

提言

日本版ピンクシートマーケットの創設

= 諸外国に大きく遅れてしまった日本の未上場株式市場の今後の発展の段取り =

2022年11月11日 公益社団法人日本ニュービジネス協議会連合会

会長 池田弘

政策提言委員会委員長 松田修一

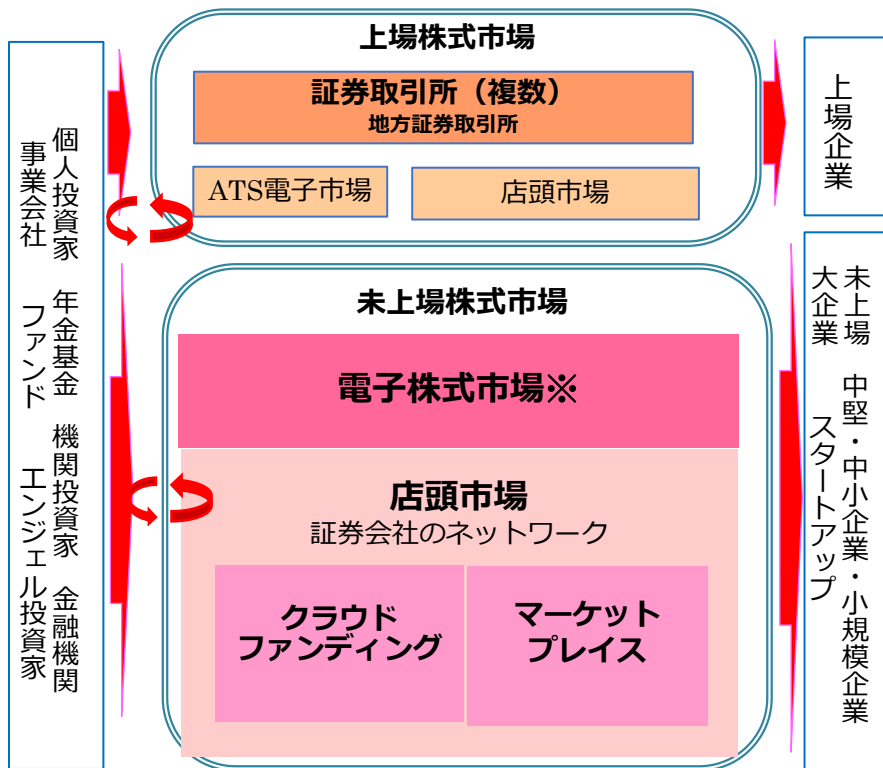
1. 新しい資本主義の政策目標はリスクマネー供給の拡大にとどまらない。むしろ、「成長企業の資本調達」と「一般投資家の成長企業投資」の自由かつ安全な環境創出にある。
2. 成長企業が未上場株式で資本を集めるプライマリー市場が発展してこそ、投資家どうしが売買するセカンダリー市場も発展する。両方の市場が機能すれば、成長投資が増加し、企業の成長に貢献した個人の資産も拡大する。
3. まず、証券会社間の店頭市場をITを使った投資家保護のもと発展させる。証券会社の分厚い顧客網と顧客の資産・内部留保を企業の成長に動員する。
クラウドファンディングを抜本拡充し、マーケットプレイス、PTS電子市場などを解禁し、ブロックチェーンを活用したプラットフォームを使って発展させる。
4. これらの市場をオンラインで一体化させ、デジタルによる次世代の資本市場—日本版ピンクシートマーケット—を発展させる。DXを駆使して、企業と投資家主体の自由で安全・安心の市場取引を盛んにし、諸外国に追いつき追い越す。

現状 1：未上場株式市場が発展する米国等主要国、未発展の日本

- 米国を先頭に、英国、EU、中国、韓国等の諸外国では、資本市場改革が進み、未上場株式市場が発展する。日本だけが未上場株式市場が未発展のままである。
- 諸外国の成長企業の経営者は、優れた事業計画であれば、市場で多くの投資家から資本を集めることができるので、数十億円規模からの成長投資を検討する。
- 日本の経営者は銀行融資限度額の数千万円から数億円で事業を考えざるを得ない。

