

制度委員会（報告）事例紹介

「日本の未上場株式市場における課題と解決について」

■開催日：2023年7月10日

■開催形式：オンライン

独立行政法人経済産業研究所 コンサルティングフェロー 田所 創
(※肩書は当時のものを掲載)

本報告では、田所創氏（（独）経済産業研究所コンサルティングフェロー）が「日本の未上場株式市場における課題と解決について」をテーマに講演を行った。

田所氏はまず、自身も作成に携わった日本ベンチャー学会とニュービジネス協議会の共同提言書について、未上場株式市場の振興を訴えた当提言書は政府関係者や政治家にも注目され、政府のスタートアップ小委員会や金融調査会などでも、各ルールの見直しや規制緩和などが提案されるなど、一定の成果を上げたが、日本の株式市場改革に関する議論は今後も続くのではないかと語った。

2. 未上場株式市場による企業のイノベーションと成長の加速

◇米国等諸外国では、未上場株式市場で、成長企業が自ら主体的に、多数・多様な投資家から資本（エクイティ）を調達し、大胆に成長投資を実施する。

◇市場では、企業の資本調達額（＝成長投資）の増加と時価総額（＝投資家資産）の拡大の好循環が発生。これが企業成長を大きく加速する。

- ・米国等諸外国の成長企業は、市場で多くの投資家から多額の資本を何度も調達し（プライマリ・取引）、設備、IT、人材、R&Dに成長投資をする。
- ・市場では、多様な投資家が未上場株式を購入し、投資家間で売買する（セカンダリ・取引）。
- ・企業が資本を調達し成長投資をして、成長見込みが高まると、株価が上がり時価総額が拡大。投資家の資産が拡大し、その企業へ資金が集まり、次の資本調達額と成長投資が拡大。この企業の資本調達額と投資家の資産拡大の好循環が、企業の成長を大幅に加速する。

◇成長企業が次々にイノベーションを実現し、大企業へ、ユニコーン企業へと成長。他の多くの企業を成長させながらグローバル企業へと発展する。

◇急成長企業が連続して現れることで、国の経済が中長期的に成長する。



3. 企業主体の市場型エクイティ・ファイナンス

◇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。

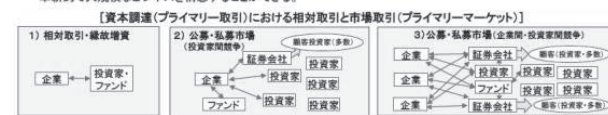
- ・資本は、返済不要・成功時配当払いのため、事業開始当初の赤字を乗り越えられ、収益を蓄積して、これを再投資することもできるため、社債、融資と比べ、成長投資の資金として最適。
- ・株主有限責任の中、経営者は経営責任のみで個人の財産のリスクを負わずに、リスクの高い事業に挑戦することができる。挑戦を評価し、失敗を許容する資金である。
- ・資本は、融資と比べて企業の財務体質を強化し、寛政を乗り越えられる小さくても強靱な企業を生む。

◇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、資金的な制約を脱ぎ、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。



4. 成長企業群の創出、企業間の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、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創出し、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、資金が増加する。（銀行融資の限度額内では、小規模な企業の設立を阻む）

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、既存大手企業を凌駕する規模の投資を実施。既存大手企業も新規参入の脅威に對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、既存大手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譲渡される）

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。

- ・成長見込みが高まった成長企業の未上場株式は、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。

→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・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。

次に田所氏は、日本における未上場企業の株式市場が未整備である現状と、中堅中小企業及びベンチャー企業、特に未上場段階の企業の資金調達に対する制約を俯瞰し、次の6点をテーマに、企業主体の資本調達（エクイティ・ファイナンス）の促進について説明した。

1. 未上場株式市場（プライベート・エクイティ・マーケット）を発展させる米国等諸外国、未発達の日
2. 未上場株式市場の成長加速効果
3. 資本は企業のイノベーションと成長の最強の資金
4. 未上場株式市場が未発達でエクイティ・ファイナンスができない日本の成長企業
5. 日本の厳格な未上場株式の規制
6. 未上場株式市場整備によるエクイティ主導の成長

