



# 日本版ピンクシートマーケットを実現する 次のステップ

スタートアップ・中小企業と企業経営者等の一般投資家を  
証券会社がつなぐ、  
未上場株式の草の根・市井の店頭市場を  
日本にも発展させる

2024年4月

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

**現状:日本では、未上場企業の株式の勧誘活動が厳しく制限され、証券会社も手伝えずに、発行募集(公募・私募)は低調で、未上場株式は流通しない。**

- **米国等の諸外国では、証券会社(投資銀行)が未上場企業の発行募集(少額公募・私募)を手伝い、投資家間の株式の流通を促進して、店頭市場を形成する。**
  - ・ 証券会社が、企業の資本調達や投資家の転売を手伝い、顧客網の多数の一般投資家に未上場株式の購入を募集・勧誘する。
- **米国等の未上場企業が株式を公募・私募するときは、簡易開示義務(又は会社法の法定開示)と証券会社の適正な仲介の下、投資家保護が徹底される。**
  - ・ 証券会社は、投資家それぞれに適した投資商品を提供する義務(適合性原則)の下、勧誘する。
  - ・ 開示費用、仲介料などの調達コストを募集額に対し資金調達のメリットが得られる範囲に下げる。
- **日本のスタートアップ・中小企業は、簡易開示ができず、証券会社に未上場株式の仲介(投資勧誘)を頼めずに、企業が自ら縁故募集や少人数私募をする。成長に必要なエクイティを調達できず、一般投資家の投資機会も乏しい。**
  - ・ 1億円未満の少額公募では、開示の仕組みはなく、1億円以上の公募・49人以上の勧誘をすると有価証券届出書・同報告書(毎年)等の作成で、1億円超ともいわれる多額の費用が発生する。
  - ・ 成長過程の企業が情報開示する仕組みが実質存在せず、「未公開株式」を「公開株式」にできない。
- **市井の発行市場(プライマリー市場)の流動性がほぼないままに、流通市場(セカンダリー市場)を組織化・開設するため、賑わいのない市場となる。**
  - ・ 会社情報・募集条件(株価等)が開示され、多数の投資家に発行募集されることで、株式に流動性が付与される。
  - ・ 2009年開設の東京プロマーケットは、銘柄企業数94社にとどまる。グリーンシート市場は2018年に解散。

## 目標 日本にも主要国のような

### 未上場株式の草の根・市井の店頭市場(発行・流通市場)を再興する。

- 主要国で唯一日本では、未上場株式市場が未発達。中小企業も、スタートアップも、多種・多様な多数の投資家から資本を調達することができない。  
この日本の現状に対し、JNBでは、2022年秋から、日本版ピンクシートマーケット構想を提唱してきた。
- ようやく昨年の金融審議会のタスクフォースで審議され、特定投資家向けの証券業へのプラットフォーム等の参入促進等が報告された。
  - ・ 特定投資家向け仲介専門の第1種金融商品業の登録基準の軽減(最低資本金等)
  - ・ 特定投資家向けPTS(私設市場システム)の「認可」を「登録」にし、登録基準も軽減。

これらは一歩前進として評価できるが、少額公募、ECF(クラウドファンディング)、私募の拡大については、実質的な進展は見られない。

  - ・ 報告書では、「少人数私募」や「届出免除基準」【少額公募】については「情報開示の規制がない中で一般投資家への勧誘を拡大する…ことを踏まえ、現時点では慎重な検討を要する」とする。
- 日本でも、1970年代までは、草の根・市井の店頭市場が発展していた。  
このような店頭市場を令和の時代に再興して、  
企業が発行募集・資本調達を盛んに行い、株価が上昇し、一般投資家の資産が拡大するように、以下を進めるべきである。
  - ① 証券会社による投資勧誘(少額公募・少人数私募での仲介等)の解禁、
  - ② 簡易開示義務の導入と少額公募・クラウドファンディング(現状1億円未満)の拡大
  - ③ 私募の範囲の拡大(勧誘先から購入者へ)と募集条件等の公表解禁
  - ④ 特定投資家・適格機関投資家の資格要件の拡大