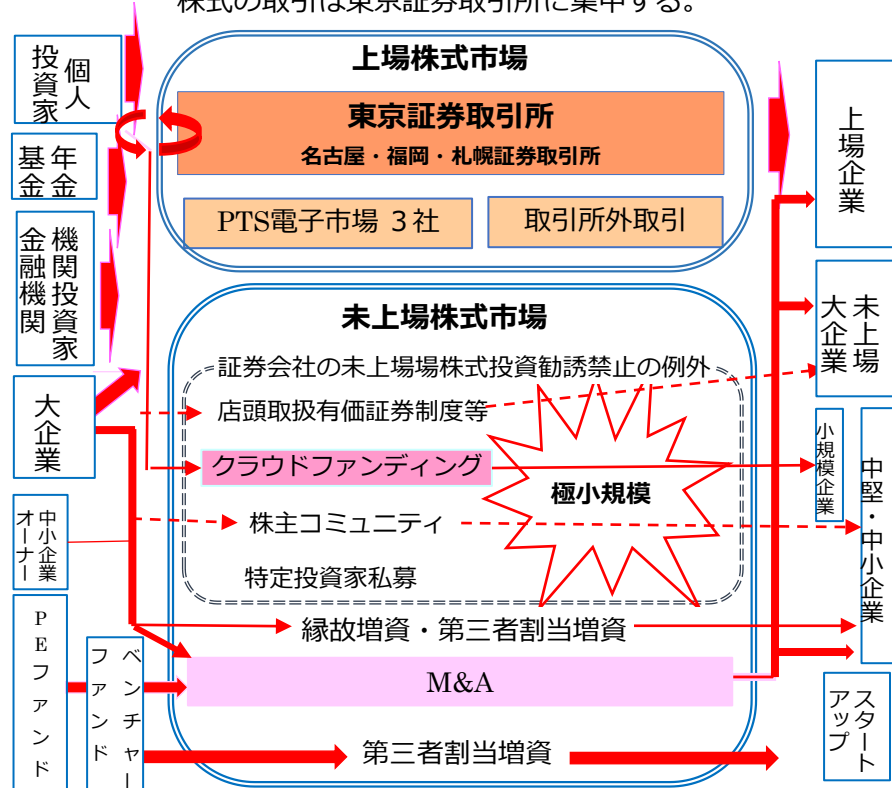
<米国、英国、EU、中国、韓国等の株式市場>

以下の各種タイプの市場が国ごとに複数・多数存在する。



<日本の株式市場の構造>

株式の取引は東京証券取引所に集中する。

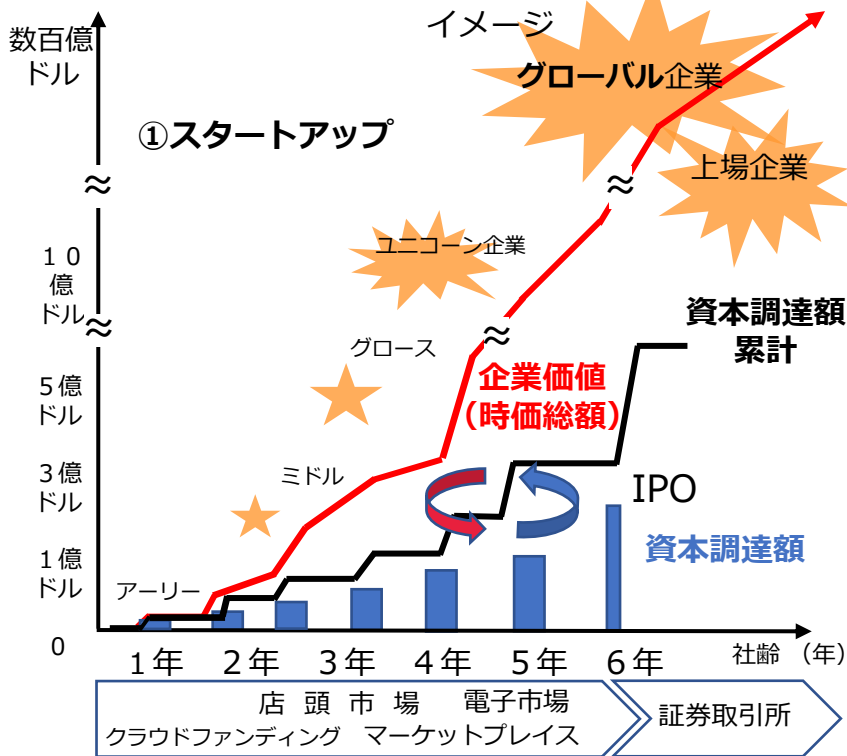


※ 米国では、自由な資本市場を象徴するピンクシート (未上場株式の価格情報誌) が各種ルールの下で、全米の証券会社の店頭市場を統合する米国最大の電子株式市場「OTC Markets」に発展している。