企業主体の市場型エクイティ・ファイナンスにおいて、資本は融資と違って返済不要であり、成功時配当払いのため、

事業開始当初の赤字を乗り越えることが可能で、挑戦を評価し失敗も許される。企業は優れた事業計画を提案すれば、未上場株式市場で多数の投資家から広く資本を集め、必要な資金を最大限調達でき、企業経営者は資金制約なしに革新的で大規模な事業を構想することができるようになる。よって、小規模な企業でも大規模な投資が可能となり、さらに大企業も対抗投資することで投資競争が起こり、これが国中に広がれば、国全体の資本ストック（設備等）が拡大し、経済成長が加速されると述べた。また、諸外国では実際に未上場株式市場を発展させ、資本主導のイノベーションと経済成長を図っている点を指摘した。

そして、日本も企業主体で資本調達する環境を整備し、銀行融資に過度に依存した状況を、成長企業が主体的に多数の投資家から資本を集めて投資する本来の姿に変え、米国、EU等と同様に、資本主導の経済成長を推進する必要があると述べた。また、諸外国と同様に未上場株式市場を発展

【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。
主要国では日本のみ、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	37兆1,380億円	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Global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%前後である。

	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	1兆2,796億円	1兆0,093億円
民間設備投資に対する 資本調達額の割合④ (②+③)÷①(%)	1.6%	1.9%
国内銀行設備資金新規貸出⑤	46兆7,918億円	44兆8,759億円
(⑤)÷①(%)	50.7%	52.2%
米国①(民間設備投資)②(国内公募資本調達)③(第三者割当て)	2兆8,781億ドル	2兆7,596億ドル
GDP民間設備投資対比④(②+③)÷①	316兆910億ドル	307兆500億ドル
資本調達⑤	2,281億ドル	3,000億ドル
民間設備投資に対する 資本調達額の割合⑥ (⑤)÷④(%)	7.9%	13.9%
設備資金⑦	1兆4,230億ドル	2兆2,820億ドル
設備資金に対する 設備投資額の割合⑧ (⑦)÷④(%)	156兆250億ドル	251兆000億ドル
(⑧)÷①(%)	48.4%	62.6%

(出所) ① US BEA, SIFMA 2021 Capital Market Fact Book
② US BEA, SIFMA 2021 Capital Market Fact Book
③ 2022 H1 Tadokoro, R&T
④ 2022 H1 Tadokoro, R&T

【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＞

業種	件数	割合
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、電力・原子力)	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)	60件	1.2%
小売業	111件	2.2%
飲食業	105件	2.1%
娯楽・娯楽・娯楽・娯楽	295件	5.9%
娯楽・娯楽・娯楽・娯楽	60件	1.2%
対客向けサービス	88件	1.8%
その他の業種(医療、教育、その他)	141件	2.8%

(出所) SEC DERA (2018)

・レギュレーションDで私募又は小規模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
年間売上規模(試算)＞

前年度	売上(100万ドル)	割合
6年以上	30%弱	100.0%
4年～5年	10%弱	3.8%
2年～3年	4%弱	4.3%
1年	50%弱	9.7%
	100万ドル以下	19.7%
	100万ドル以上	62.6%

◇日本でも、一定割合の中小企業が、成長資金として、
エクイティを繰越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	割合
会社関係者以外による増資を行った企業	18%
経営陣やその家族、従業員等による増資	12%
銀行等金融機関からの借入(社債を含む)を行った企業	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) 中小企業庁の中小企業者1,892社に対するアンケート調査(2021年)

させるためには、小規模公募や私募の範囲拡大、店頭市場
の整備、クラウドファンディングの抜本拡充、マーケット
プレイスの設置促進、PTS電子市場の発展などが必須であ
ると語った。

