は長期低迷



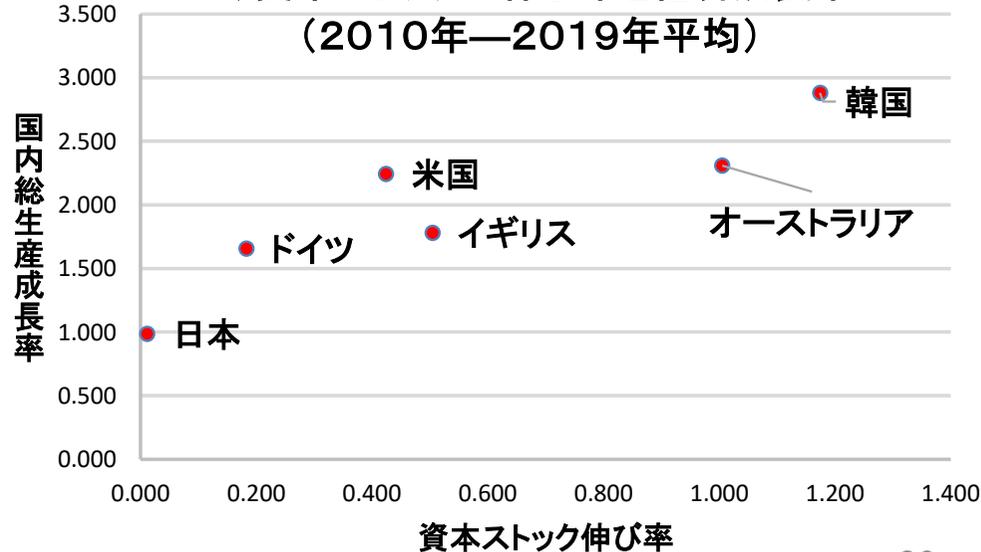
◇日本では、資本調達が不活発で資本ストックの蓄積が進まない。これが過去20年の経済成長の低迷の大きな要因。

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

2) 資本調達額と資本ストックの伸び率(年平均)



