

—成長加速型資本市場改革—

プライベートエクイティマーケット

日本の未上場株式市場

仮称) オレンジマーケット創設に向けた 制度改革のお願い

未上場企業が証券会社の仲介で一般投資家から資本(エクイティ)を調達できる
草の根・市井の店頭市場を整備し、日本にも未上場株式市場を発展させる

1. 少額公募・クラウドファンディングの募集額上限を1億円→5億円に戻す
2. 会社内容説明書(開示書類)の大幅簡素化による証券会社の仲介機能の活用
3. 特定投資家の範囲の拡大(富裕層全般、企業経営経験者の追加)



2025年6月18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

【問題の所在】

1. 我が国では、未上場株式市場が未発達のため、大企業やその子会社から、中小企業・スタートアップに至るまで、資本（エクイティ）の調達が極めて困難です。

その結果、企業の人材・設備・システムへの成長投資が不足し、生産性は上がらず、企業の成長も停滞します。地域の投資家の資金を地域の企業が活用できません。このままでは、国際競争力の低下と経済成長の低迷が一層深刻化します。

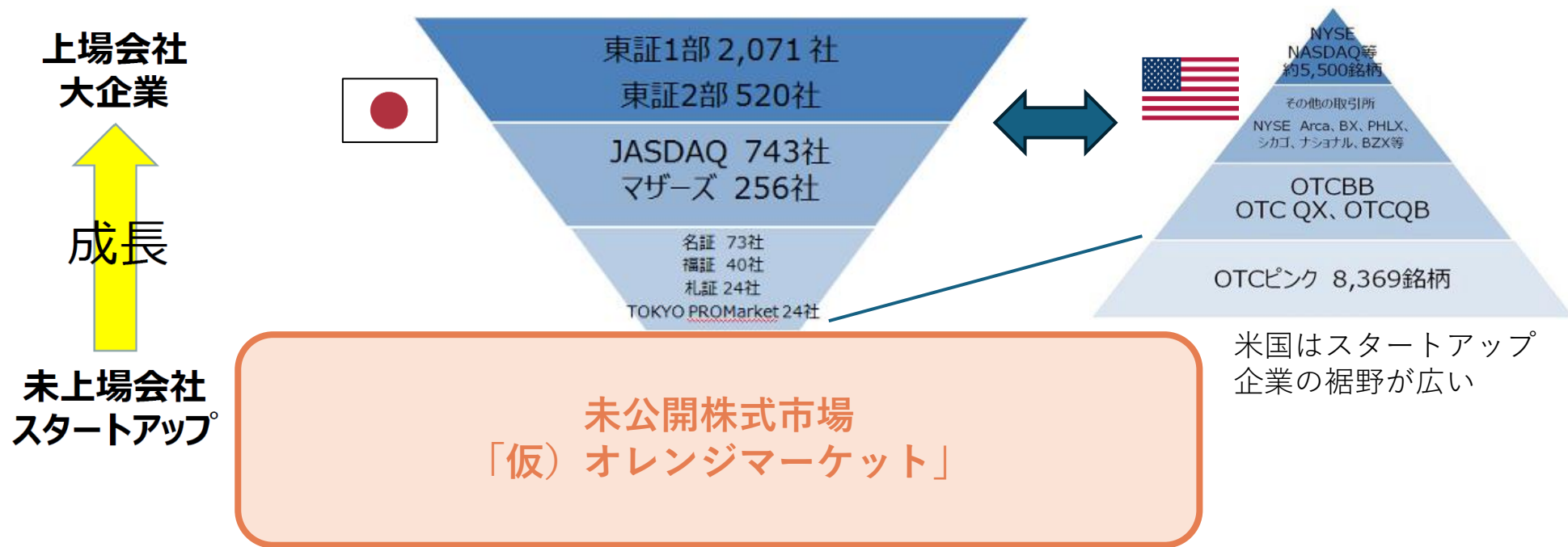
2. 米国、英国・EU、中国、韓国、インドなどは、未上場株式市場を成長基盤として発展させ、エクイティ主導の経済成長を実現しています。これらの国々では、個人を含む多様な投資家が参加する効率的な資本市場が構築されております。企業は、市場から成長段階に応じて、十分な資本を調達できます。

