



**新経済連盟**

**未上場株式市場整備の  
規制改革要望**

# 問題意識 日本の資本市場のゆがみ

主要国で唯一日本の未上場株式市場は未発達。構造的な問題があることを示唆。

- ファクト①：日本のユニコーン企業は、わずか7社。経済規模からみても極端に少ない。  
(ブラジル、インドネシア、メキシコよりも少ない)

- ファクト②：日本のスタートアップの成長ステージごとの調達額は、米国より概ね一桁少ない。

	シード	アーリー	ミドル～レイト
日本	数千万円	数億円	十数億円から数十億円
米国	数億円	数十億円	数十億円から数百億円

関連データ① 「ユニコーン企業」 ※数の国別ランキング

国名	ユニコーン企業数	国別順位
アメリカ	653	1
中国	172	2
インド	71	3
イギリス	53	4
ドイツ	30	5
フランス	25	6
イスラエル	23	7
カナダ	21	8
シンガポール	17	9
ブラジル	16	10
韓国	14	11
オーストラリア、メキシコ、インドネシア	8	12
<b>日本、オランダ</b>	<b>7</b>	<b>13</b>
香港、アイルランド、スウェーデン、スイス	6	14

関連データ② VC等の成長ステージ別の投資1件当たりの額

2021	シード	アーリー	ミドル・レイト
米国	3億2,746万円	17億7,455万円	53億0,978万円
日本	7,749万円	1億2,529万円	2億0,918万円

関連データ③ スタートアップの成長ステージ別平均調達額

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

(出典)

①CB insight 2023。ユニコーン企業とは、設立後10年以内で時価総額10億ドル(約1,400億円)超の未上場企業

②NVCA・VEC 2022のデータから算定。2021年(1ドル=110円) 日本：2021FY

③Pitchbook 2023。

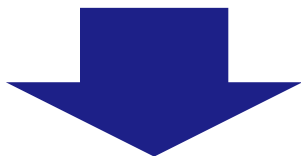
母数の相違があり、②と③は比較できない。③に該当する日本のデータは見当たらない。

# 本日の主張の俯瞰図

差分を埋める  
規制改革提案



米国等諸外国と比べて  
未上場段階における企業の投資家への  
発行募集・勧誘に対する規制が厳しい



未上場株式市場が他国と比べて未発達

※諸外国での規制改革

『私募』や『小規模公募(少額公募)』では株式の公募のときの厳格な開示を免除し、簡易開示を導入するしくみなどを制度化・拡充(未上場株式の取引の自由化)。

※諸外国の環境

種々のタイプの市場が複数多数存在(店頭市場、代替的証券取引所、マーケットプレイス、クラウドファンディング等)



## 目指すべき姿

成長企業の資金調達環境改善のための  
規制改革※(米国、英国、EU、中国、韓  
国等は実施)を通じて、

銀行型金融(Bank-based-finance)中心  
から、市場型金融(Market-based-  
finance)中心への転換を実施

市場価格の上昇が次の資金調達額を拡大。

将来像

成長過程の企業が、

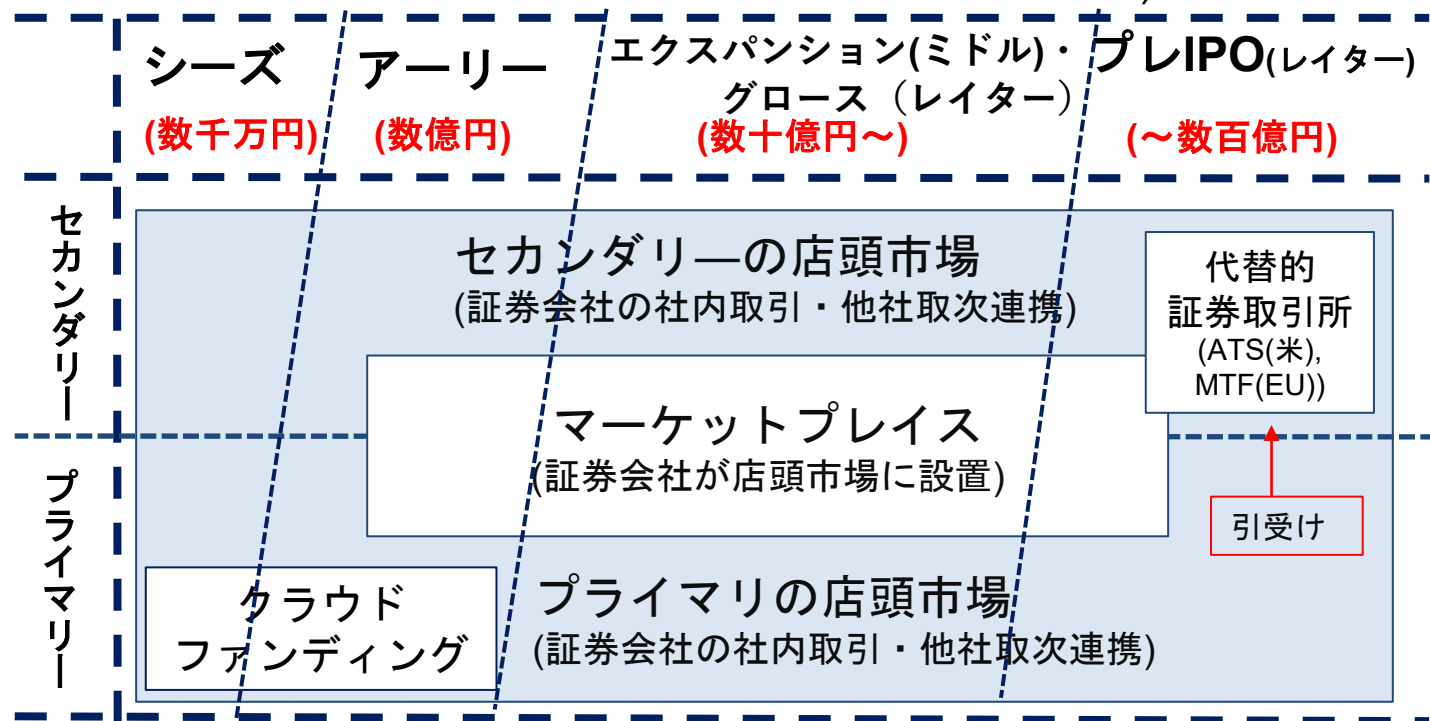
- ・多数の一般投資家から、
- ・証券会社の仲介の下、
- ・プラットフォームにおいて多額のエクイティを調達
- ・エクイティが投資家間で流通

# 諸外国からの学び①：

## 成長ステージ別、募集額の段階ごとにプライマリー&セカンダリー市場整備

- 米国では、成長ステージごと、募集額の段階ごとに、簡易開示とプラットフォームを活用して、プライマリーとセカンダリーの市場を発展させる。
- 日本では、ファンド等の広範なリスクマネー供給(経済規模の割には小規模)の他、シーズ・アーリーの小規模なエンジェル投資とクラウドファンディング程度\*1。近年開始した特定投資家私募・私売出しは、レイター段階中心の仕組み。

【米国等主要国のステージ別の市場】)



- ECFは、米国では盛んな州の公募、全米の私募、英国・EUでは私募市場を前提に制度化。日本のECFは、現状、転売市場も、次のステップの資金調達手段も不十分で、次の資金調達でも1億円未満のECFを繰り返すことになる。

タスクフォース報告書にあるように、ECFと特定投資家向けのPTS市場(事例なし)を拡大するためには、証券会社の投資勧誘を解禁して、アーリー、ミドル、レイターの公募、少人数私募の店頭市場を整備することが必要である。

\*1 日本では、他に、株主コミュニティ。少人数私募も、一部の発行企業独力で、募集・勧誘が行われている。

# 諸外国からの学び②：簡易開示、証券会社のプラットフォーム活用・仲介とプライマリー市場での発行募集で未上場株式に流動性を与え、セカンダリー市場で高める。

- 簡易開示と証券会社の適正仲介の下、多数・多様な投資家へ発行募集(プライマリー市場)すると、未上場株式に流動性が付与される。盛んなプライマリー市場の下、流通市場(セカンダリー市場)がさらに流動性を高める。
- プラットフォームの活用が取引を透明化・効率化し流動性を加速する
- 流動性が高まると、市場価格が常時形成されて、代替的証券取引所でセカンダリー取引される。
- 代替的証券取引所も、証券会社が企業の発行募集を取引所外で引き受け、取引所で売り出すことで、プライマリー市場の機能を果たす。
- 企業の株式は、発行企業が会社情報を公的に開示し、プライマリー市場で株価等の募集条件を多数の投資家に同時に示して発行募集・勧誘することで、投資家の投資対象となり、流通する(流動性の付与)。
- 未上場株式の流動性は、多数・多様な投資家が売買に参加することで高まる。プラットフォームの活用が市場取引を効率的かつ透明にして流動性を高める。
- PTSや証券取引所などのセカンダリー市場も、プライマリー市場(店頭市場)で発行募集と資金調達が盛んに行われると、流動性が高まり、株価も上昇する。
- 日本では、簡易開示もできず、証券会社の投資勧誘も禁止され、プライマリー市場での未上場株式の流動性がほぼないため、この状況でセカンダリー市場の整備を進めても、盛んな市場にはならない。  
例：東京プロマーケット、グリーンシート市場(2018年解散)