3) 資本ストックの伸び率と経済成長率



4. 市場型エクイティファイナンスと企業成長・経済成長

◇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。

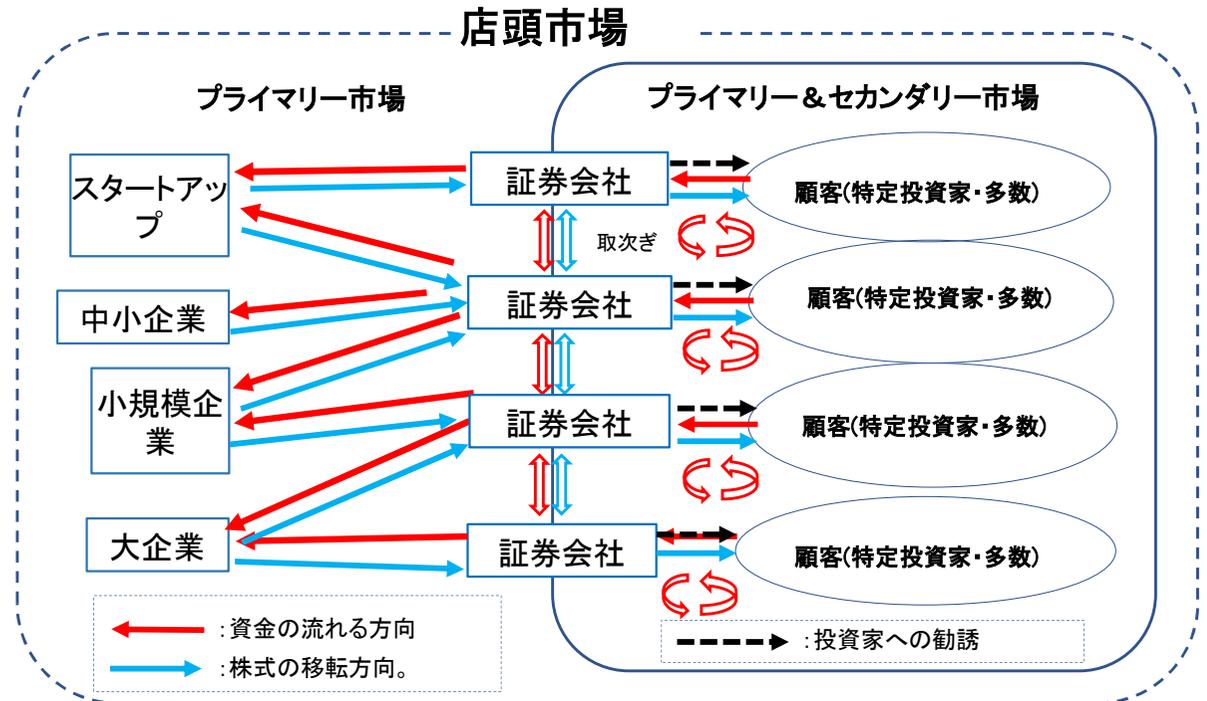
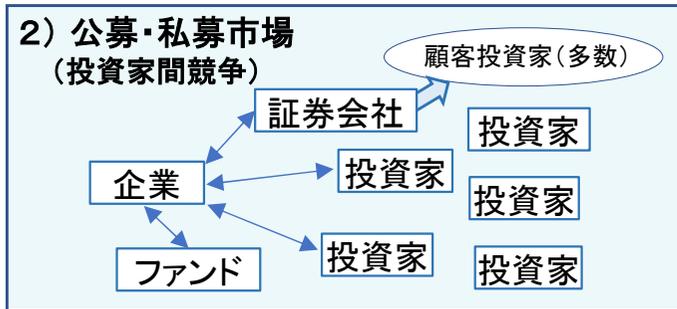
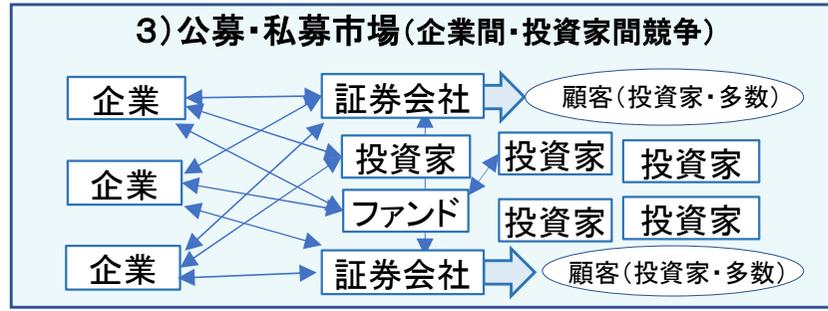
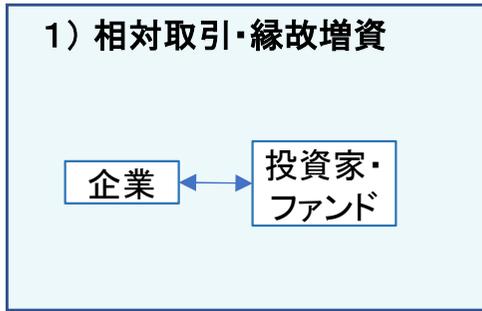
◇市場型エクイティ・ファイナンスによって、成長企業は、資本調達額と投資額を最大化することができる。

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

→経営者が資金制約なく革新的で大規模な事業を構想することができる。

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

【図】資本調達(プライマリー取引)における相対取引と市場取引



成長企業群の創出、企業間投資競争の促進と経済成長

◇市場型エクイティ・ファイナンスは、企業成長を加速するとともに、企業間の投資競争を促進し、国全体の成長投資を最大化して、経済成長を強力に牽引する。

〈1〉成長企業が大規模な成長投資を実施し、大企業へ、ユニコーン企業へ、グローバル企業へと成長する。同時に、他の多数の企業が群れを成して大きく成長する。

- ・ 成長企業が大規模な先行投資で国内市場を制覇し、グローバルに展開。スタートアップ・中小企業が大企業に成長し、ユニコーン企業となり、グローバル企業に成長。企業収益、雇用、賃金が増加する。
(銀行融資の限度額内では、小規模な新規参入企業の乱立を招く)
- ・ 市場で多額のエクイティを調達して他を圧倒して成長する企業が生まれ、新陳代謝が進む。1社がグローバルに成長すると、これに牽引されて多くの大企業、無数の中小企業が育つ。