→ : プライマリー取引等での資金の動き
 ↻ : セカンダリー取引 (投資家間売買) をイメージ

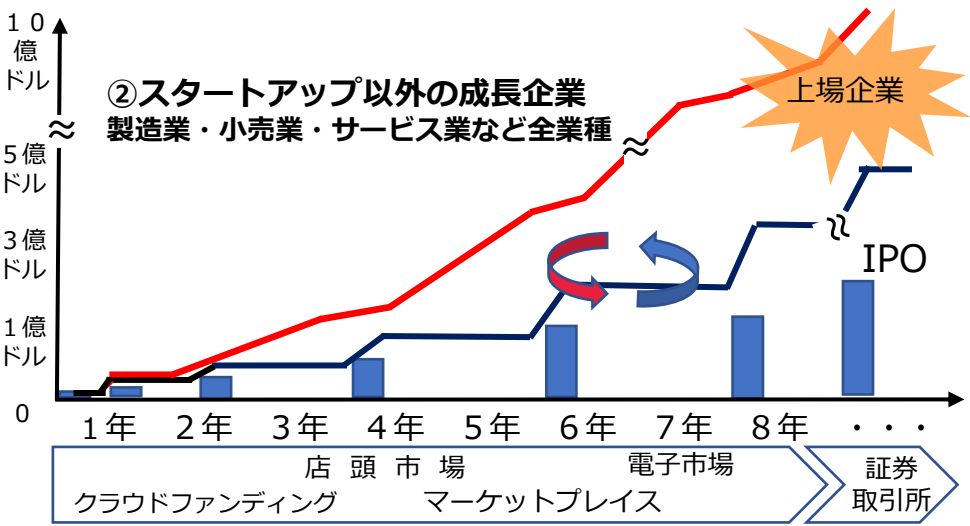
現状 2：未上場株式市場の成長投資増と個人資産拡大の好循環

<米国等主要国での未上場企業の資本形成>

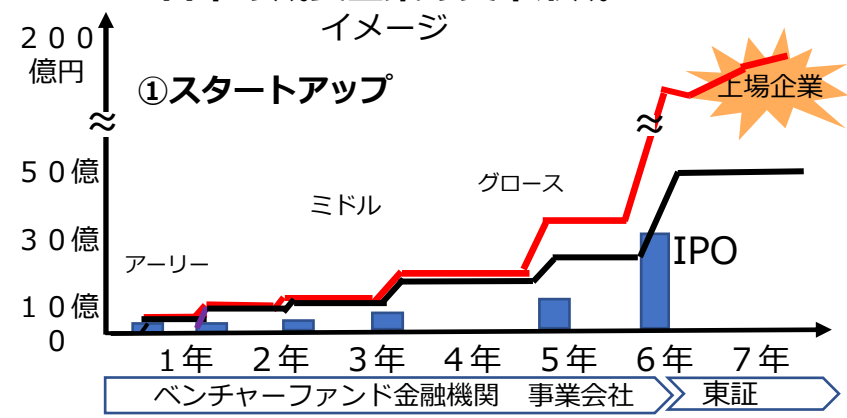


・未上場株式市場では、企業の資本調達額の増加と、株価上昇、時価総額・投資家資産の拡大の好循環が企業成長を加速する。

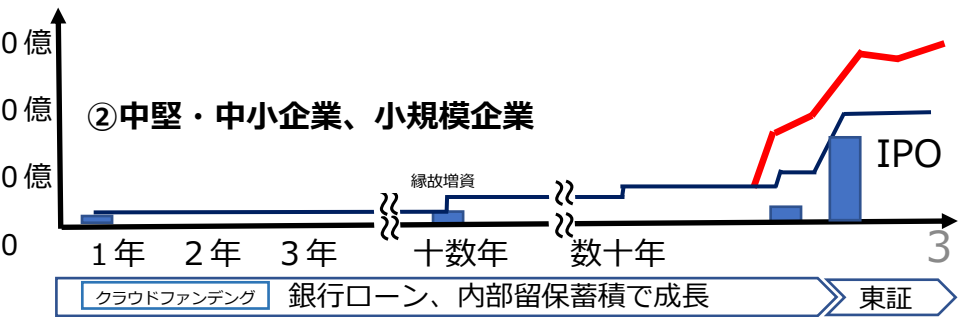
⇒スタートアップがユニコーン企業へ、中小企業が大企業へと育ち、上場してグローバル企業を目指す。



<日本の成長企業の資本形成>



・日本では、市場の成長加速効果がなく、ユニコーン企業数は著しく少なく、中小企業の成長も停滞。成長の果実を得られるのは、未上場の時に投資した一部の投資家となる。



現状3：日本は、企業が未上場株式を購入する投資家を募集することを厳しく規制する。流通させることもできない。

- 米国等の主要国では、企業が主体的に未上場株式を発行して、募集活動をして、資本を調達する。個人投資家も成長企業の未上場株式への投資で資産を拡大する。
- 日本では下表のように規制が厳しく、未上場企業が自由に投資家を募集して資本を調達できない。証券会社が未上場企業の増資を手伝い、投資勧誘することも原則禁止される。
⇒企業の発行募集が停滞し、内部留保を抱える大企業・中堅企業のもとにM&A案件は多数現れるが、成長企業の増資案件はほぼ来ない。一般投資家が未上場株式に投資する機会はクラウドファンディングのみ。

