

政策提言「スタートアップ育成の為の 非上場株式市場の規制緩和」の件

《日本の未上場株式市場の発展の方向について》

I. 日本版ピンク・シート・マーケット構想のポイント

II. 日本の未上場株式を巡る規制の問題点と市場整備の考え方

III. 改革要望事項(1.~9.)

令和5年3月17日

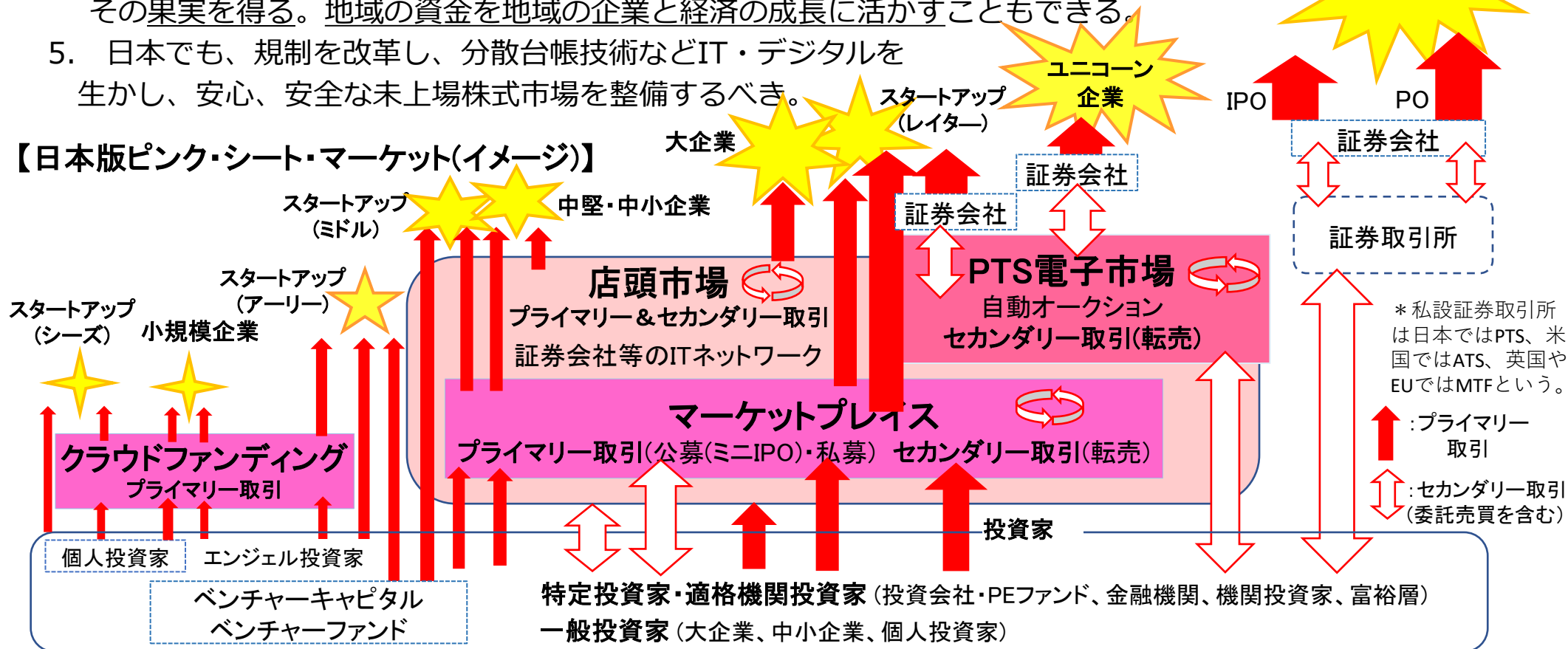
公益社団法人日本ニュービジネス協議会連合会

日本版ピンク・シート・マーケット構想のポイント

—世界を目指す日本のユニコーン輩出と地域発大企業の創生・経済成長を同時に創出する—

1. 未上場株式市場は、米国を先頭に英国、EU、中国、韓国などの主要国では、企業成長・経済成長の基盤として発展させているが、日本では大きく遅れている。
2. 市場では、成長企業が、多くの投資家から成長段階に応じて必要な多額の資本(エクイティ)を調達する。企業が成長する見込みが高まると、市場で株価が上がり、投資家の資産が拡大し、次の調達額も拡大する。時価総額が拡大し、ユニコーン企業に成長する。
3. 市場でエクイティを調達して、小規模な企業でも大企業と戦える大規模な投資を実施する。既存企業を含む企業間の設備投資競争が起こり、生産性向上、企業成長、雇用増・賃金増、個人資産拡大によって、国全体の経済が成長する。
4. 中小企業経営者など目利き能力のある一般投資家が、リスクを負って企業の成長に貢献し、その果実を得る。地域の資金を地域の企業と経済の成長に活かすこともできる。
5. 日本でも、規制を改革し、分散台帳技術などIT・デジタルを生かし、安心、安全な未上場株式市場を整備するべき。

【日本版ピンク・シート・マーケット(イメージ)】



未上場株式の規制と市場整備の考え方

1. プライマリー市場とセカンダリー市場

- ・ **プライマリー市場**：企業が株式を発行し、多数の投資家を募集・勧誘し、資本(エクイティ)を調達する市場
 - ・ **セカンダリー市場**：投資家が企業から購入した株式を、投資家間で売買する市場
- ⇒未上場株式市場が発展するためには、この両方の市場をバランスよく発展させることが必要。

2. プライマリー取引の規制の仕組み

- ・ **株式の公募**：企業が株式を発行し、複数・多数の投資家を募集して、購入を勧誘すること。
- ・ **開示義務**：株式の公募をする企業は、原則、開示義務が課されて、大量の会社情報、監査付きの財務諸表を、募集開始前、毎年・四半期・臨時に、規制当局を通じ公表する。費用負担が重く、一定規模の大企業にならないとできない。株式の公募は、費用対効果を考えて、通常、上場して証券取引所で行われる。