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

- ・ 成長企業が市場で資本を調達して、既存大企業を凌駕する規模の投資を実施。既存大企業も新規参入の脅威に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・ITシステム)や人的資産、研究資産等が拡大。供給サイドから経済成長を促進する。

〈4〉個人の資産拡大・所得増と投資拡大・消費増を引き起こす。

- ・ 成功見込みが高まった未上場企業の株式は、市場で収益性の高い、換金可能な有望な投資対象となる。
- ・ 企業の成長と市場での時価総額の拡大で、個人資産と所得が増え、さらに、個人投資と消費が拡大する。

米国等主要国と日本のファイナンス&経済成長政策の方向性

◇米国では、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)

- 米国では、歴史的に、資本市場改革を継続し、成長過程の企業のエクイティ調達を強化する。
 - ・20世紀に、州レベルから全米までに構築した未上場株式の店頭市場を発展させ、1990代からITを活用して、さらに発展させる。未上場株式のATS代替的証券取引所を整備。
 - ・2012年 JOBS Act では、クラウドファンディングを創設、小規模公募(ミニIPO)や私募を拡充し、マーケットプレイスの発展を促進。新興成長企業の上場後の内部統制報告書等の開示負担を軽減(IPO on Rump)。

◇米国を追いかけて、主要国では、金融仲介型金融システム(銀行型金融)から、エクイティを中心とするマーケット型金融システム(市場型金融)へのウエイトの移行と役割分担の強化を図る。このため、資本市場、特に、未上場株式市場の改革を進める

- 英国は、クラウドファンディングマーケットプレイスの発展を促進。
- EUでは、経済成長と経済システムの強靱性強化、特に、中小企業の資本調達等拡充のため、市場型金融の強化を進める。
 - ・2004年 金融商品市場指令(MiFID I)の制定、2015年から欧州資本同盟を進める。
- 中国でも、米国型の多層的な資本市場構造を目指して、市場を整備する。
- 韓国でも、未上場株式の店頭市場(K-OTC)やクラウドファンディングを発展させる。

◇日本では、2000年代から、銀行型間接金融システム中心の状況で、まず、銀行へのリスク集中に対処すべく、市場型間接金融(貸付債権の証券化、投資信託、シンジケートローンなど)を推進する。この間、市場型直接金融はそれほど進展せず。

日本企業のエクイティファイナンスと資本市場の現状

◇日本の金融商品取引法では(次章で詳述)、

- 1) 発行企業が未上場株式を販売して資本を調達するために、投資家を募集・勧誘することを、高コストの厳格な開示義務を課すことで厳しく規制している。
- 2) 証券会社が未上場株式の投資勧誘を行うことも原則として禁止されている。

⇒ 日本の未上場の株式会社の多くは、資本主義の下、会社法に基づき株式を発行できるが、株式を多数の投資家に販売して資本を調達することができない。

◇エクイティファイナンスと未上場株式のプライマリー取引は低迷し、発行市場はごく小規模で、流通する株式もほとんどなく、流通市場(セカンダリー市場)も発達しない。

◇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。

- 未上場企業への主要な投資家である中小企業経営者など一般投資家は、未上場株式への投資機会を奪われている。(大企業、中小企業の経営者は、成長企業からの増資案件を勧誘される機会が乏しく、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、日本の一般個人投資家には、クラウドファンディングを除くと未上場株式への投資機会はほぼない。
- 証券会社も自社の多数の顧客投資家に対して未上場株式の投資勧誘ができず、投資銀行業務という米国等では大規模な収益の見込まれる営業機会を失っている。
- 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も大変困難となっている。