事業リスクに応じて、資本に加えデット(融資)の調達も可能となり、人材、設備、システムへ十分に成長投資を行い、自己資本利益率 (ROE) も向上します。

3. JNB では、日本の市場型直接金融を抜本的に拡充すべく、オレンジマーケット* (仮称) の創設を提案します。

この市場は、大小の証券会社が運営するオンラインのプライマリー（発行募集）とセカンダリー（投資家間売買）の店頭市場と、代替的証券取引所から構成される未上場株式の新たな市場です。

仮称・オレンジマーケットのイメージ



米国の株式市場は、将来の成長企業であるスタートアップ企業などの未上場会社の株式を多数取り扱い成長資金を供給が来ている。

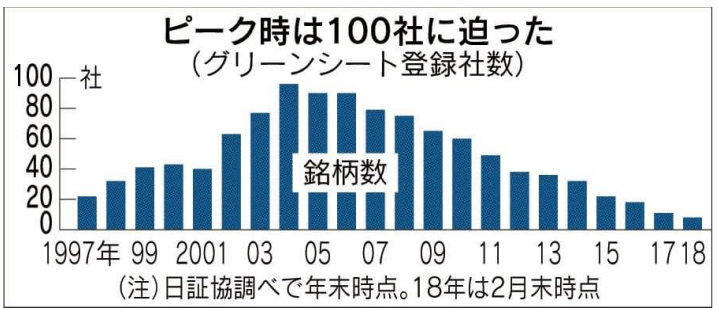
一方、日本の株式市場はではほとんど取り扱っていない。

これは、スタートアップ企業が株式市場から資金調達するのが困難であることを示している。
こうした環境では、次世代の柱であるユニコーン企業が生まれにくい。

日本にも、未公開株式を証券会社や多数投資家が参加でき、未公開スタートアップ企業が資金調達を可能とする、新たな株式市場が必要と思います。

* オレンジは、暖かさ、明るさ、元気、情熱を象徴する色であり、日本企業の希望と挑戦を表現している。

参考：かつて日本に未公開株式市場【グリーンシート】が存在した。1997年～2018年



米国は資本市場の裾野が広い
(上場・非上場銘柄数の日米比較)

	米 国	日 本
上場株市 場	ニューヨーク：2291 ナスダック：2957	東証：3602 (うち新興市場：1013)
非上場株市場	O T C：1万超	グリーンシート：8 株主コミュニティ：17

(注) 米上場市場は世界取引所連盟調べで1月末時点、O T Cは直近。日本は2月末

「グリーンシート」終幕
非上場株取引20年 新市場整備で登録激減

日本経済新聞

※2018年日本経済新聞より抜粋

2018年3月14日 2:30 [会員限定記事]

日証協が市場開設時にお手本としたのは、米国の店頭市場（OTC）の一つの「ピンクシート」だ。米OTC市場は今でも全体で1万以上の銘柄登録があり、仮想通貨「ビットコイン」関連銘柄が活発に取引されるなど、一定の存在感を示している。

日本ではなぜ利用が広がらなかったのか。

「05年の制度改正で、適時開示義務を入れたことに尽きる」。野村総合研究所の大崎貞和主席研究員は指摘する。信頼性向上を狙った措置だったが、情報開示負担は取引所上場と変わらなくなった。上場基準の緩い新興市場も相次ぎ開設され、グリーンシートを選ぶ理由は乏しくなった。

非上場企業の資金調達ニーズは存在する。 ネットで小口出資を募る仕組み「株式投資型クラウドファンディング」では17年の調達総額が約5億円に上った。DANベンチャーキャピタルの出縄良人社長は「自己資本比率を改善したい地方企業の関心が高い」と話す。

全国で380万社超とされる民間事業者のうち、上場会社は一握りにすぎない。起業家へのマネー供給に加え、今後、中小企業のオーナー社長の引退が相次ぐことに備え、非上場株を容易に換金・流通できる場があった方がよい。
資本市場の裾野を広げるには、証券界を挙げた取り組みが欠かせない。