未上場株式を募集制度とその範囲		日本	米国	EU	韓国
小規模公募 ※1	募集額上限	1億円未満 (1,000万円以上に有価証券通知書(非公表)の提出義務)	82億5,000万円以下 (フォーム1-Aによる簡単な開示義務)	10億円以下 (各国で簡素な開示義務を定める)	9,800円未満 (一定の開示義務あり)
少人数私募 ※2	勧誘先数	49名以下	勧誘先無制限 (購入者35名以下)	150名以下	49名以下 (募集条件等の公表は勧誘とされず)
適格投資家 私募 ※3	資産規模	・法人・個人ともに有価証券残高10億円以上(適格機関投資家) ・証券会社に私募を委託すると、証券会社の承諾の下、法人は制限なし、個人は金融資産が3億円以上(特定投資家)	・法人： 総資産5億5,000万円以上 ・個人： 住居以外の資産 1億1,000万円以上	投資資産 ・法人： 2億6,000万円以上 ・個人： 6,500万円以上	投資資産 ・株式会社： 4億8,000万円以上 ・個人：4,800万円以上

※0 換算レートは、1ドル=110円、1ユーロ=130円、1ウォン=0.096円(2021年間TTM)

※1 日本以外の国では、小規模公募に一定の開示義務があり、投資家保護の下、未上場株式が投資対象となる。

※2 中国では、勧誘先200人以下の少人数私募がある。

※3 日本では適格機関投資家と特定投資家が適格投資家に該当する。適格機関投資家は、機関投資家及び有価証券残高10億円以上の法人・個人等(金融庁長官への届出が必要)。特定投資家は、適格機関投資家に加え、国等、法人、金融資産3億円以上の個人等(資本金5億円以上の株式会社以外の法人及び個人等は証券会社の承諾が必要)。