⇒ 大企業・中小企業の内部留保や一般投資家の資産が成長投資に流れず、地域でも、全国でも、域内で、成長企業と投資家間で資本が循環しない。

5. 日本の未上場株式市場が未発達の要因 —企業の募集・勧誘活動の厳重な規制

— 日本で未上場企業が少額公募、私募を実施できる範囲は、米国等の主要国と比べて大変狭い。

日本では、未上場企業の公募・私募を厳格な開示義務で強く制限し、証券会社が企業の募集・勧誘活動を手伝って顧客網に投資勧誘することも原則禁止して、投資家から投資機会を奪うことで投資家保護を図る。

米国等主要国では、簡易開示や証券会社の仲介で、未上場企業に一般投資家が投資できるようにする—

◇株式の公募をするときは、詳細な開示資料を規制当局に提出し、公衆縦覧に供する義務が課せられる (disclosure, 開示義務)

- 公募開始前に有価証券届出書、その後毎年度継続して有価証券報告書の提出・公衆縦覧の義務がある。有価証券届出書・報告書には財務諸表についての監査意見書の添付)。
- さらに、上場すると、毎年度の内部統制報告書、四半期報告書及び臨時報告書の提出義務が生じる。(厳格な開示)

◇米国等諸外国では、私募の場合や、一定の額以下の少額の公募では、厳格な開示義務を免除して、その範囲に、成長過程の企業でも負担可能な簡易な開示義務を課す(未上場株式の取引の自由化)。この自由化の範囲を広げている。

5(1)米国の簡易開示制度と日本の有価証券届出書等の壁—

- ◇米国等諸外国では、自由化の範囲で、企業に簡易開示義務を課して、投資家を保護する。
 - ・各国では、募集規模に応じて段階的に開示資料の作成費用を軽減。記載項目を減らし、フォーマット化。成長過程の企業でも負担可能な範囲にする(次項)。調達コストを、成長過程の企業でも負担できる最小限のものとする。エクイティの調達額に対して、調達コストは10%前後以下、開示資料の作成コストは監査等を含めて1%前後に抑える。
- ◇日本の少額公募、少人数私募、適格機関投資家私募には開示義務が一切なし。投資家保護が不十分で未上場株式が投資対象とならず、流通もしない。
 - ・逆に、1億円以上の公募で、49人以上に勧誘をする(声をかける)と、直ちに有価証券届出書の届出、有価証券報告書の届出(定期開示)、監査意見書の添付、公衆縦覧等の義務が発生(1億円を超える負担が生じる)。
- ◇日本では、未上場の「未公開企業」が未上場のまま「公開企業」となることができない。厳格な開示義務を履行しないと「株式公開」ができないため、投資家保護も不完全となっている。

[米国の開示義務と登録・開示の様式(フォーム)、多様な監査等の手法]

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、 年度・四半期・臨時開示、内部統制報告書
レギュレーションA 少額公募 (7,500万ドル以下)	フォーム 1-A (軽減された開示、数十ページ) 2,000万ドル以上は監査意見書添付
レギュレーションCF クラウドファンディング (500万ドル以下)	フォームC (軽減された開示、十ページ程度)
レギュレーションD 少額公募(1,000万ドル以下)、 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)

- ・適正性確保の方法は、
 - 1)公認会計士監査(無限定保証)、
 - 2)公認会計士のレビュー(限定保証)、
 - 3)公認会計士等によるコンピレーション(調製・作成)の順で低コストになる。
- ・このときの会計基準は、
 - 1)国際会計基準、
 - 2)米国会計基準、
 - 3)包括的会計基準(税務基準、現金基準他)の順で簡素化される。