## 提言① 証券会社の未上場株式の投資勧誘を解禁する。企業の少額公募、少人数私募を手伝い、一般投資家を保護しつつ取引を促進する。

- 日本の証券会社は、業界規則で未上場株式の投資勧誘が禁止され、発行企業や投資家の少額公募や少人数私募が手伝えない。
    - ・ 1976年と1983年の大蔵省証券局長通達に基づき、業界規則で未上場株式を証券会社が投資勧誘することを禁止。以来、この規制が今日まで続く。
    - ・ 一方、米国では、同時期にレギュレーションAとDを定め、簡易開示と証券会社の適切な仲介で店頭市場を発展させる。英国・EUも1990年代から電子化した未上場株式市場を振興する。
    - ・ 米国等主要国では、成長企業のエクイティ調達支援は、証券会社の主要業務。日本では未発達。
  - **未上場株式への投資の主役は投資力のある企業経営者等の一般投資家。**
    - ・ 株価の動きに投資(投機)する上場株式への投資と異なり、成長企業への投資は、**事業の成長見込みを評価し、また、投資規模も少額なため、市井の一般投資家が投資の中心**となる。
    - ・ **企業経営者等の目利き能力を生かした投資や、生活体験を踏まえた事業の成長期待による投資**、社会的事業や地域発展への貢献などの共感型・応援型の投資などが行われる。
    - ・ 売上拡大が始まるとリスクは軽減し、有望な投資先となる。金融業のプロ投資家は、成長見込みが高まった後の大型投資が重要な役割。
- ➔ 証券会社の未上場株式の仲介(投資勧誘)を解禁し、公正取引と投資家保護を確保しつつ、企業の少額公募・私募による資金調達を支援できるようにするべき。
- ・ 証券会社がその顧客網の一般投資家に対し、投資説明会を開催し、ITプラットフォームを提供し、又はメールで情報提供をして、投資家に適した未上場株式の購入を勧誘する。

## 提言② 少額公募の募集額上限を引き上げつつ、簡易開示義務を導入する。 ECFも同様に投資家保護を強化し、募集額と投資額の上限を広げる。

- ◇ 金融審タスクフォースの報告では、有価証券届出書等を免除する「少額公募」の拡大ではなく、「少額募集」での有価証券届出書の簡素化の追加を示す。  
クラウドファンディング(ECF)も「少額募集」を認めるのみ。実質拡大なし、
  - ・ 「少額募集」(1億円以上5億円未満)での有価証券届出書からサステナビリティ情報等の記載省略を認める。ECFの拡大も「少額募集」の活用まで。投資額は1社50万円から100万円以下に拡大。

- 日本では、募集額1億円・勧誘先数50人以上で、有価証券届出書・同報告書(毎年)の届出義務が生じる。有価証券届出書だけでも4,000万円~1億円以上の費用がかかる。

- ・ 有価証券届出書の記載省略の追加では、少額公募とECFの募集額の上限の拡大にはならない。
- ・ 米国では、少額公募の募集額が下がると、段階的に開示書類の記載と財務諸表の保証の方法を簡素化。多様な保証の方法(監査、レビュー(部分保証)、コンピレーション(作成)で費用を低減する。
- ・ エクイティファイナンスでは、募集額(調達額)に対して、調達費用全体は多くても10%程度まで、仲介手数料は8%から5%程度、よって、開示費用も数%以下とされる。

### ⇒ 日本でも少額公募の上限額を拡大しつつ、段階的に簡易開示を導入するべき。

- ・ 少額公募では、募集額が当面10億円以上(将来的には20億円以上)で有価証券届出書・監査証明書を必要とする。10億円未満・5億円以上、5億円未満・1億円以上で区分して簡易開示を導入する。
- ・ 財務諸表の保証も、会社法基準の監査や作成、中小会計基準のレビューなど、既に会社法に基づく開示や、納税申告書添付、銀行への融資申請等において活用実態のあるものを採用する。

### ⇒ ECFの募集額を5億円、投資額も所得に応じ1,000万円まで拡大するべき。

- ・ タスクフォースが示した投資額100万円以下への引き上げでは、5億円弱の調達で、株主が最大500人弱増え、開示費用も初年度5,000万円以上、その後、毎年数千万円も発生する。

## 参考1 少額公募の上限額の歴史

- **米国:少額公募の上限を歴史的に拡大。**
  - ・ 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、1960年代は、30万ドル(現在の物価水準で約300万ドル)、1972年に50万ドル、1978年に200万ドル、1992年には、500万ドル(同1,100万ドル)。これに合わせて各州内の少額公募の範囲も拡大。
  - ・ 2000年代から、透明・低コストのプラットフォーム(マーケットプレイス)の発展で、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)  
(なお、英国:EUでは、現状、800万ユーロ(約12億円以下) (※1ユーロ=152円))
- **日本:少額公募の上限を半世紀以上1億円とする。物価上昇の中、極めて低い。**
  - ・ 1961年(昭和36年)に1億円(現在の物価水準で約5億円)未満とする。当時は、証券会社の投資勧誘の下、中小企業の発行募集と資本の調達が盛ん。以後28年間据え置く。
  - ・ 1988年に5億円未満に引き上げる(物価水準の上場を踏まえ)。
  - ・ 1998年に1億円未満に戻す(グリーンシート市場の開設に合わせ)。このとき、1億円以上5億円未満の「少額募集」では、有価証券届出書の記載の一部省略を認めるが、開示費用が上場並に多額で、活用されず。グリーン・シート市場も発行募集が低調で、振るわずに2018年廃止。