提言 1：私募の拡充と店頭市場（OTCマーケット）の創設

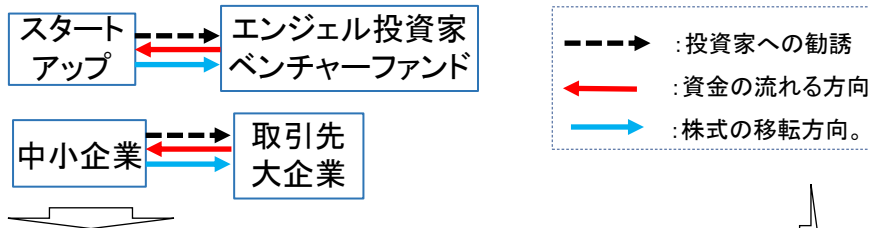
● 適格機関投資家と特定投資家の範囲を諸外国の適格投資家並みに拡大。

- 適格機関投資家の範囲の拡大
法人・個人とも有価証券残高10億円⇒ 法人は金融資産3億円以上、個人は金融資産1億円以上（個人が適格機関投資家になるときの金融庁長官への届け出、氏名・居住市区町村の公表を廃止）
- 特定投資家の範囲の拡大
株式会社 資本金5億円以上 ⇒ **金融資産1億円以上**
個人投資家 金融資産3億円以上 ⇒ **年収2,000万円以上**
- 投資家の未上場株式投資をエンジェル税制、オープンイノベーション税制の拡充等で支援し奨励する。

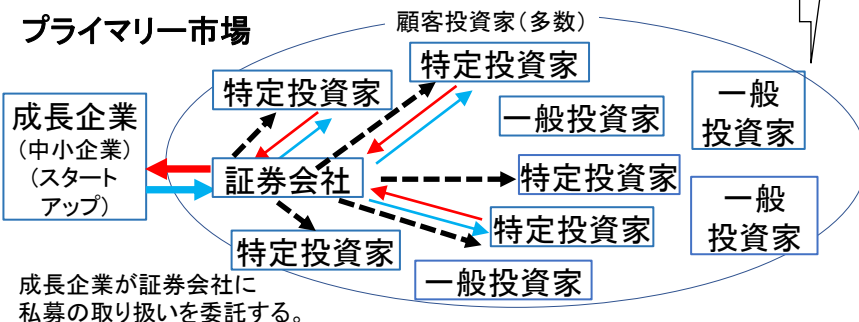
● 証券会社を経由した転売・流通の仕組み(店頭市場)を整備。

- 証券会社の投資勧誘を解禁。** 旧グリーン・シート市場を参考に、証券会社間の取引ルールを整備。
⇒各証券会社が、オンラインで各社の顧客網に情報発信して、全銘柄の募集・売買情報を共有。
- 市場価格で転売できれば、個人・企業の未上場株式への投資が拡大。年金基金もファンドへ投資できる。
M&A価格も透明となり、日本でも成長企業のSPAC上場が十分実現可能となる。

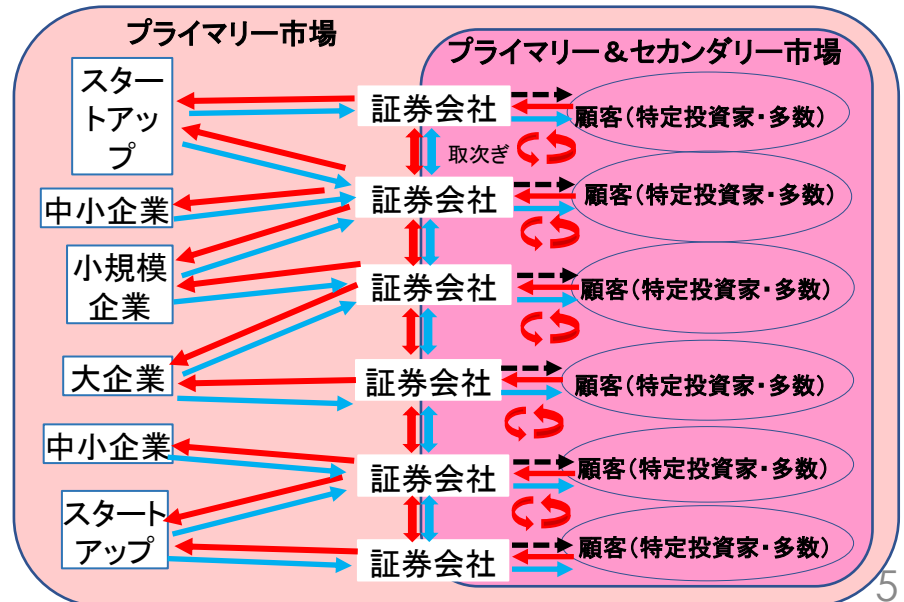
1) 現状: 相対取引・第三者割当増資



2) 特定投資家私募(2022年7月開始)