5(2)未上場株式の取引の自由化と簡易開示

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

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

〈2〉少人数私募では3か月間の勧誘先の数を49名/社以下に制限。インターネット等で勧誘できない。(米国:購入先35名以下、EU:勧誘先150人以下)。

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

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

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

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

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

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

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

〈6〉証券会社がオンライン・プラットフォームで多数の投資家を仲介することも認可で規制する。28

【参考1】日本と諸外国の規制の比較—少額公募、私募、クラウドファンディングの範囲

〈1〉少額公募は、日本では募集額**1億円**未満（開示義務なし）

米国：**82億5,000万円**以下（軽減された開示義務あり）

英国・EU：**10億4,000万円**以下（軽減された開示義務あり）

韓国：**9,800万円**未満（軽減された開示義務あり）

〈2〉クラウドファンディングは、

- ・ 企業の募集額は、日本では**1億円**未満

米国：**5億5,000万円**以下 英国：**10億4,000万円**未満、EU：**6億5,000万円**未満、

韓国：**2億8,800万円**未満

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

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

英国：資力の低い投資家は純資産の10%以内

韓国：年収に応じ最大**192万円**（適格投資家は無制限）

中国：少人数私募**200名/社**以下の範囲（投資額は無制限）

〈3〉少人数私募は、日本では勧誘先**50名/社**未満（開示義務なし）

米国：勧誘先**無制限**。購入者**35名/社**以下（軽減された開示義務あり）

英国・EU：勧誘先**150名/社**未満（開示義務なし。会社法法定開示義務あり）

韓国：勧誘先**50名/社**未満（株式募集の基本情報の公表は「勧誘」とされない）

中国：勧誘先**200名/社**未満

【参考1】日本と諸外国の規制の比較—少額公募、私募、クラウドファンディングの範囲(続き)

〈4〉適格投資家私募の対象の適格投資家は、機関投資家等に加え、

日本では、

適格機関投資家: 有価証券残高**10億円**以上の法人又は個人。

特定投資家: 資本金5億円以上の株式会社、証券会社等の承諾を得た法人又は個人。

個人では、投資経験1年以上で、

1) **純資産、投資性資産の両方が3億円以上**、

2) いずれかが**5億円以上かつ年収1億円以上**、

3) 両方が**1億円以上かつ年収1000万円以上**で、特定の知識を有する者(金融業経験者、経済学研究職、中小企業診断士等)。など

米国: 法人は、**総資産5億5,000万円超**

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

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

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

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

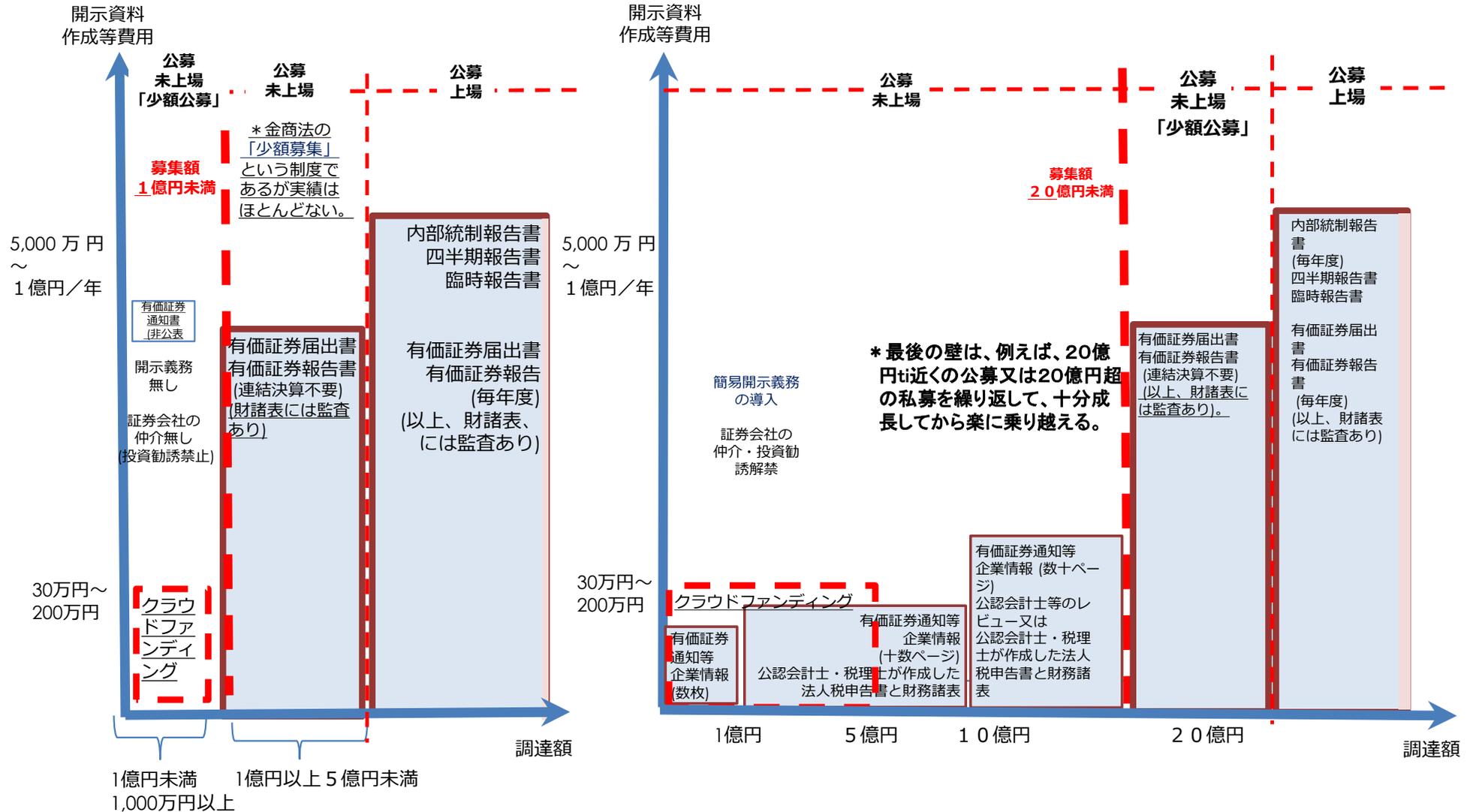
個人は、投資資産**4,800万円**、**年収・資産が960万円**又は投資経験1年以上