- ・ **免除取引**：**小規模公募**(調達目標額が一定以下の少額の募集)、**少人数私募**(一定の少人数への募集)や、**適格投資家私募**(一定の投資能力のある投資家への募集)では、開示義務が免除又は軽減・簡素化されて、小規模な企業でも株式の募集・勧誘ができるようになる。
- ・ **簡素な開示義務**：免除取引の場合に、小規模な企業でも負担可能な簡素な開示を、募集前と毎年定期的に義務づけること。こうすると未上場株式も企業の資金調達手段となり、一般投資家の投資対象となる。
⇒主要国では、簡易な開示義務を課しつつ免除取引の範囲拡張(未上場株式の取引の自由化)が進む。

3. 日本の未上場株式の規制の課題

- ・ **免除取引の範囲が狭く、発行企業は必要な額のエクイティの調達ができない。**
金融商品取引法の免除取引の範囲が「1億円未満の募集又は49人以下への勧誘」など、極狭い(後述)。
- ・ **証券会社が投資銀行として発行企業の資本調達を支援し、顧客に投資勧誘することが禁止されている。**
証券会社は、業界規則で未上場株式の仲介等の投資勧誘が原則禁止される。発行企業は、証券会社を通じてその顧客網に投資勧誘をすることができず、自ら投資家を見つけなければならない。
⇒企業が目標額を調達できる見込みが立たず、エクイティファイナンスが資金調達の選択肢とならない。
- ・ **未上場株式の募集をする企業に開示義務がない。**
⇒投資家保護は不十分。投資家は情報開示のない株式に、証券会社を介さずに投資し、転売することになる。
- ・ **未上場株式の取引にオンラインプラットフォームの活用が事実上禁止(PTSの認可対象)されている。**
電子システムを用いた小規模な証券取引所であるPTS(証券会社が開設)の認可対象が幅広く、証券会社が提供するプラットフォームで複数の投資家が交渉することも該当し得る。
⇒マーケットプレイスが開設できない。店頭市場の取引でのIT活用ができない。

改革要望事項

◎ 免除取引の範囲を広げ、日本のプライマリー市場を成長企業主体に起動させる。

1. 小規模公募(少額の募集)の上限を1億円(未満)から10億円~20億円に引き上げる。

⇒実現可能な優れた事業計画であれば、簡素な開示義務のもと(後述)、成長企業が、店頭市場やマーケットプレイスで、必要な額のエクイティを、多数の投資家から調達することができる。