## 参考2 米国と日本の開示方法\*1

- 米国等では、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、私募で一旦免除し、そこに募集額が下がるごとに段階的に、軽減・簡素な開示の仕組みを導入する。
  - ・ 開示書類の様式(フォーム)を簡素化し、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)、**コンプレーション**(公認会計士による作成)等にして、費用を低減する。

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条の株式の登録 (フォームS-1、10-K(毎年)数百ページ)	全米で・7,500万ドル(約160億円)超	監査 (国際会計基準又は米国会計基準)
レグAの少額公募 (フォーム1-A、1-K(毎年)数十~百ページ)	・Tier2:全米で7,500万ドル以下、	監査
	・Tier1:複数の州で2,000万ドル(約28億2千万円)以下	州法の公募に従う。
レグDルール504の少額公募 (フォームD 3~5ページ)	複数の州で1,000万ドル(約14億円)以下	州法の公募に従う。
クラウドファンディング (フォームC 数十ページ)	全米で500万ドル以下	監査
	123万5,000ドル以下	初めての公募はレビューも可
	61万8,000万ドル以下	レビュー
	12万4,000ドル以下	法人税納税額等を添付。常勤執行役員等の認証。
各州の公募の登録 (州法の全米統一フォームSCOR FormU-7 数十ページ)	州内で500万ドル(約7億円)以下	監査
	200万ドル以下	レビュー
	100万ドル(約7千万円)以下	コンプレーション
	50万ドル以下(7,050万円以下)	常務執行役員及び最高財務責任者等の認証

- 米国では、経済合理性のある開示費用で、エクイティファイナンスが、中小企業、スタートアップの資金調達の手段として機能する。
  - ・ このためには、**募集額(調達額)に対し、調達費用全体を概ね10%程度以下(証券会社の仲介手数料4~8%程度、開示費用他で数%以下)**と考えられる。
- 日本では有価証券届出書の作成と二期分※の財務諸表の作成・監査だけで、4000万円~1億円程度以上、有価証券報告書の作成・監査で毎年、数千万円からの費用がかかる。※:現行の「少額募集」では5期分必要。

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
株式の公募	1億円以上	有価証券届出書、同報告書(毎年)	監査 会社法基準	数百ページ、1億円以上の費用
	うち、5億円未満「少額募集」	(届出書の連結財務指標の省略可)		(初年度1千万円~500万円程度の削減)
少額公募	1億円未満	なし(有価証券通知書(非公表)の提出)	なし	社内作成可
	1000万円未満	なし	なし	なし

\*1 開示費用等の金額は各種公表資料やヒアリング等の結果。

\*2 以下、米国会計基準で作成され監査又はレビューされる。州法の公募ではOCBOA(包括的会計基準も認められる場合がある)。

## 提言③ 私募の範囲を拡大し(勧誘先から購入者に)、募集条件などの公表・情報発信を解禁する。

- 米国では、勧誘先数は無制限、購入先を限定する。簡易開示の下、広範囲に情報を発信できる。

- ・ 少人数私募では投資家向け説明会が実施可能。適格投資家私募では広告宣伝が実施可能。
- ・ 韓国では、私募では勧誘先を制限するが、一般的な募集条件の公表は「勧誘」から除外。

- 日本の私募では、勧誘先を制限するため、情報発信がかなり制限される。簡易開示義務もない。少人数私募では証券会社の投資勧誘も禁止。

⇒投資家保護上も問題。

- ・ ホームページやビジネスプラン発表会などでは、不特定多数に募集条件(株価、株数等)を示すと、募集額を1億円未満に制限される。よって、募集条件を説明できず、投資家からの個別の問い合わせ待つことになる。
- ・ 少人数私募では、3か月間に49人・社を超える投資家に勧誘できない。証券会社の協力もない。企業は、自力で、見込みのある投資家を探し出し、1人・社ずつ個別に「未公開株」の購入の勧誘をすることになる。
- ・ 適格機関投資家、特定投資家には資格取得後しか勧誘できない。このため、発行企業の募集・勧誘活動をしながら、適格機関投資家や特定投資家を増やることができない。