タスクフォース報告書のように、特定投資家向けPTSセカンダリー市場の運営事業の参入を促進するのは良いことであるが、プライマリー市場を発展させないと、セカンダリー市場の発展も大変困難となる。

# 今回の規制改革提案

## 諸外国からの学び等も踏まえた、 市場型金融への移行に向けた規制改革パッケージ 6 項目の提案

I. 調達コストの合理化（有価証券届出書の壁（1億円募集）の引上げ+簡易開示制度の導入）

II. 証券会社による未上場株式の勧誘の原則禁止の撤廃

III. 株式型クラウドファンディング（ECF）の制度改革

IV. 私募制度の見直し-インターネット等による公平な情報発信の解禁、資金調達活動の透明化・効率化

V. 適格投資家の対象の拡大

VI. オンラインマーケットプレイス整備に向けた規制改革

# 今回の規制改革提案 提案項目Ⅰ.及びⅡ.

## Ⅰ.調達コストの合理化（有価証券届出書1億円募集の壁の引上げ+簡易開示制度の導入）

（提案内容）

「少額公募」の上限額、有価証券届出書届け出義務の下限額を1億円から段階的に当面20億円まで拡大し(1億円の引き上げ)、この額以下の募集に、適切な開示書類作成費用の簡易開示義務を導入するべき。【参考】米国：全米で約105億円、各州で7億円まで。EU：約12億円

（現状）

政府として「慎重な検討」という回答のため、事実上アジェンダセッティングされていない。

## Ⅱ.証券会社による未上場株式の勧誘の原則禁止を撤廃する。

（提案内容）

証券会社による未上場株式の勧誘の原則禁止を撤廃する。証券会社が少額公募や少人数私募を取り扱って、一般投資家を含む顧客に未上場株式を投資勧誘して、投資家を保護しつつ、企業の市場での多数の投資家からの資金調達を促進する。

（現状）

証券会社による自主規制であるが、昨今の議論で言及がなく、アジェンダセッティングされていない。

# 今回の規制改革提案 提案項目Ⅲ.

## Ⅲ.株式型クラウドファンディング (ECF) の制度改革

(提案内容)

1. 企業の募集上限を、**上記Ⅰ.の対応を前提**としたうえで、現行の1億円から、例えば5億円に拡充する。併せて、投資家の投資上限を現行の1企業に50万円から、投資家一人、年収や住居等を除く資産の10%、最大1,000万円にする。有価証券届出書・同報告書(毎年)・監査証明のある「少額募集」をクラウドファンディングで活用可能にしても、**開示コストが多額のままで、これが活用される見込みは乏しい。**
2. 過去に『**シンジケート型(個々の投資家ではなくシンジケートが株主となる形態)のECFを導入**すべき。シンジケートを組成するECF事業者に投資運用業のライセンスが必要になると思われることから、当該規制の特例措置を導入すべき(例：シンジケート型を少額一種の範囲に含め投資運用業は不要とする等)』と提案済み。個別銘柄の専用ファンドも取扱い可能となるよう検討。
3. 特定投資家の投資額をECFの募集額の上限額の計算から除外し、**ECFと特定投資家私募の同時実施**を認める。
4. 第1種金融商品取引業者がECFを取扱うときに、サイトの外での対面やセミナーでの**勧誘**、オンライン・プラットフォームでの投資家間の売買の**仲介を全面的に認める**。まず、日証協の規則を改正し、第1種金商業者のECFにおける特定投資家向けの勧誘は、プラットフォームと対面による勧誘の両方を直ちに認めるべき。

(金融庁タスクフォース報告書では、電話による説明までを解禁することとしている。)

(現状)

- ・ 政府が利用拡大の方向性を出しているが、**詳細面はこれからなので制度化に向けて上記を反映**させる必要
- ・ 提案Ⅰの開示規制の見直しをしないままなので、**開示コスト合理化の手当てがなく、このままではワークしない**



# 日本では、簡易開示が導入されていない。高コストの厳格な開示(監査証明添付の有価証券届出書、有価証券報告書(毎年度))しかない。

- 1億円以上・50人以上の公募で、未上場企業に1億円もの費用がかかる厳格な開示義務(Full disclosure)が課される。有価証券届出書の作成と監査だけで4,000万円～7,000万円(監査証明2期分として)、毎年度の有価証券報告書3,000万円～も生じる。
- 資金調達額に比べて法外なコストが生じるため公募がファイナンスの手段となり得ない。

## 公募(募集・売出し)における開示資料

◎ 少額公募(少額免除)  
1億円未満の公募  
開示は一切なし

1,000万円超で  
有価証券通知書の提出  
義務(非公表)  
募集条件等記載

◎ 上場する場合で、  
1億円以上の公募

- ① 有価証券届出書  
(監査証明2期分)
- ② 有価証券報告書(毎年度)  
(監査証明1期分)
- ③ 四半期報告書
- ④ 内部統制報告書  
(上場後4年目から監査あり)
- ⑤ 臨時報告書(適時開示)

◎ 上場しない場合で1億円以上  
5億円未満の公募(少額募集)

- ① 有価証券届出書(連結データの省略)  
(監査証明5期分)
- ② 有価証券報告書(毎年度)  
(監査証明1期分)

## タスクフォース報告書

さらに、「サステナビリティに関する考え方及び取組」と「コーポレートガバナンスの概要」の記載の省略を可とする(約100項目中の二つ\*1) 監査証明を上場する場合と同様に2期分に削減する。  
この程度で、ほとんど活用されていない「少額募集」が使われるようになるか疑問。

タスクフォース報告書では、**上場せずに5億円未満の公募(少額募集)**をするときの有価証券届出書の記載の簡素化を図る。厳格な開示が求められる募集・売出しの開示の簡素化には限りがある中、十分な開示コストの削減とならず、スタートアップの公募促進やクラウドファンディングの拡大の効果は乏しい。

\* 1 有価証券届出書の様式(第2号様式)の項目のうち「記載上の注意」のあるものの数。

## 【参考】米国の開示方法・費用と調達コスト等

- 米国では、不特定多数の投資家への公募での厳格な開示義務を少額公募、私募では免除する。少額公募では、募集額が下がるごとに段階的に開示負担が軽減された簡易開示義務を導入する。
- 簡易開示では、開示書類の様式(フォーム)と財務データの保証方法を、募集額に応じてきめ細やかに簡素化する。
  - 財務諸表の保証の方法を、会計・監査の電子化の中、監査(オーディット、無限定保証)、レビュー(部分保証)、コンピレーション(公認会計士による作成)等にして、費用を低減する。
- これら開示資料の作成費用を募集額に対して数%前後、調達コスト全体を10%程度以下に抑える。
  - 募集額に対して、証券会社の仲介や引き受け手数料は4%から8%程度。開示資料作成費用、監査等の費用を入れた調達コスト全体で、募集額に対して概ね10%程度よりも低く抑えられている。

### ●参考として、会計士数の比較

米国(2023年9月時点) : 672,587人、人口比約0.2%、日本(2023年7月時点) : 35,145人、人口比約0.02%

制度・規則	募集額の段階	財務諸表の保証の方法*2
証券取引法第5条	・7,500万ドル超	監査
レグA Tier2	・7,500万ドル以下,	監査
レグA Tier1	・2,000万ドル以下	コンピレーション
レグDルール504	1,000万ドル以下	州法の公募による。
株式投資型クラウドファンディング	500万ドル(7億500万円)以下	監査
	123万5,000ドル(1億7,413万円)以下	レビュー
	61万8,000万ドル(8,713万円)以下	コンピレーション
	12万4,000ドル以下(1,748万円)以下	連邦法人税申告書を添付
州の少額公募	・500万ドル以下	監査
	・200万ドル以下	レビュー
	・100万ドル以下	コンピレーション
	50万ドル以下	常勤役員、財務担当役員が認証

# 今回の規制改革提案 提案項目Ⅳ.及びⅤ.

## Ⅳ.私募制度の見直し－インターネット等による公平な情報発信の解禁、資金調達活動の透明化・効率化

(提案内容)

1. 少数私募の対象を「勧誘先49名(社)以下」から「勧誘先は無制限、購入者49名以下」にする。適格機関投資家私募、特定投資家私募も、「勧誘先」でなく「購入者」を限定することとする。
2. 募集・勧誘でインターネット等による広告宣伝の活用を可能とする。

(現状)

政府は慎重な検討という回答のため、事実上アジェンダセッティングされていない。

## Ⅴ.適格投資家の対象の拡大

(提案内容)

1. 適格機関投資家・特定投資家は、現状、金融機関、機関投資家や大企業、金融投資のプロ性の高い個人等にほぼ限定されているが、主要国並みに、純資産5,000万円以上又は年収2,000万円以上の個人や、資力はこれに満たなくても、中小企業経営者、大企業幹部、一般ビジネスマンなどの事業投資を理解する者に拡大する。
2. 金融庁長官への届出・公表や証券会社の事前確認は廃止。企業又は証券会社に取引時の確認義務を課す。