米国：7,500万ドル(1ドル110円換算で82.5億円)、ミニIPOと呼ばれる。

EU：10億4,000万円以下。

2. 株式投資型クラウドファンディングを抜本的に拡充する。

・募集上限を1億円(未満)から、5億円に引き上げる。

・投資家の投資上限を1年間1社につき50万円から、1年間に投資家1人最大1,000万円、年収又は純資産の10%又は100万円のいずれか大きい額に拡大する。

募集額上限

投資上限

米国：500万ドル(5億5,000万円)

純資産又は年収の10%~5%、最大10万7,000ドル(1.177万円)

英国：10億4,000万円、

所得・資産の小さい投資家のみ投資可能資産の10%

韓国：募集上限3億円弱、

投資額上限収に応じて最大192万円

3. 少人数私募の対象を「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。

⇒募集・勧誘でインターネット等の広告宣伝の活用を可能とする。

米国：私募の対象制限は、「勧誘先」でなく「購入者」。

英国・EU：150人まで勧誘可。 中国：200人まで勧誘可。

韓国：発行企業が募集案内を広く発信することは可能。その後、関心を表明した者のうち49名に勧誘可。

4. 適格投資家(適格機関投資家と特定投資家)は、現状、機関投資家や大企業、超富裕層にほぼ限定されているが、これを中小企業や一定の資力のある個人に拡大する。

金融庁長官への届け出・公表や証券会社の事前の承諾制は廃止し、発行企業又は証券会社に取引実行時の確認義務を課す。

日本の特定投資家：資本金5億円以上の株式会社、証券会社が承諾した個人(金融資産3億円以上) など

米国：法人は総資産5億5,000万円超、個人は住宅以外の資産1億1,000万円超

EU：法人は運用資産2億6,000万円以上など、個人は投資資産6,500万円以上など

改革要望事項(続き)

◎ 免除取引を広げるときに、簡素な開示義務を徹底し、また、証券会社が未上場株式の取引を仲介して、投資家保護を確保する。

*1,000万円以上1億円未満の少額免除に有価証券通知書(非公表)の提出義務がある程度。

5. 簡素な会社情報の開示を、投資家保護のため*小規模公募、少人数私募についても義務付ける。

開示書類のフォーマットを定め、作成を容易にしつつ、少人数私募、クラウドファンディング、小規模公募の順に、段階的に開示情報を厚くする。監査意見書の添付は不要とする。

6. 証券会社(第1種金融商品取引業者)が未上場株式の投資勧誘を行うことを解禁する。

⇒ 証券会社が、投資銀行として成長企業の募集・勧誘活動を支援するため、自らの顧客網を提供するとともに、積極的に発行企業と投資家、投資家間を仲介し、適正な取引を確保する。

7. PTS(私設証券取引所)の認可対象をコンピューターシステムで自動的に売りと買いの注文が結び付けられる場合に限定する。

⇒ PTSの認可なくとも、証券会社によるマーケットプレイスの開設、クラウドファンディングがセカンダリー市場を併設することを可能にする。

*アメリカで盛んなセカンダリーマーケットはマーケットプレイスが発展し、私設証券取引所の登録を得た電子市場。大量の従業員株式の買い集め・転売などを行う。

◎ 既存の制度を改善してセカンダリー市場を発展させる。

8. 特定投資家私募制度のセカンダリー取引である特定投資家私売出しを制度化する。

⇒ 特定投資家私募・私売出しを、成長企業の株式の店頭市場(OTC市場)に発展させる。
当面は、ベンチャーファンド、スタートアップの経営者・従業員、中小企業の既存株主などの持ち株などの流動性を高めるセカンダリー市場に発展させる。

9. 株主コミュニティにおける運営会員(証券会社)による新規会員勧誘を解禁する。会員間で転売する買い手を探すときにプラットフォームを用いることをPTSの認可の対象外とする。

⇒ 株主コミュニティとは、未上場企業の既存の株主を中心とした会員制の取引の仕組み。この中では証券会社が少人数私募により投資勧誘をすることが解禁されている。

なお、**東京プロマーケット**(東証に開設されている特定投資家間のセカンダリー市場)についても、ここに上場する前に、特定投資家私募や私売出しで株主数と流動株式を増やし、価格を形成する仕組みが必要。