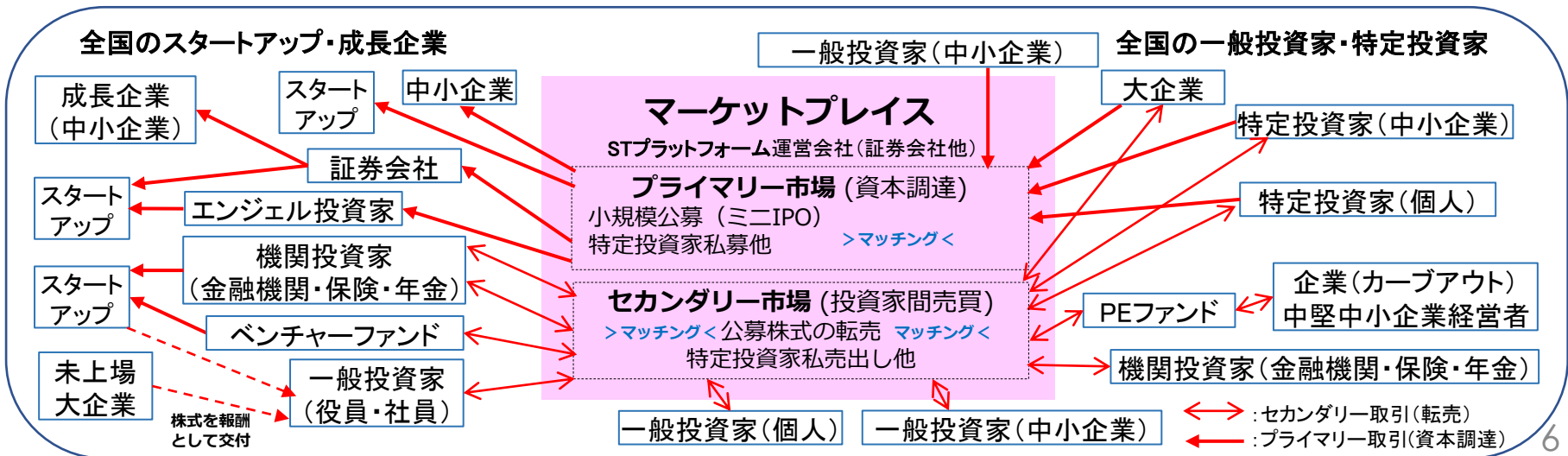


3) 店頭市場 (OTC マーケット)