(現状)

政府として昨今の議論で言及がないので、アジェンダセッティングされていない。

# 今回の規制改革提案

## VI.オンラインマーケットプレイス整備に向けた規制改革

(提案内容)

諸外国で実施されているようなオンラインマーケットプレイス整備という観点から、以下の観点で引き続き制度構築を目指していくべきである。

1. PTS(私設市場システム)の規制対象を、自動オークション形式(人の手を介さずにコンピュータシステムで大量の売りと買いをマッチングさせ市場価格を決定するもの)に限定する。これにより、PTSの手続きを得なくても、証券会社がマーケットプレイスを開設できることを明確化。また、ECFがセカンダリー市場を併設することを可能にする。少なくとも、株主コミュニティや特定投資家私売出しにおける気配の競合がない指値の取引は、PTS手続きがなくても、証券会社のプラットフォームでできるようにするべき。
2. 取引頻度が低く市場価格が形成されていないような場合は、相場操縦やインサイダー取引の防止の体制整備義務等も不要とする。
3. 株主コミュニティの運営会員(証券会社)が新規会員を勧誘することを解禁する。また、会員間の転売で、気配の競合のない指値取引をプラットフォームで実施することをPTSの規制対象外とする。

(現状)

- ・ 今回の金商法改正案（1種金商業の登録要件緩和と一定の場合のPTSの認可不要化）は上記改革に向けたあくまでも第1歩として認識し引き続き改善に受けた継続的な議論が必要。
- ・ 法律改正案では下位法令に委任されているところもあり、その内容が取引活性化の観点で適切なものになっているか見極めが必要（登録要件緩和対象の有価証券の範囲が幅広く認められるのか、PTS認可不要になる対象範囲が過度に制限されていないか、実際の手続きの際の対応コストが過重でないかなど）。
- ・ 諸外国との差分（多数の一般投資家から、証券会社の仲介の下、プラットフォームにおいて多額のエクイティが調達され、エクイティが投資家間で流通）について定点観測が必要。



# Appendix



Chapter 01

# 未上場株式市場の国内外比較

# 1 - 1. 未上場株式市場の国内外比較(概要)

## ○諸外国では少額募集や私募を広げて未上場企業のエクイティ調達環境を整備する資本市場改革を推進

- ・米国では、1970年代から、『私募』や『小規模公募(少額公募)』では株式の公募\*1のときの**厳格な開示**を免除し、**簡易開示**を導入するしくみを制度化・拡充(未上場株式の取引の自由化)。( \*日本の金商法では募集・売出しの届出)

証券会社が未上場企業と投資家を仲介して、店頭市場を形成。

1990年代から、ITを活用して市場取引の透明性と監視を強化しつつ、自由化範囲を拡大。

- ・英国、EU、中国、韓国等の諸外国も、2000年代には米国を追い駆け、未上場株式市場が発展。

諸外国では、**銀行型金融** (Bank-based-finance) 中心から、**市場型金融** (Market-based-finance) 中心へのウエイトの移行を進めている。

## ○日本は、上記のような規制改革の流れに遅れ、未上場株式市場がほぼ発達しないまま、東証一極集中のままとなっている。

- ・日本では、1970年代後半から証券会社の未上場株式の投資勧誘が禁止され、『店頭市場』が存在しない。  
1960年代から少額公募の上限額も1億円のまま。私募の範囲も狭いまま。

⇒**発行市場(プライマリー市場)及び流通市場(セカンダリー市場)**が、ほぼ未発達。

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**』が中心。

クラウドファンディングも諸外国と比べ極小規模。

[株式市場の分類と米国での発展年代]

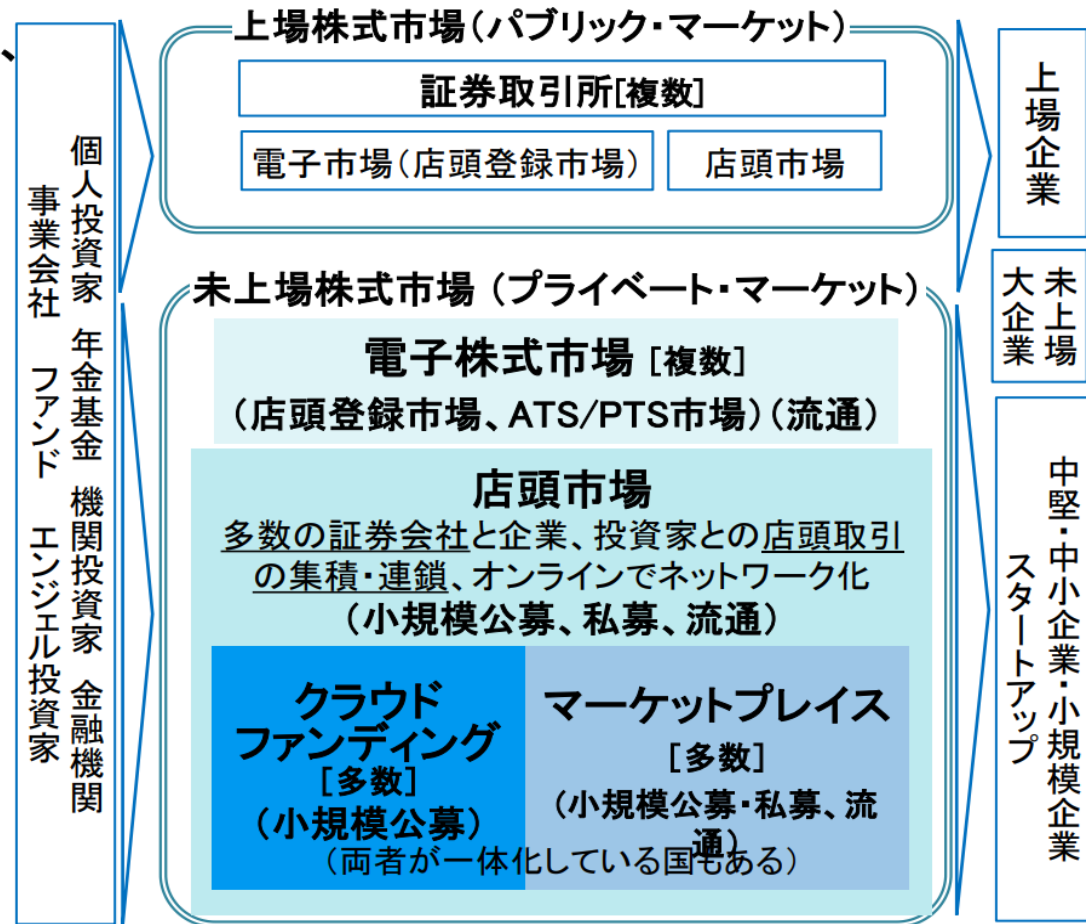
- ①**店頭市場**(1970年代～)：多数の証券会社を介して、多数の発行企業・投資家間で取引。各州から全米まで発展。
- ②**代替的証券取引所**(1990年代～)：証券会社が市場取引システムを用いて開設した小規模な証券取引所(ATC(米)、MTF(英・EU)、PTS(日))も登場(1990年代後半～)
- ③**マーケットプレイス**(2000年代～)：証券会社等が設置する、多数の企業・投資家間、投資家間で未上場株式を市場的に売買するプラットフォーム
- ④**クラウドファンディング**(2010年代～)：企業が多数の投資家から小口の資金を集めるプラットフォーム