【参考2】日本の有価証券届出書等の壁と簡易監査のイメージ

(参考図)

[現状]

[簡易開示義務導入・自由化範囲拡大後]



【参考3】米国の簡易開示の仕組みと日本の現状(1)

以下、調査中のデータを含む。

- 米国は、募集額が下がると、段階的に開示書類を簡素化し、会計監査等の方法も軽減し、エクイティ・ファイナンスが費用対効果に見合う調達コストを低減する。募集額に対して多くても10%前後、開示資料の作成と監査・レビュー・コンピレーションで1%前後、継続開示の資料作成・監査等も極低コストに抑えている。
- 日本では、1億円以上かつ50人以上の募集・勧誘で、有価証券届出書等の作成と監査に1億円、その後も毎年5,000万円を超える費用を要する。1億円未満・50人未満では何ら開示義務がなく、証券会社の仲介もほぼ禁止されている。このため、投資家保護も不完全で、未上場株式が未公開のまま流通せず、未上場企業の資本調達が著しく困難となっている—

1 米国の開示及び監査の制度—株式の公募、少額公募(レギュレーションA)

- ・米国では、募集額が下がるにつれて開示内容を簡素化し、監査等も監査(Audit)に加え、レビュー(Review)、作成(Compilation)等を活用し、また、米国会計基準以外に包括的会計基準を活用し、開示資料の作成コストを募集額の2~1%程度以下にする(証券会社の手数等を含む調達コスト全体もIPOから少額公募まで最大10%前後)。

証券取引法等の公募額	開示書類	作成費*1	財務諸表の会計基準と監査手法	作成・監査等費用
株式の公募 (証券取引法第5条) 募集額7,500万ドル超	株式登録届出書 (registration statement) Form S-1 年次報告書 Form10-K	右記の作成・監査費用に含まれる。	国際会計基準(IFRS)又は米国会計基準(US GAAP)に基づく監査(audit)2期分(新規公募の場合は3期必要)	約150万ドル(1億6,500万円)から(試算*2)
少額公募(証券取引法第3条)レグA*3 Tier2 募集額7,500万ドル以下、2,000万ドル超	Form 1-A(発行開示) 年次報告書 Form 1-K(継続開示)	5万ドル(550万円)から	米国会計基準に基づく監査(audit)2期分(新規公募の場合は3期必要)	5,000ドル(55万円)から
レグA Tier 1 2,000万ドル以下	Form 1-A(発行開示)		州法の規制に従い米国会計基準又は包括的会計基準(OCBA)に基づく監査(audit)又はレビュー	5,000万ドル~3,000万ドル