【改革提案①】

1. 少額公募・クラウドファンディングの上限額を1億円から5億円へ引上げ

※クラウドFの上限は5億円となったが、1億円を超過した時点で有価証券取引書の提出が必須となり、実質的に規制緩和になっていない。

- ・少額公募（簡易開示義務なし）の上限が現状、1億円未満に据え置かれています。1988年に5億円まで拡大したものの、1998年のグリーンシート市場開設時に1億円まで低下。2018年の同市場の廃止後もそのまゝの状態が続く。まずは上限 1 億円 → 5億円に戻す金融商品取引法の改正をお願い申し上げます。いずれは欧米並みの引き上げを期待致します。

【参考】

- ・米国では1960年代に30万ドル、90年代には500万ドルと、段階的に引き上げられ、現在は7500万ドル（約110億円）です。
- ・EUでは800万ユーロ（約12億円）です。

【改革提案②】

2. 会社内容説明書(開示書類)の大幅簡素化による証券会社の仲介機能の活用

- ・ 少額公募や勧誘先が50名未満に限られる少人数私募において、発行企業が証券会社に投資家への仲介を依頼する場合、日本証券業協会の規則で**会社内容説明書の作成**と証券会社による説明が義務付けられています。

会社内容説明書は有価証券報告書と同程度の詳細な記載が求められ、監査意見書の添付も必要のため、作成コストが非常に高く、発行企業が証券会社の顧客網を通じた投資家への仲介・勧誘を活用できません。

このため、発行企業は自ら、縁故・第三者割当て個別交渉する以外に資本を調達する方法がありません。



- ・ 日証協規則を改正し、会社内容説明書の記載項目を、株価などの募集条件と企業の基本情報に限定し、監査も不要としたい。作成コストを大幅に引き下げ、企業が証券会社を通じて多数の投資家から資本を調達できるようお願い申し上げます。
- ・ 併せて投資家保護のため、少人数私募で募集条件を公表できるようお願い致します。

【改革提案③】

3. 特定投資家の範囲の拡大（富裕層全般、企業経営経験者の追加）

- ・ 私募の対象となる特定投資家は、機関投資家やプロ投資家に限られています。
これに、主要国並みに、純資産1億円または年収2,000万円以上の富裕層個人と、年収1,000万円以上の企業経営経験者を加えるよう、金商法の内閣府令の改正をお願い申し上げます。
- ・ 日本では、特定投資家への私募で、証券会社の説明義務などが緩和されています。
富裕層を対象にするときには、証券会社に顧客の最善利益の原則などを適用することで、投資家保護を強化する必要があります。

※「顧客の最善利益の原則」とは、金融商品・サービスを提供する金融機関や金融事業者が、自社の利益や都合よりも、顧客の利益を最優先に考えて業務を遂行すべきであるという、極めて重要な行動規範です。

以上の提案①②③は、投資家保護を弱めるものではなく、むしろ強化するものであり日本でも十分実現可能です。所管省庁に対して、速やかな制度改正の実現を強くご指導いただきますよう、心よりお願い申し上げます。

ニュービジネス協議会・新潟におけるベンチャーファンド組成の動き

- ①NBCエンジェルファンド1号設立 2009年11月組成
 金額：49M
 投資対象：エンジェル税制対象企業
 → エンジェル税制の優遇を受けたファンド。
 → 東京ニュービジネス協議会会員メンバーを中心に組成。
 ※東京NBC会員企業の（株）エルテスに投資し、
 2016年東証マザーズ上場。

- ②地方創生新潟1号ファンド組成 2016年6月組成
 金額：1,810百万円
 投資対象：新潟の地方創生に資する企業への投資
 → **旦那ファンド**として地方で初の「企業のベンチャー投資促進税制」制度を活用したファンド
 → 本税制は平成31年3月31日に期限が到来し終了。

- ③地方創生新潟2号ファンド組成 2023年9月組成
 金額：1,500百万円
 投資対象：新潟の地方創生に資する企業への投資
 → 税制優遇なしで、独立系ベンチャーファンドを組成。