\* 1 日本の金融商品取引法では、発行株式の「公募」「私募」を「募集」「私募」、投資家間の公募を「売出し」、「私売出し」という。

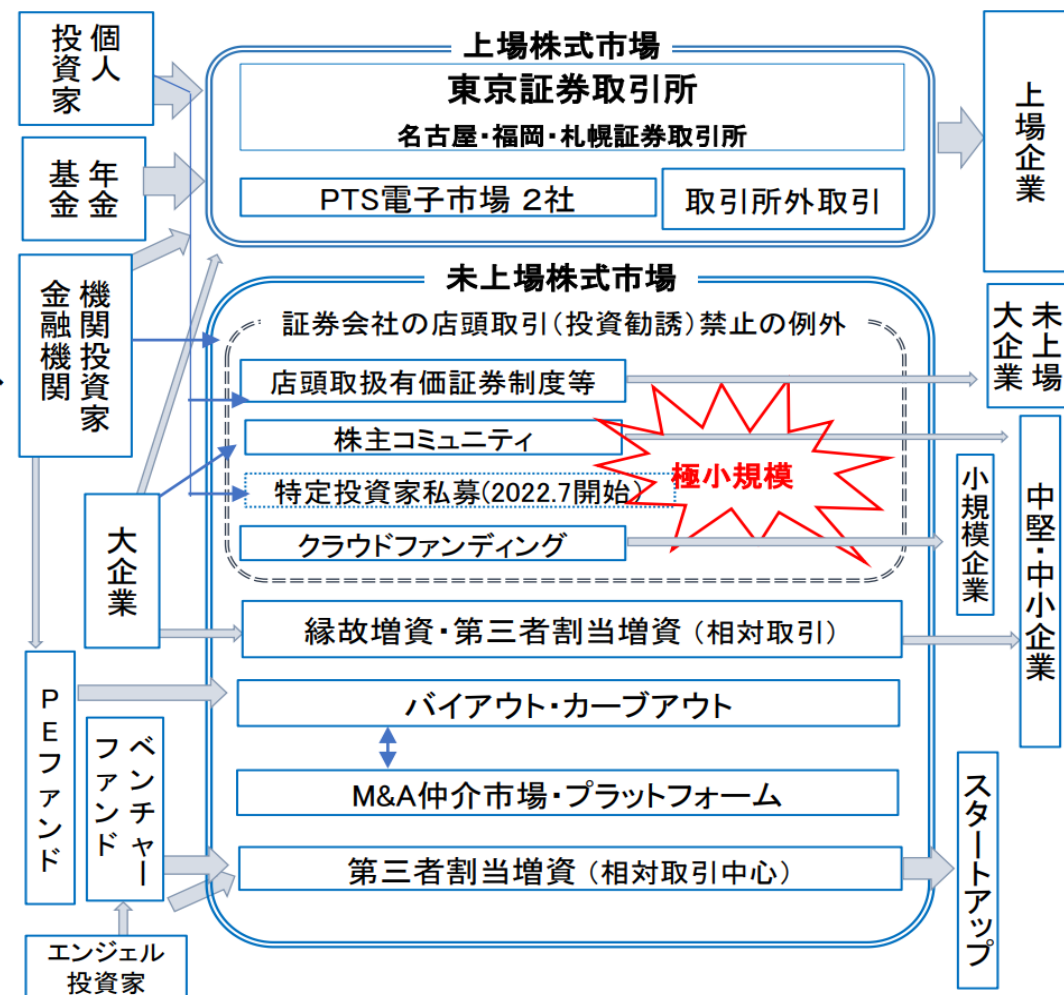
# 1 - 2. 未上場株式市場の国内外比較(概要図)

## [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)



## [日本の未上場株式市場の構造]



(出典) 2022年5月10日 経済産業研究所 田所 創

『「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 -』

[https://www.rieti.go.jp/jp/special/special\\_report/data/160\\_summary.pdf](https://www.rieti.go.jp/jp/special/special_report/data/160_summary.pdf)



# 1-3. 諸外国の未上場株式の発行募集・流通規制の考え方ー投資家保護と市場のエクイティ調達機能の発揮、開示コストと募集額・調達額のバランス

- 米国等諸外国では、未上場企業がエクイティ調達のため、発行募集(公募・私募)をするときに、簡易開示義務を課す。
- 証券会社が、この未上場の公開株式をプラットフォームを活用して一般投資家に効率的に募集・勧誘する。
- 簡易開示で未上場株式に流動性が生まれ、証券会社の適正仲介で流動性が高まる。 投資家保護の下、未上場株式が一般投資家の投資対象となり、企業の資金調達手段となる。
- 開示資料や監査等を簡素化し、プラットフォームの活用も促進して、調達コストを引き下げて、発行募集と流通を盛んにする。

- 企業がエクイティを調達するときは、多数の投資家(公募・私募)を募集し、株式の購入を勧誘する。  
※小規模公募ともいう。金融庁の「少額募集」とは異なる。  
公募：不特定多数の投資家への募集・勧誘。  
→ 厳格な開示義務(Full Disclosure)  
厳格な開示：公募ではは、募集条件と会社情報を記載した開示書類を規制当局に提出し、規制当局が公表(発行開示)。財務諸表に監査があるなど作成に多額の費用。継続開示(毎年度・四半期)、適時開示もある。  
少額公募※：一定額以下の公募  
→ 厳格な開示義務を免除し、代わりに、簡易開示義務(Simplified Disclosure)を課す。  
簡易開示：小規模な企業も負担可能にするため募集額に応じて開示資料の内容を最小化。財務諸表の保証も監査(オーディット)からレビューやコンピレーション等に軽減。  
私募：投資の知識・経験・資力ある投資家や一定人数以下の一般投資家に限定した募集・勧誘・販売。  
→ 簡易開示義務(米国等)が課される(英国・EUでは広範な会社法の法定開示義務が代替している)。  
→ 市場で株価上昇・時価総額が拡大すると、企業が調達額・投資額を拡大、さらに株価上昇・時価総額が拡大。この好循環で、ユニコーン企業へと成長する。

# 1-4. 諸外国では、簡易開示、証券会社のプラットフォーム活用・仲介とプライマリー市場での発行募集で未上場株式に流動性を与え、セカンダリー市場で高める。

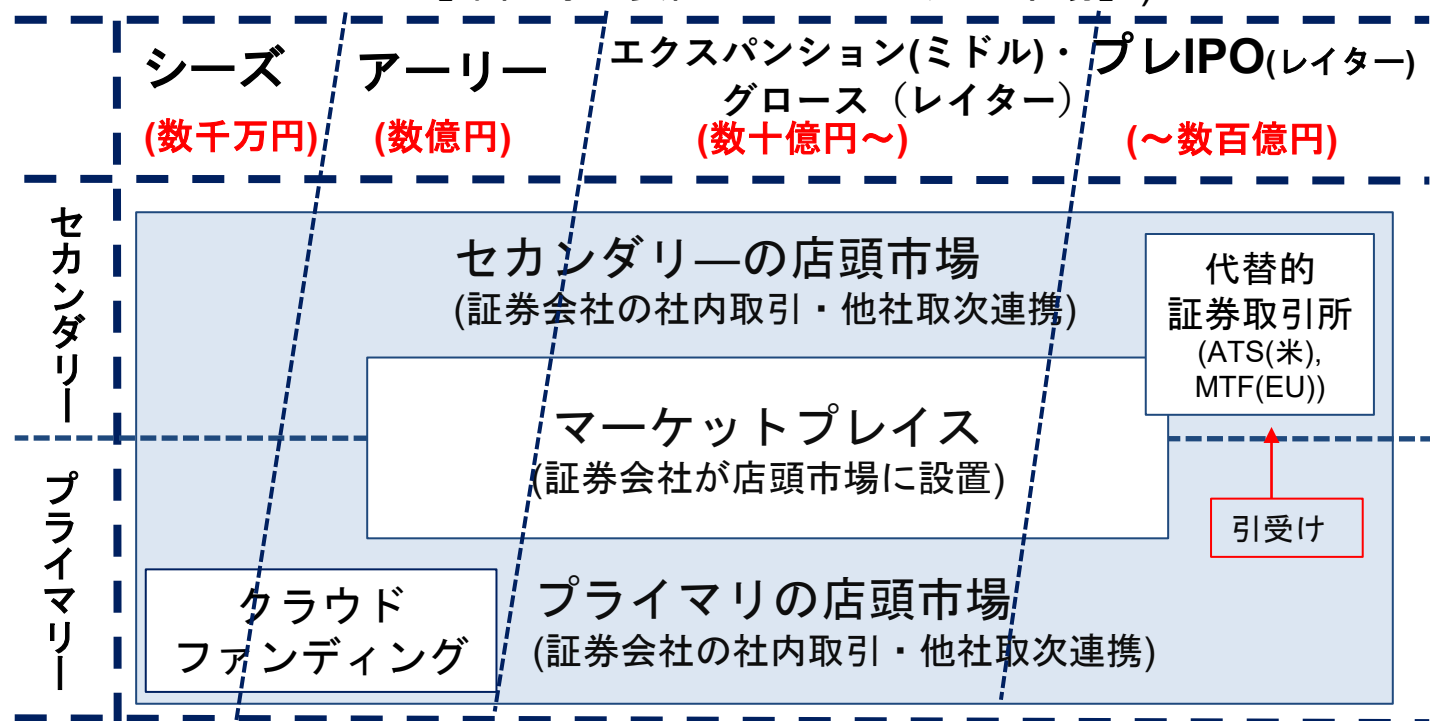
- 簡易開示と証券会社の適正仲介の下、多数・多様な投資家へ発行募集(プライマリー市場)すると、未上場株式に流動性が付与される。盛んなプライマリー市場の下、流通市場(セカンダリー市場)がさらに流動性を高める。
- プラットフォームの活用が取引を透明化・効率化し流動性を加速する
- 流動性が高まると、市場価格が常時形成されて、代替的証券取引所でセカンダリー取引される。
- 代替的証券取引所も、証券会社が企業の発行募集を取引所外で引き受け、取引所で売り出すことで、プライマリー市場の機能を果たす。
- 企業の株式は、発行企業が会社情報を公的に開示し、プライマリー市場で株価等の募集条件を多数の投資家に同時に示して発行募集・勧誘することで、投資家の投資対象となり、流通する(流動性の付与)。
- 未上場株式の流動性は、多数・多様な投資家が売買に参加することで高まる。プラットフォームの活用が市場取引を効率的かつ透明にして流動性を高める。
- PTSや証券取引所などのセカンダリー市場も、プライマリー市場(店頭市場)で発行募集と資金調達が盛んに行われると、流動性が高まり、株価も上昇する。
- 日本では、簡易開示もできず、証券会社の投資勧誘も禁止され、プライマリー市場での未上場株式の流動性がほぼないため、この状況でセカンダリー市場の整備を進めても、盛んな市場にはならない。  
例：東京プロマーケット、グリーンシート市場(2018年解散)