世界の証券市場では、未上場株式市場で、成長企業が自ら
主体的に、多種・多様な投資家から資本を調達し、大胆に
成長投資を実施し、ユニコーンやさらにメガコーンを輩出
している。しかし、日本は、小規模公募(少額の募集)、
すなわち49人以下の小規模公募や1億円未満のみが自由で
ある。また、株式投資型ファンディングは年間50万円に
上限が限られている。2015年以降未上場株式市場の資金調
達額のニーズが急拡大しているにも関わらず、世界と戦う
ための資金調達を自ら矮小化したまま、環境変化への対応
を拒否してきた。共同提言書は、これを打破する内容であ
った。

その後、「参考2」の通り米国・英国・韓国と日本の現状
を明確にしつつ、2023年3月に、自民党の小委員会、政
府関係者も含めたところで、JNB提言として発表した。す
でに、米国ではSPACによる大型IPOが急増したが、日本
ではグロース市場があるので採用する必要がないとの意見
も提出されている。2023年10月以降、政府関係者から新
たな政策が打ち出されつつあるが、田所提言とはほど遠い。
未上場株式市場で企業主体が市場の自由な資金調達を行い、
成長企業群の創出によって世界の企業間投資競争の促進を
させるために、中間点としての次の提言をしている。

①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。

②スタートアップの創業者は、資金的な制約なく革新的で
大規模な事業を構想する。

③市場型エクイティ・ファイナンスは、成長資金を加速し、
企業間の投資資金を促進し、国全体の成長投資を最大化し、
経済成長を強力に推進する。

現在、日本の各大学は、地域の中高等学校と伴に社会的課
題の解決に貢献する仕組みを作りあげ、地方活性化の機運
は拡大している。しかし、大学や研究機関の知財に基づく
研究成果を実用化し、世界経済に貢献できるまでのテック
系ベンチャーの輩出が圧倒的に遅れている。資金調達面
における未上場株式市場で、投資家保護の元に数十億円の資
金をいかに自由に資金調達額が可能で、世界で戦える市場
を実現しないと、日本の有能な挑戦者ほど海外に逃避して
しまう。生成AIを含め経営環境の変化スピードは加速して
いることを忘れてはならない。なお、公益財団法人日本生
産性本部から、「未上場株式市場と成長企業ファイナンス」(田
所創著、2024年3月)が出版された。

【参考2】日本と諸外国の規制の比較-小規模公募、私募、クラウドファンディングの範囲

<p>(1)小規模公募は、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)</p> <p>(2)少数株主募集は、日本では動議先50名/社未満に限定 米国: 動議先無制限(購入者35名/社以下) 英国・EU: 動議先150名/社未満 韓国: 動議先50名/社未満(株式募集の基本情報の提供は「動議」とされる。人数制限なし) 中国: 動議先200名/社未満</p> <p>(3)適格投資家私募の対象の適格投資家は、 日本では、有価証券等10億円以上の法人又は個人 2022年7月に特定投資家私募を開始、企業は私募の取り扱いを 証券会社に委託。特定投資家・証券会社が承認する。 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</p>	<p>(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: 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: 少数株主募集200名/社以下の範囲 (投資額は無制限)</p> <p>(後援) ① 1ドル=110円、1ユーロ=151円、1ユーロ =130円、1ウォン=0.096円 (2021年10月平均TTM) ・特定投資家の範囲は、適格機関投資家に加え、政府機 関、上場会社、資本50万円以上の株式会社、外国法人、 証券会社等の承認を得た法人又は個人、個人の親戚。 1) 純資産及び投資性資産が5億円以上かつ投資経験1年 以上、2) 純資産又は投資性資産が5億円以上かつ年収1 ,000万円以上、投資経験1年以上の特定の知識を有す る(金融業界経験者、経済学知識、中小企業診断士等)</p>
--	--

©2022 H1 Tadokoro, R&T

(2023年7月10日制度委員会)

【松田修一オブザーバーのコメント】

2023年7月10日は、独立行政法人経済産業研究所コン
サルティングフェローの田所創氏をお招きし、「日本の未
上場株式市場における課題と解決について」を伺った。

田所氏の研究をベースに、2021年のJasveとJNBとの
共同提言書を作成し、政府関係者や政治家等に説明に回った。