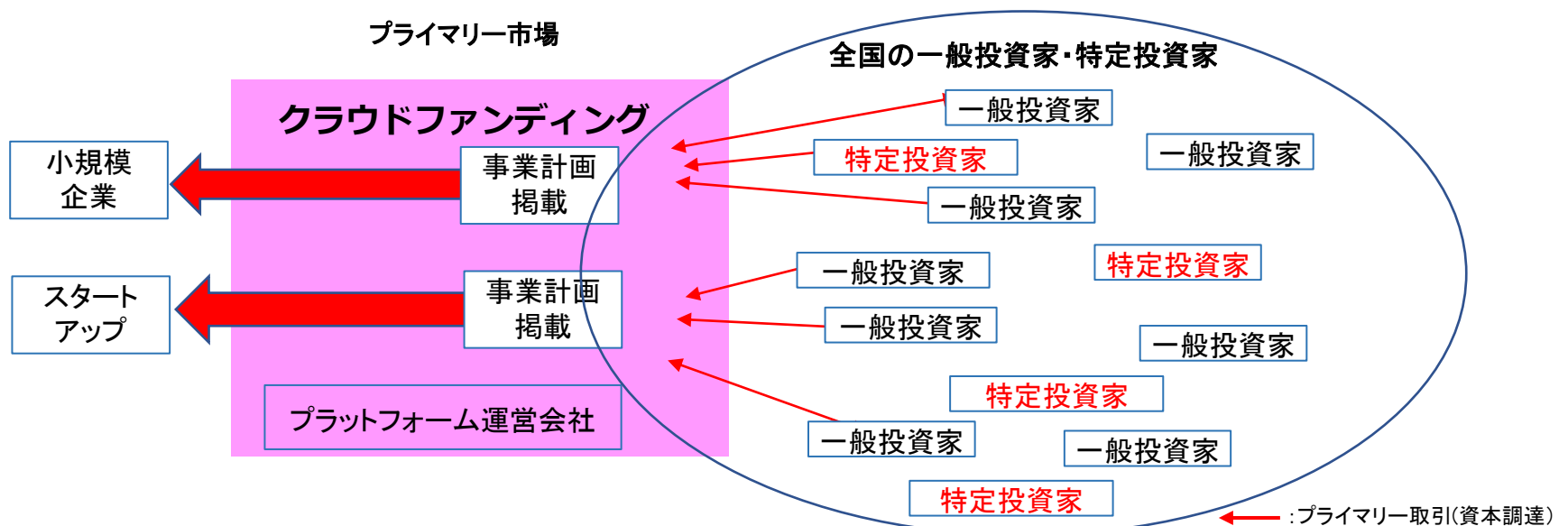
提言 2：未上場株式マーケットプレイスの解禁

- 証券会社がマーケットプレイス(MP)を設置・活用することを自由化する。
 - ・PTS(代替的市場)の認可対象を自動オークションによる市場的取引に限定し、MPを除外する。
 - ・証券会社は、MPを運営し、企業の募集の審査を行い、特定投資家を(承諾し) 集め、マッチングする。
- MPでの私募・私売出の募集・勧誘活動を解禁。
 - ・**勧誘先を適格機関投資家、特定投資家、一般投資家49名未満に限定⇒勧誘先無制限、購入者を限定。**
 こうしてインターネット等での勧誘活動が可能となる。
 - ・特定投資家私募は、MPで企業自ら募集すること(自己募集)を解禁する。特定投資家私募・私売出しでの個人投資家等への勧誘を、第1種証金商事業者(証券会社)に委託する義務を廃止する。
- MPでの小規模公募の募集額上限を1億円から10億円に拡充(ミニIPO)。
 - ・**1億円未満(開示なし)⇒10億円以下(当面EU並み) 将来的には米国並みの80億円以下(開示あり)。**
 - ・募集額に応じ簡素化した会社情報を、規制当局の認証の下で開示(監査意見書不要)。
- IT・DXによる規制履行・監視の効率化と投資家保護の確保。
 - ・未上場株式の取引をデジタル化・オンライン化して、低コストで確実な事後監視型規制に転換する。
 このときセキュリティ・トークン(ST)等のブロック・チェーンのプラットフォームなどの活用を図る。