タスクフォース報告書のように、特定投資家向けPTSセカンダリー市場の運営事業の参入を促進するのは良いことであるが、プライマリー市場を発展させないと、セカンダリー市場の発展も大変困難となる。

# 1-5. 諸外国では、成長ステージ別、募集額の段階ごとにプライマリー&セカンダリーの市場の整備を進める。

- 米国では、成長ステージごと、募集額の段階ごとに、簡易開示とプラットフォームを活用して、プライマリーとセカンダリーの市場を発展させる。
- 日本では、ファンド等の広範なリスクマネー供給(経済規模の割には小規模)の他、シーズ・アーリーの小規模なエンジェル投資とクラウドファンディング程度\*1。近年開始した特定投資家私募・私売出しは、レイター段階中心の仕組み。

【米国等主要国のステージ別の市場】)



- ECFは、米国では盛んな州の公募、全米の私募、英国・EUでは私募市場を前提に制度化。日本のECFは、現状、転売市場も、次のステップの資金調達手段も不十分で、次の資金調達でも1億円未満のECFを繰り返すことになる。

タスクフォース報告書にあるように、ECFと特定投資家向けのPTS市場(事例なし)を拡大するためには、証券会社の投資勧誘を解禁して、アーリー、ミドル、レイターの公募、少人数私募の店頭市場を整備することが必要である。

\*1 日本では、他に、株主コミュニティ。少人数私募も、一部の発行企業独力で、募集・勧誘が行われている。

# 1-6. 諸外国では、一般投資家の未上場株式市場への参加を、簡易開示と証券会社のプラットフォーム活用・適正仲介で拡大する。

- 成長過程の企業の未上場株式(エクイティ)への投資の主役は一般投資家である。
- 諸外国では、簡易開示と証券会社のプラットフォームを活用した仲介で、投資リスクを理解する一般投資家が未上場株式に投資する機会を広げる。

◎タスクフォース報告書にある、特定投資家向け仲介特化の証券業への参入促進をすとしても、個人の特定投資家はプロの投資家では本人の申し出で証券会社の適合性原則や説明義務等を軽減するもの。現状、500人程度といわれる。まず、少額公募や少数人数私募で証券会社が一般投資家に未上場株式を適正に仲介すべき。

◎タスクフォース報告書にあるように、クラウドファンディングで、諸外国のような所得・資産比例を導入することは良いことであるが、1人1年間最大100万円が上限では全く足りない。(米国では投資家一人最大12万4,000ドル(約1,500万円))。

- 成長企業への投資は、株式が小口化されて投資規模が小さく、グロース段階になる前は リスク・リターンの評価も難しいため、一般投資家が中心。
- 一般の非金融の大企業・中小企業や企業経営経験者、ビジネスマンなどが、企業経営の経験や生活実感を踏まえた事業の成長性への評価・期待や、地域・事業への貢献や共感などから投資する。
- 金融投資で稼ぐプロの投資家や機関投資家の未上場株式の投資の優先順位は低い。グロース段階の収益見込みの高い未上場企業に多額の資金を投じるのがプロの投資家の役割となる。
- 諸外国では、証券会社等が顧客の投資知識・経験及び資産状況を十分に把握し、顧客に適合した投資商品の勧誘を行うことで投資家を保護する(適合性原則)。証券会社による未上場株式の投資勧誘についても同様の考えで、各種の規制を整備する。

Chapter 02

# 米国等諸外国と比べた 日本での未上場株式の取引の 規制の問題点

## 2-1. 諸外国の未上場株式の発行募集・流通規制の考え方ー開示コストと募集額のバランスを確保し、投資家を保護しつつ成長過程の企業のエクイティ調達を促進

### I. 厳格な開示(募集・売出しの届出)が不要な小規模公募の募集額上限が日本では1億円未満と極小。

米国：7,500万ドル(約106億円)、EU：800ユーロ(約12億円)\*1

- ・米国等諸外国では、募集額が一定額を下回る公募については、厳格な開示義務を免除し、この額以下では、開示を必要最小限のものにして、調達コスト\*2を大幅に引き下げる(簡易開示)。簡易開示では、様式を抜本的に簡素化し、財務諸表の保証の方法を監査(オーディット)のみならず、部分保証(レビュー)や作成(コンピレーション)を認める。  
こうして、合理的な調達コスト(初期費用)の下で、エクイティをファイナンス手段にする。
- ・日本では、1億円以上の公募で、1億円もの費用を要する有価証券報告書・同報告書(毎年)の提出義務があり、小規模な企業では事実上、1億円以上の公募ができない(有価証券届出書提出の壁)。1億円未満の少額公募では費用対効果が悪く、公募をする者はほぼ見当たらない。

### II. クラウドファンディング(ECF)が制限されており対応コストも大きい。

- ・クラウドファンディング(ECF)は、少額公募をプラットフォームで一般投資家に小口で実施する仕組み。このため、募集の上限額や、投資家の資力に応じた投資額の上限を設けるなど投資家保護を強化する。諸外国では、初期段階のスタートアップ・中小企業のエクイティ調達的手段として発展。
- ・日本のECFは、1億円未満の少額公募の範囲で、投資家一人1社への投資額が年間50万円以下とされるため、発行企業が1億円弱募集するのに200人弱の株主が必要。転売もできず、次の資金調達の手段もない。

### III. 少人数私募では3か月間の勧誘先数を49名/社以下に制限。インターネット等で勧誘できない。

- ・他国の状況：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：募集条件等の公表は勧誘の範囲外)

\*1 以下、別に記載がなければ、円レートは 2023年TTM 1ドル=141円、1ユーロ=152円。

\*2 HP等での情報では、米国では、開示費用や仲介料を含むエクイティの調達コストは、調達額の4%~8%とされる。(P23参照)

## 2 - 1. 日本での未上場株式の取引の規制の問題点(概要)(続き)

### IV. 私募・私売出しの対象となる適格投資家(適格機関投資家+特定投資家)の範囲が狭い\* 1

- ・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。機関投資家、大企業、超 富裕層等に限定。中堅・中小企業経営者など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、投資経験1年以上で、純資産又は投資資産3億円(金融業経験者、中小企業診断士等は1億円又は年収1,000万円)以上など。

### V. 証券会社は未上場株式の少人数私募や少額公募における投資勧誘(仲介)を原則禁止される。

- ・証券会社は、原則、未上場株式の投資勧誘を禁止される。証券会社が投資勧誘できる例外制度には、株式コミュニティ、株式投資型クラウドファンディング、特定投資家私募等のみであり、小額公募、少人数私募等では禁止され、企業は証券会社の顧客網を活用した資本調達ができない。

### VI. 厳しい発行募集・転売規制とPTSの定義の広さのため、未上場株式のプライマリー市場も流通市場(セカンダリー・マーケット)も発達しない。

- ・米国等主要国では、店頭市場をベースに、ITプラットフォームを活用したクラウドファンディング、マーケットプレイス、電子市場取引システム(マッチングシステム)を活用した代替的証券取引所等が発達。
- ・一方、日本では、上記 I から V. のように未上場株式の取引の自由化の範囲が狭く、企業の発行募集がほとんど行われない。プライマリー市場での未上場株式の流動性が乏しく、流通もしない。このため、代替的証券取引所も、米国の「セカンダリーマーケット」も成立しない。
- ・加えて、金商法上のPTSの定義が広く、証券会社のプラットフォームでの投資家間の売買交渉や気配の競合しない指値取引までPTSとして規制されるおそれがあり、証券会社のプラットフォーム活用が進まない。

\* 1 適格投資家の比較では、円レートは、日本の特定津鹿野は荷の見直しが行われた 2021年TTM 1ドル=110円、1ポンド=151円 1ユーロ=130円。1ウォン=0.096円

## 2-2. 日本の未上場株式の発行募集・流通の規制—発行企業と証券会社を厳しく規制して、一般投資家から投資機会を奪う事前防止的規制。

### ●日本では、諸外国と比べて

①少額の公募、私募が行える範囲が極狭く(1億円未満、50万円、49人以下、適格投資家私募から、一般投資家がほぼ排除)

②簡易開示義務がなく、

③証券会社の仲介もほぼ禁止され、

●投資家保護が不完全で、未上場株式が投資対象とならず、企業の発行募集とエクイティの調達が低迷する。

➡日本は、未上場企業が公募・私募することを強く抑制し、証券会社が企業の少額公募・私募を手伝い顧客勧誘することも禁止する。こうして一般投資家から未上場株式への投資機会を奪うことで投資家保護を図る。