*1 以下、特段の記載がない限り、金額は公認会計士等からのヒアリングや会計事務所、法律事務所等のホームページ等からの情報による。

*2 募集額7,501万ドルに対して監査費用、弁護士費用等の割合を乗じたもの。David Burton, "Securities Disclosure Reform", (2017), The Heritage Foundation. によると、IPO時の募集額に対して、Total Fees 9.55%、Compliance Fees 1.39%、Accounting Fees 0.53%、Legal Fees 0.80%、Underwriter Fees 6.45%となっている。

【参考3】米国の簡易開示の仕組みと日本の現状(2)

2 米国の開示及び監査の制度 州法(ブルースカイ法)に基づく少額公募

- ・米国では、州ごとにブルースカイローと呼ばれる証券取引法のもと、各州で概ね500万ドル以下の少額の公募が行われる。この場合、連邦法のレグA Tier1(2,000ドル未満)レグD ルール504(1,000ドル未満)等を活用して、同時に複数の州で州の公募が行われることが多い。
- ・州の少額公募でも、さらに段階的に開示資料と監査等を簡素化し、調達コストを低減する。証券会社が公募を取り扱い、引受手数料その他を入れて10%前後よりも低い調達コストにする。

州の証券取引法に基づく公募額	開示書類	作成負担	財務諸表	作成・監査等費用 * 5
500万ドル以下、 200万ドル超	統合フォーム (SCOR)の FormU-7	8,500ドル (935万円) ～45,000ドル (495万円) (複数の州 で公募)	・公認会計士による米国会計基準に基づく監査された財務諸表の監査 (州によってはその他の包括的な会計基準 (OCBOA) * 6 による監査も認められる。)	16,100ドル(177万円)～2,500ドル (27万5,000円)
200万ドル以下、 100万ドル超			・公認会計士によりレビューされた財務諸表。GAAP又はOCBOAに基く。	15,000ドル(165万円)～1,000ドル(11万円)
100万ドル以下、 50万ドル超			・公認会計士が作成(compile)した財務諸表。GAAP又はOCBOAに基づく。	5,400ドル(59万円)～750ドル(8万円)
50万ドル以下			・自社で作成し、会計担当者が署名した財務諸表 GAAP又はOCBOAに基づく。公募を扱う証券会社のチェックはある。	通常業務・社内作成

* 4 JOBS Actで広がった500万ドル超の少額公募はレグA+とよばれ、証券会社の店頭市場やマーケットプレイス等で公募が行われる。

* 5 上限額は Brad A. Badertscher 他 “Assurance level choice, CPA fees and financial reporting benefits: Inferences from US private firms” (2022)のデータ。

* 6 CBOA (the Comprehensive Basis of Accounting)はその他の包括的な会計基準と訳されて、税務基準、現金主義、発生主義などの基準を含む。

【参考3】米国の簡易開示の仕組みと日本の現状(3)

3. 米国の開示及び監査の制度－株式投資型クラウドファンディング

- ・米国では、2012年のJOBS Act で、連邦レベルの少額公募(レグA)の範囲を500万ドルから5,000万ドル以下に引き上げ、募集額500万ドル以下では、クラウド・ファンディングを創設。
- ・ネットで全米レベルで小口で公募できるため、募集総額500万ドル以下、資産・所得に応じた投資家の投資額(1人の年間総額)の制限を設定*1し、投資家保護を強化。開示等の規制も州の公募よりも若干厳格化する。一方、ECF運営会社の収益性が低いため、証券業の登録の負担は軽減(ファンディングポータル登録制)。