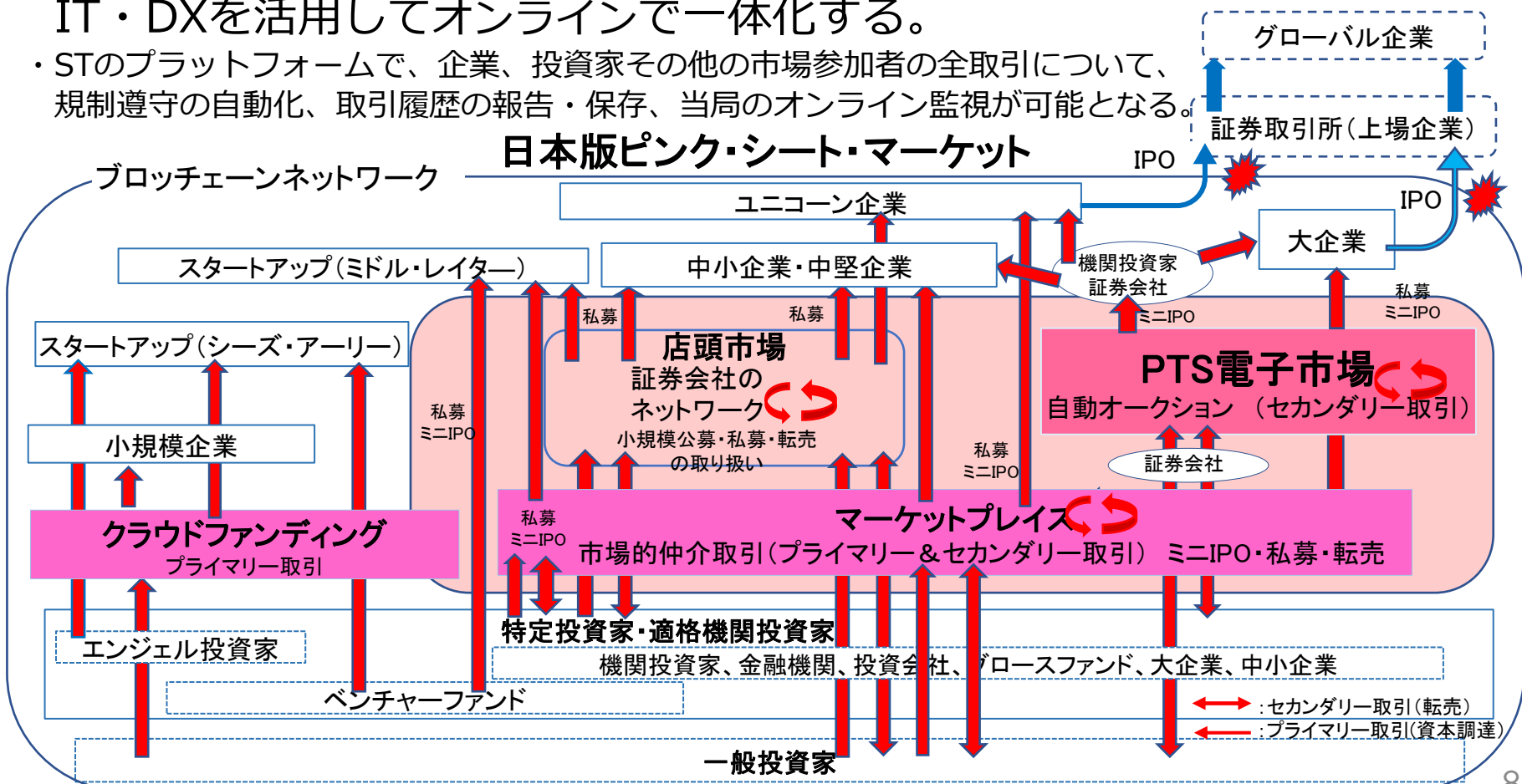
提言 3 : 株式投資型クラウドファンディングの抜本拡充

- 諸外国では、株式投資型クラウドファンディング(ECF)が、無名の成長企業が事業資金を集める機会と、一般国民が未上場株式に投資する機会を提供する場として機能している。
- 日本でも、ECFを諸外国並みに抜本拡充し、成長企業の本格的な資本調達の間と良質の投資の間を創出する。
 - ・ 企業1社の募集額：**1億円未満**／年 ⇒ **5億円以下**／年
 - ・ 投資家1人の投資額上限：**最大50万円**／1社・1年 ⇒ **最大2000万円**／年
特定投資家は無制限
 - ・ 審査基準の軽減・明確化と調達コストの削減：開示資料をフォーマット化・簡素化、監査証明書は不要とし、調達手数料率の現状の**15~20%**から**5~10%への**引き下げを可能とする。
 - ・ 店頭市場・マーケットプレイスを発展させ、ECFの投資家の転売を可能とする。



提言4：日本版ピンク・シート・マーケットへの発展

- 流通する未上場株式の増加後、成長企業向け**PTS電子市場**を整備する。
 - ・ 私募で購入した未上場株式の譲渡制限を解除して公募する仕組みを整備。流動性の高い市場を整備して、成長したユニコーン企業や大企業が、上場して、グローバル企業を目指すロケットIPOの発射台とする。
- PTS電子市場、店頭市場、マーケットプレイスとクラウドファンディングが、IT・DXを活用してオンラインで一体化する。
 - ・ STのプラットフォームで、企業、投資家その他の市場参加者の全取引について、規制遵守の自動化、取引履歴の報告・保存、当局のオンライン監視が可能となる。



参考資料：日本ニュービジネス協議会連合会、日本ベンチャー学会共同提言「しなやかな日本づくりのためのプライベートマーケットの整備—中小企業・ベンチャー企業の成長支援に資する 国内未上場株式の市場の整備について—」（2021年）。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—」（2022）他。