●日本では未上場株式が発行募集できる自由化範囲がごく狭い。

I. 少額公募は、1億円未満、クラウドファンディングでは投資額も一律1社に50万円以下

II. 少人数私募は、勧誘先数が3か月間で49人・社以下

III. 適格投資家(適格機関投資家・特定投資家)から、個人の一般投資家が投資リスクの理解が高くても排除され。

●簡易開示義務がなく、証券会社の仲介(投資勧誘)も原則禁止。投資家保護が不完全で、調達コストも高い。

IV. 自由化範囲では、開示義務が免除されるが、簡易開示義務もなく、1億円、49人を超えると極端に高コストの厳格な開示義務が発生する。

・有価証券届出書の作成と監査(2期分)だけでも概ね4,000万円から7,000万円以上、その後も有価証券報告書の作成と監査で毎年2,000万円~3,000万円超の負担が生じる。

V. 少額公募、少人数私募では、証券会社の一般投資家向けの投資勧誘・仲介もほぼ禁止されている。

➡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、未上場企業のエクイティ調達が著しく困難である。



## 2-2. 日本の未上場株式の発行募集・流通の規制(続き)

### 【参考】米国等主要国と日本の発行募集の規制の比較(公募)

- 日本の少額公募の募集額は1億円未満と極少額。(金商法4条第1項第5号)。  
米国：105億円、英国：12億円、EU：12億円、それぞれ適格投資家からの投資額を除く。
- 日本の株式投資型クラウドファンディング(ECF)の募集額も1億円未満(特定投資家からの投資額を含む)。  
米国：約7億円、英国：12億円、EU：7億6,000万円、韓国：3億2,400万円、それぞれ適格投資家からの投資額を除く。
- ECFでの投資家の投資額も、日本では、特定投資家以外の投資家は一律50万円以下と極少。米国では、適格投資以外の投資家に所得比例で最大1,748万円、英国も同様。EUでは、運営会社に一定の所得・資産以下の投資家の投資リスクの理解の確認義務あり(P19)。

発行募集の制度		米国 (英国・EU)			日本		
		募集額	開示義務	証券会社の仲介	募集額	開示義務	証券会社の仲介
公募	IPO 上場	米国：7500万ドル超(約105億円超) (英国・EU:800万ユーロ(約12億円))	厳格な公募 (Full disclosure) 比較的小規模な上場企業は一部簡素化された様式。	○	1億円以上	厳格な開示義務 (上場せずに5億円未満、1億円以上の少額募集では、有価証券届出書の記載の一部省略可(実績はほぼない))	○
	少額 公募	米国：7,500万ドル超(約106億円)超 (英国・EU:800万ユーロ(約12億円)以上)	簡易開示 (募集額の段階ごとに開示を簡素化)	○	1億円未満	なし	× 禁止
	クラウドファンディング	○募集額： 米国：適格投資家からの投資を除き500万ドル(約7億円)以下【英国：同800万ユーロ、EU：同500万ユーロ(6億5千万円)】(適格投資家の範囲→次頁) ○投資額 米国・適格投資以外の投資家は所得の10%、最大12万4千ドル(1,748万円)。 【英国：一定の所得・資産以下で、投資リスクを理解していると認定できない等の投資家は、純資産の10%(最大2.5万ポンド(約438万円)。)】 【EU：運営会社に、一定の所得・資産以下の投資家が事前及び1千ユーロ(約15万円)以上かつ純資産の5%以上投資する前に、投資リスクの理解を確認する義務がある。	簡易開示 (募集額の段階ごとに負担が軽願)	○ 米国ではECFのプラットフォーム経由に限る	1億円未満	なし	○ ECFのプラットフォーム経由に限る

## 2-2. 日本の未上場株式の発行募集・流通の規制(続き)

### 【参考】米国等主要国と日本の発行募集の規制の比較(私募)

- 日本の少数私募では、3か月間の勧誘先の数を49名/社以下に制限する(米国：購入先35名以下、EU：勧誘先150人以下)。募集条件を公表できず、インターネット等で勧誘できない。発行企業が募集条件を一般投資家に自ら個別に提示することになる。特定投資家私募も勧誘先を縛るため、先に特定投資家となっていないと募集情報を提供できない。
- 日本の適格投資家(適格機関投資家+特定投資家)の範囲が、機関投資家、大企業、超富裕層、金融のプロ性の高い個人等までのため、事業リスクを理解するや中小企業経営者や大企業経営幹部など一般投資家として除外される。
- 米国、英国、EUでは、少額公募や少数私募で、証券会社が一般投資家に盛んに勧誘する。さらに、有望な成長企業株式への投資機会を広く提供するため、適格投資家私募の投資家の範囲を投資リスクを理解する一般投資家へと拡大する。

発行募集の制度ka		米国、英国・EU			日本		
		募集・勧誘等の規制	開示義務	証券会社の仲介	募集・勧誘等の規制	開示義務	証券会社の仲介
私募	少数私募	<ul style="list-style-type: none"> <li>・勧誘先数無制限。購入者は洗練された投資家35人に限定*1</li> <li>・一般的広告・勧誘を原則禁止(非営利のピッチ等は可)</li> <li>【英国・EU：勧誘先150人以上、一般投資家を含む。】</li> </ul>	簡易開示(フォームD) 募集額2,000万ドル以上で監査証明書付きの財務諸表を公表	○	勧誘先数を49人に限定	なし	× 原則禁止
	適格投資家私募	<ul style="list-style-type: none"> <li>・適格投資家に購入者を限定</li> <li>・適格投資家の範囲：一般投資家を含む(法人では、純資産500万ドル(5億5千万円)超、個人では住居以外の資産100万ドル(1億1千万円)又は年収20万ドル(2,200万円)以上等)</li> <li>【英国・EU(プロ投資家として、証券会社の説明義務等が一部免除・軽減)</li> <li>・勧誘先150人以上、一般投資家を含む。</li> <li>・個人では、四半期ごとに平均10回以上の投資頻度で、預金及び投資性金融資産50万ユーロ(6,500万円)超の者など】</li> </ul>	簡易開示(フォームD)  【英国・EUでは、私募に監事開示はないが、会社法の法定開示・監査義務が幅広く課されている】		○	<b>特定投資家私募</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・証券会社が適合性原則や説明責任を免除・軽減される投資家</li> <li>・特定投資家の範囲：機関投資家、プロの金融の専門性の高い投資家等(次頁)</li> </ul>	なし(特定証券情報の公表・投資家への提供義務)
					<b>適格機関投資家私募</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・勧誘先を適格機関投資家に限定。</li> <li>・法人・個人ともに保有する有価証券残高10億円以上</li> </ul>	なし	○ 発行企業も証券会社も勧誘できる

\* 1 米国の「洗練された投資家」は、一般投資家のうち投資リスクを理解すると認められる者で、取引前に発行企業又は証券会社等が判断する。

## 2-2. 日本の未上場株式の発行募集・流通の規制(続き)

### 【参考】ECFでの投資額の制限、対象投資家の範囲

	米国、英国、EU	日本
クラウドファンディングの投資額の制限	<p>○投資額の制限</p> <p><b>米国</b>：適格投資以外の投資家は、所得の10%、最大12万4千ドル(1,748万円)、所得に関係なく最小2,500ドル(約35万円)。</p> <p><b>英国</b>：年収10ポンド(1,750万円)未満及び純資産25万ポンド(4,375万円)未満で、投資リスクを理解していると認定できない者等の制限投資家は、純資産の10%(最大2.5万ポンド(約438万円)まで。</p> <p><b>EU</b>：運営会社には、事前に適格投資家及び洗練された投資家以外の投資家が投資に必要な知識を有するかテストし、1千ユーロ(約15万円)及び純資産の5%以上の投資をする前に投資リスクを理解しているか確認する義務がある。</p> <p>「洗練された投資家」は、法人では、売上高200万ユーロ(約3億円)以上、総資産100万ユーロ以上(1億5千万円)又は運用資産10万ユーロ(約1500万円)以上、個人では、四半期ごとに平均10回以上の投資頻度がある、年収6万ユーロ(約1千万円)又は預金及び投資性金融資産10万ユーロ(1,750万円)超、iii)金融法人の専門職の経験1年以上のいずれか二つを満たす者。</p>	<p>特定投資家以外の投資家は、一律1年間に1社50万円(社数は無制限)</p>