ECFの募集額	開示書類	作成費	財務諸表	作成・監査等費用
500万ドル以下、61万8,000ドル(6,789万円)超	Regulation CF Form C	20,000ドル(220万円)～3,000ドル(33万円)程度	・米国会計基準に基づく監査が行われた財務諸表(貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー表等、会計基準については以下同様) (募集額123万5,000ドル(1億3,585万円)以下では、最初の公募ではレビューを受けた財務諸表で可)	7,500ドル～
61万8,000万ドル以下、12万4,000ドル超。			・公認会計士のレビューを受けた財務諸表 2期分。	～3,000ドル
12万4,000ドル以下			・直近年度の税引き前利益、連邦法人税納税額を記載した納税申告書と財務諸表 2期分。	通常業務で社内作成
継続開示*2	Form C-AR	5,000ドル(55万円)～2,000ドル(22万円)程度	・年次報告書の公表義務(財務諸表の監査・レビュー等の義務はない。)	社内作成

*1 投資額の制限は、投資家1人・社で、年収又は純資産が 1)12万4,000ドル(1,364万円)未満は、2,500ドル(27万5,000円)又は年収の5%のいずれか大きい金額以下、2)12万4,000ドル以上では、最大12万4,000ドルで、年収又は純資産の10%のいずれか小さい額以下。

*2 ECFに応じて購入した株式の転売については、原則、開示義務等の規制はない、

【参考3】米国の簡易開示の仕組みと日本の現状(4)

4 日本の開示及び監査の制度－簡易開示制度の導入

- ・日本では、募集額1億円以上の公募かつ50人以上の勧誘で、有価証券届出書(公募時)、有価証券報告書(毎年度)、企業会計(金商法)基準の監査報告書の提出が義務づけられる。開示資料の作成・監査で、発行募集時に1億円程度、その後毎年度、4,000万円程度の費用が必要となる。
- ・一方、1億円未満の公募や勧誘先49人未満の私募では開示義務がなく、証券会社の仲介[※]、適格機関投資家、特定投資家を除く[※]、~~募集しない~~。未上場株式が未公開株式のままで流通せず、未上場企業の資本調達は著しく困難である。
- ・日本でも、公認会計士等による企業会計(会社法)基準での事業報告書・財務諸表の作成と法定開示、資本金5億円以上の会社での監査、法人税申告書への財務諸表添付など、開示資料の作成・適正性確保と開示が、会計ソフトを活用して効率的に実施されている。
- ・これらを適切に活用すれば、小規模な企業も負担可能な低コストの簡易開示を導入して、投資家保護の隙間を埋めつつ、募集額の上限を引き上げて、未上場企業の公募を促進することは十分可能であろう。

根拠法令	開示書類	作成費	財務諸表と監査手法	作成・監査等費用
株式の募集の届出(金商法第4条) (1億円以上の公募、50人以上の勧誘)	有価証券届出書(公募時) 有価証券報告書(毎年度)	2,000万～1,500万円 (社内の追加費用を含む)	貸借対照表・損益計算書・キャッシュフロー計算書等 金商法基準の監査 募集時は2期分(+前々期分)	作成に1600万円から 監査に1,000万円から 1期分 2,600万円 3期分計7,800万円から
株式投資型クラウドファンディング規則(第1種少額電子募集業務)(日証協規則)	運営会社の様式で作成、サイトで公表、投資家に提供	社内作成	主要経営指標を会社法基準に基づき作成した財務諸表から、左記の会社情報に転載	社内作成 第1種少額募集事業者の審査
会社法の法定開示(事業報告書及び計算書類の株主総会への提出・決算公告)		50万円～	会社法会計基準に基づく計算書類(貸借対照表、損益計算書等) 会計ソフトに自社で記帳、公認会計士又は税理士が作成。	30万円～150万円程度
			資本金5億円以上では、会社法基準による公認会計士の監査義務	580万円～1090万円

6. 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。
 - ・ 日本のユニコーン企業数は僅か6社。経済規模の割に著しく少ない。この30年間でグローバル企業へと成長した日本企業は僅か5社。
- ◇日本も、企業主体で資本を調達する環境を整備して、米国、EU等と同様に、エクイティ主導の経済成長を推進すべき。
 - ・ 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事業を構想し、人材、設備、システムに大規模に投資して、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、少額公募や私募の範囲を広げ、プライマリー取引を盛んにする。そして、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代替的証券取引所も発展させるべきである。