⇒ 不動産に例えれば、所有者が、不動産を仲介業者に頼めず、インターネットも使えず、自ら、3か月に49名まで戸別訪問で販売活動するしかないような状況にある。

➔ 私募における勧誘の定義を見直し、勧誘先ではなく購入者を制限する。私募における募集条件の公表など、広範囲の情報発信を可能とするべき。

- ・ HP等での募集条件の公表は「勧誘」から除外し、個別の面談やメール送信等を「勧誘」とする。募集条件は、投資家保護の観点から積極的に公表する。縁故募集以外は簡易開示を導入する。



## 提言④ 特定投資家に、会社役員・経営幹部など企業経営の経験のある者や、証券会社が投資リスクを理解していると認める一般投資家を加える。

- 特定投資家の資格要件が狭く、プロの金融業の投資家中心。企業経営者などの一般投資家は排除され、成長企業への投資機会を奪われている。
  - ・ 個人の特定投資家は、純資産・金融資産(純金融資産) 3億円超、金融業経験者でも1億円又は年収1,000万円以上など、ほぼ金融で稼ぐプロの投資家である。
  - ・ 中小企業経営者、大企業幹部OBなどをはじめ一般の投資家は、成長企業向けの投資機会が奪われている。
- 証券会社が必ず仲介する特定投資家私募の対象投資家をプロの金融業者中心にする必要はない。
  - ・ 特定投資家私募は、証券会社が委託を受けて勧誘活動を専任されて、投資家保護を確保する仕組みである(募集額の上限や、財務諸表監査はない)

### ➡ 特定投資家に、目利き能力のある一般投資家、投資リスクを理解している一般投資家を加えるべき。

- ・ 米国や英国・EUのように、一定の資力のある一般の投資家(純金融資産5,000万円以上又は年収2,000万円以上など)で、投資リスクを理解している者を特定投資家に加えるべき。

### ➡ 企業が直接勧誘できる適格機関投資家の範囲も広げるべき。

- ・ 適格機関投資家に対しては、証券会社に仲介を委託しなくても、企業自ら直接勧誘することができる。現状、法人も個人も有価証券残高10億円以上を、法人は純金融資産3億円以上、個人は1億円以上とする。

### 参考3 適格投資家(金融機関、機関投資家等を除く法人と個人)の資格

	適格投資家のうち事業法人、個人の範囲
日本	<p>適格機関投資家:            法人・個人:<b>有価証券残高10億円以上</b>。</p> <p>特定投資家:資本金5億円以上の株式会社、金融商品取引業者の承諾を得た法人又は個人。            法人:資本金5億円以上の株式会社、証券会社等の承諾を得た法人。            個人:証券会社等の承諾を得た、投資経験1年以上の者であって、</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) <b>純資産又は投資性金融資産の</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>a. <b>いずれかが5億円以上</b> b. <b>両方が3億円以上</b> c. <b>いずれかが3億円以上</b>で年平均取引頻度4回/月以上</li> </ol> </li> <li>2) <b>年収1億円以上</b></li> <li>3) <b>純資産若しくは投資性金融資産1億円以上、又は年収1,000万円以上</b>で、以下の職業経験又は資格を有すること               <ul style="list-style-type: none"> <li>—特定の職業経験(金融機関業務、会社経営のコンサル、経済・経営に関する教職・研究職)</li> <li>—特定の保有資格(証券アナリスト、証券外務員、FP・CFP・AFP、中小企業診断士)</li> </ul> </li> </ol>
米国	<p>法人: <b>総資産7億500万円超</b></p> <p>個人: <b>住居以外の純資産1億4,100万円超</b>又は<b>年収2,820万円超</b>。            特定の資格や経歴の投資する十分な知識と専門性を有する者(各種外務員免許を保有する者、有価証券を販売する会社の役員等)、ファミリーオフィス(資産管理会社)の従業員及びその顧客である資産家。</p>
英国 EU	<p>法人: 1) <b>運用資産3億4千万円</b>、2) 売り上げ60億8千万円、3) 総資産30億4千万円以上のいずれか二つ</p> <p>個人: 1) <b>投資資産7,600万円超</b>、2) 四半期ごとに平均10回以上の投資頻度、3) 金融業の職歴1年以上のいずれか二つに該当し、証券会社が必要な投資決定の専門知識があると評価した者。</p>
韓国	<p>法人: <b>投資性金融資産10億8,000万円以上</b>(株式会社は<b>5億4,000万円以上</b>)</p> <p>個人: <b>投資性金融資産5,400万円以上</b>であって、次のいずれかに該当する者。1) <b>年収1,080万円</b>若しくは<b>住居を除く純資産5,400万円以上</b>、2) 格付会社の専門職、公認会計士、鑑定士、弁護士、税理、弁理士その他十分な専門知識があると認められる者、証券業協会の投資実務等の試験の合格者やアナリスト他の登録者</p>