### 【参考】適格投資家の範囲

	米国、英国・EU	日本
適格投資家の範囲	<ul style="list-style-type: none"> <li>・適格投資家の範囲:政府機関、金融機関、機関投資家、上場企業に加え、</li> <li>・<b>米国</b> 法人、個人○適格投資家の範囲 <ul style="list-style-type: none"> <li>法人：純資産500万ドル(5億5千万円)超</li> <li>個人：1)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> <li>2)特定の経験、資格のある投資する十分な地域・専門性のある者、</li> <li>3)資産管理会社の従業員及び顧客資産家</li> </ul> </li> <li>・<b>英国・EU</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>大企業：以下のいずれか二つ。</li> <li>総資産 2千万ユーロ(26億円)以上、売上高 4千万ユーロ(52億円)以上、運用資産(fund) 200万ユーロ(2億6千万円)以上</li> <li>個人、公的団体：以下のいずれか二つの基準を満たし、必要な投資決定の専門知識があると証券会社が評価した者</li> <li>四半期ごとに平均10回以上の投資頻度、預金及び投資性金融資産50万ユーロ(6,500万円)超、金融業での専門職の経験1年以上。</li> </ul> </li> </ul>	<p><b>特定投資家私募</b></p> <p>○必ず証券会社に投資勧誘を委託(自己募集はできない)</p> <p>○特定投資家の範囲</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1)適格機関投資家、政府、政府系機関、</li> <li>2)上場会社、資本金5億円以上の株式会社、</li> <li>3)証券会社が承諾した法人又は個人。個人では、投資経験1年超で、 <ol style="list-style-type: none"> <li>i)純資産及び投資性金融資産(投資資産)3億円以上、</li> <li>ii)純資産又は投資資産5億円以上で、年収1億円以上、</li> <li>iii)月4回以上の取引頻度で、純資産又は投資資産3億円以上、</li> <li>iv)純資産又は投資資産1億以上で年収1000万円以上の特定の知識・経験を有する者(金融業従業員、経済学等の教職員・研究職等に1年以上従事した者、証券アナリスト、中小企業診断士、これらと同等の知識景観を有する経営コンサルタント等)</li> </ol> </li> </ol> <p><b>適格機関投資家私募</b></p> <p>○適格機関投資家の範囲</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1)政府、政府系機関、機関投資家、上場企業等</li> <li>2)法人・個人ともに有価証券残高10億円以上。</li> </ol>

## 2-2. 日本の未上場株式の発行募集・流通の規制(続き)

【参考】日本の少額公募の上限額拡大の大幅な遅れ。

- 日本では、厳格な開示義務を免除する少額公募の上限額を、**1960年代から今日まで1億円未満に据え置く。**

1960年代 1億円未満(今の物価水準で5億円程度)

1988年に物価上昇を踏まえ**5億円に引き上げ**(簡易開示は導入せず)

ジャスダック市場(店頭登録市)は、新興企業ブームもあって活性化➡2004年に証券取引所化  
1998年にグリーンシート市場の開設に合わせ**1億円に戻す**。1億円から5億円の募集額(少額募集)で有価証券届出書の連結データを不要とする(監査報告書を5期分提出)。

➡発行募集が振るわずグリーンシート市場は低迷、2018年に廃止。

(1992年に少人数私募、2003年に株式の適格機関投資家私募、2022年特定投資家私募)

- 米国等では、歴史的に引き上げて、現行7500万ドル(約105億円)以下。(英国・EUでも800万ユーロ(約12億円)以下。)**

・全米レベルの少額公募(レギュレーションA)の募集額上限は、州法の公募(現行500万ドル程度)の下で、

1960年代は、30万ドル(現在の物価水準で約300万ドル、4億2,000万円)、

1992年に、500万ドル、2012年に5,000万ドル、さらに、

2020年に、7,500万ドル(約106億円※)にまで拡大。(※1ドル=141円)

(1976年 ルール146→1982年 レギュレーションD(少人数私募、適格投資家私募))

タスクフォースの案では、「届出免除基準(調達金額1億円未満)の引き上げ・・情報開示の規制のない中で・・慎重な検討を要する」としている。

←現行、金商法第5条第1項第5号で「1億円未満」と規定しているが、政令事項化して、簡易開示を導入し、適切に、段階的に引き上げていくべき。

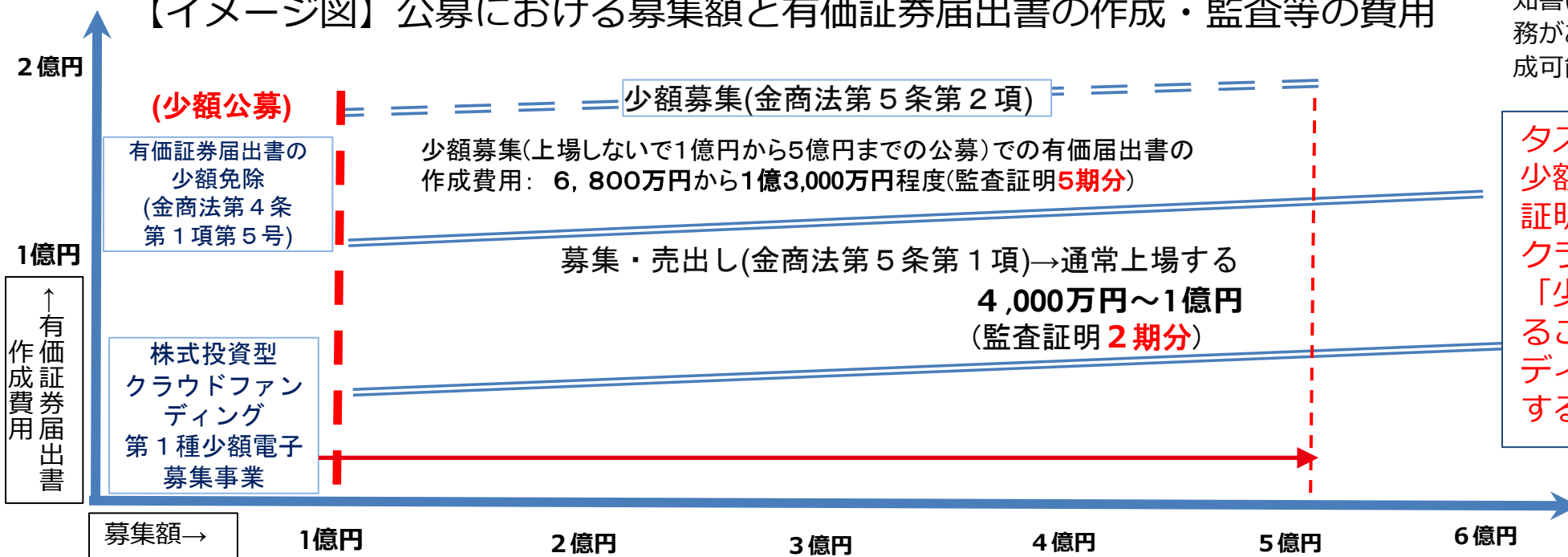
## 2-3. 日本では、簡易開示が導入されていない。

### 【参考】日本の開示費用

制度・規則	募集額の段階	開示資料	財務諸表の保証の方法	開示書類等作成費用*1
株式の公募	1億円以上	有価証券届出書、同報告書	監査 金商法基準	有価証券届出書だけで概ね百～数百ページ、 4000万円～1億円以上の費用 (監査証明が5期分必要なため、上場する場合よりも割高)
	(うち「少額募集」上場しない5億円未満)	(届出書の連結財務指標の省略可)		
少額公募	1億円未満	なし	なし	—*2

- \*1 以下、公認会計士等のヒアリングから試算。1億円～5億円程度の公募をする売上10億円程度の企業を想定。有価証券報告書又は同報告書の作成で800万円～1,000万円、監査証明1期分で1,000万円～2,000万円程度(以上、社内経費を除く)。上場する場合は、監査証明2期分(実質3期分)必要。上場しない5億円未満の少額募集では現行5期分(実質6期分)。
- \*2 1億円未満、1,000万円超では募集条件等を記載した有価証券通知書(非公表)の財務局への提出義務がある。数ページ程度で社内作成可能といわれる。

### 【イメージ図】公募における募集額と有価証券届出書の作成・監査等の費用



タスクフォース報告書では、少額募集をより簡素化(監査証明5期分から2期分等)クラウドファンディングでも「少額募集」を実施可能にすることで、クラウドファンディングを5億円まで拡大とする。

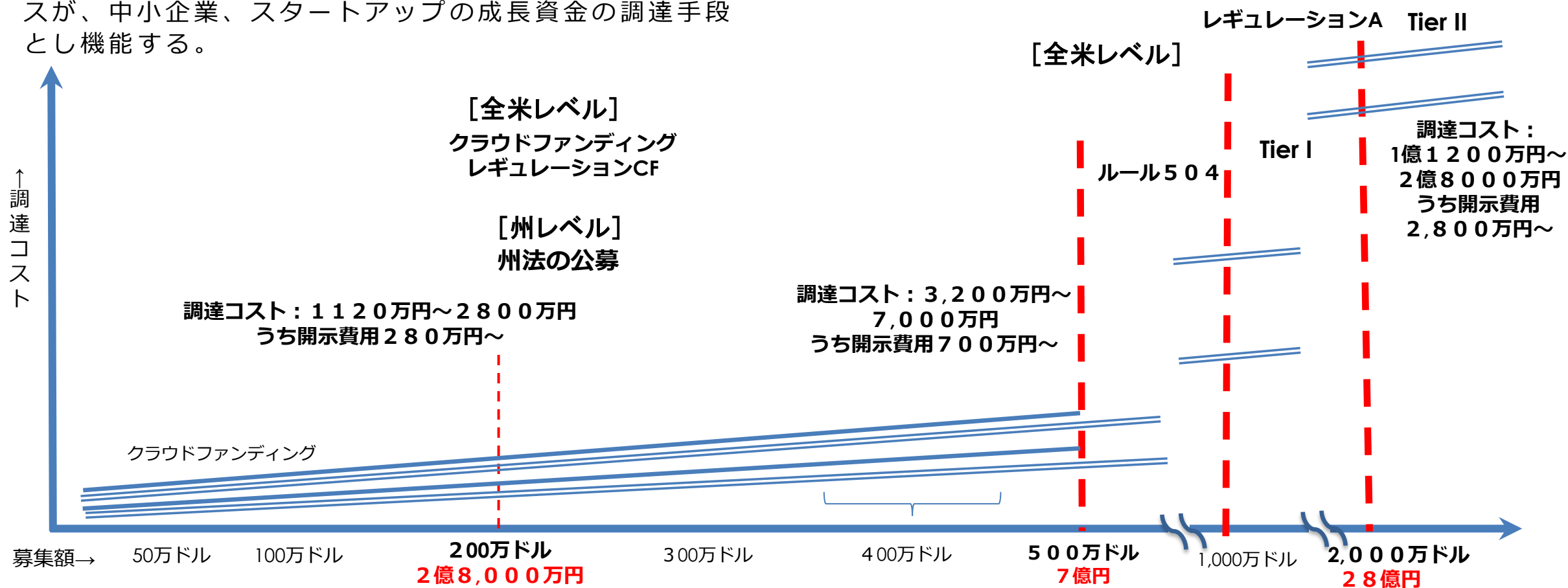
## 2-3. 日本では、簡易開示が導入されていない。(続き)

### 【参考】米国の募集額・調達額の段階ごとの少額公募・私募の未上場株式市場と調達コストのイメージ

#### ● 米国等では、これら開示資料の作成費用を募集額に対して数%前後、調達コスト全体を4%~10%程度以下に抑える。

- ・ 経済合理性の高い開示によって、エクイティファイナンスが、中小企業、スタートアップの成長資金の調達手段とし機能する。

- ・ グラフでは、調達コスト (Flotation Cost, 証券会社の引受手数料等 + SEC・州政府への登録費 + 開示費用等) を募集額・調達額の4%から10%としている (SECやHPの公表データ等から試算したもの)



## 2-3. 日本では、簡易開示が導入されていない。(続き)

### 【参考】米国の開示方法・費用と調達コスト

- 米国では、不特定多数の投資家への公募での厳格な開示義務を少額公募、私募では免除する。少額公募では、募集額が下がるごとに段階的に開示負担が軽減された簡易開示義務を導入する。
- 簡易開示では、開示書類の様式(フォーム)と財務データの保証方法を、募集額に応じてきめ細やかに簡素化する。
  - 財務諸表の保証の方法を、会計・監査の電子化の中、**監査**(オーディット、無限定保証)、**レビュー**(部分保証)、**コンピレーション**(公認会計士による作成)等にして、費用を低減する。
- これら開示資料の作成費用を募集額に対して数%前後、調達コスト全体を10%程度以下に抑える。
  - 募集額に対して、証券会社の仲介や引き受け手数料は4%から8%程度。開示資料作成費用、監査等の費用を入れた調達コスト全体で、募集額に対して概ね10%程度よりも低く抑えられている。

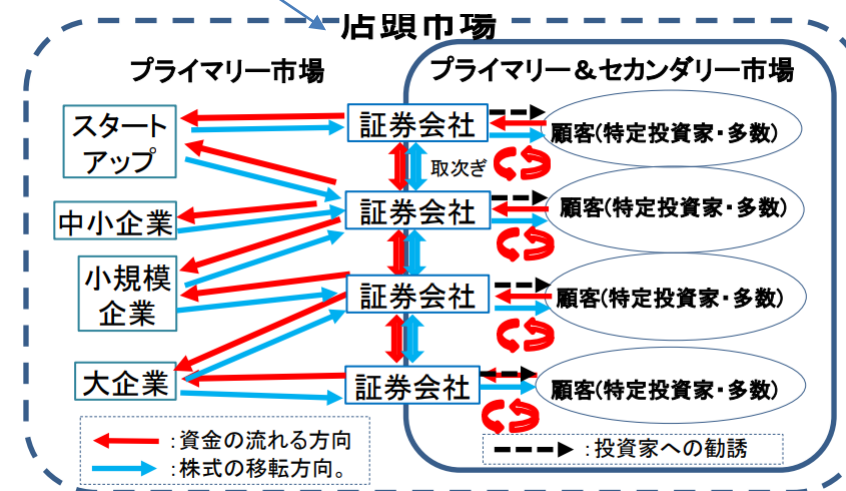
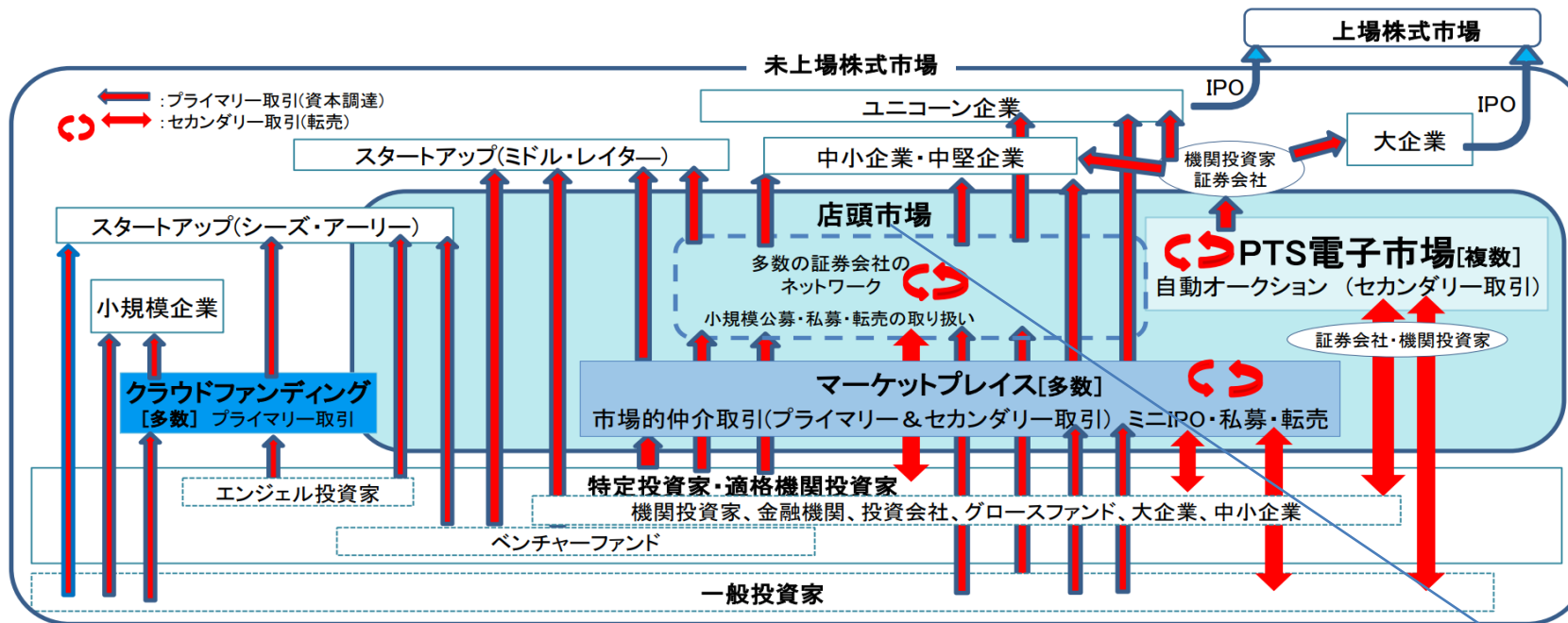
制度・規則	募集額の段階	財務諸表の保証の方法*2
証券取引法第5条	・7,500万ドル超	監査
レグA Tier2	・7,500万ドル以下,	監査
レグA Tier1	・2,000万ドル以下	コンピレーション
レグDルール504	1,000万ドル以下	州法の公募による。
株式投資型クラウドファンディング	500万ドル (7億500万円)以下	監査
	123万5,000ドル (1億7,413万円)以下	レビュー
	61万8,000万ドル (8,713万円)以下	コンピレーション
	12万4,000ドル以下 (1,748万円)以下	連邦法人税申告書を添付
州の少額公募	・500万ドル以下	監査
	・200万ドル以下	レビュー
	・100万ドル以下	コンピレーション
	50万ドル以下	常勤役員、財務担当役員が認証

Chapter 03

# 未上場株式市場の将来像



# 3. 未上場株式市場の将来像



(出典) 2022年5月10日 経済産業研究所 田所 創

『「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-』

[https://www.rieti.go.jp/jp/special/special\\_report/data/160\\_summary.pdf](https://www.rieti.go.jp/jp/special/special_report/data/160_summary.pdf)



新経済連盟

Japan Association of New Economy