

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—オレンジマーケットの創設 に向けた制度改革のお願い

【JNB改革提案に対する金融庁の対応状況と再提案】

「貯蓄から投資(成長投資)へ」を阻む制度的障壁の打破

日本にも、スタートアップや中小企業から大企業までの未上場企業が、
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・市井の店頭市場を構築し、
市場型直接金融を可能とする未上場株式市場を実現する

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5億円に戻し、少額公募の上限額をさらに10億円に引き上げる
2. 会社内容説明書(開示書類)の大幅簡素化で証券会社の仲介機能の活用を可能にする
3. 特定投資家の範囲を拡大する(富裕層全般、企業経営経験者の追加)



2025年11月22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

【改革提案 1】少額公募を10億円未満に。少額募集は不要。

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5億円に戻し、少額公募の上限額を
さらに10億円に引き上げる。

【金融庁案に対する再提案】

① 「少額公募」は10億円まで引き上げるべき。

<理由>

- ・5億円未満でも、クラウドファンディングや新興証券会社が取り扱い、成長企業の初期の資金に貢献する。だが、10億円程度ないと、既存大手・中堅証券会社が取り扱いできず、成長投資の資金ニーズに対応困難。
- ・米国：約120億円、EU：約20億円。いずれ日本も20億円にすべき。

② 「少額募集（伏魔殿その1）」は廃止すべき。

- ・少額募集には有価証券報告書・臨時報告書の提出義務もあり、未上場企業には作成コストが毎年数千万円以上かかり、高すぎて使えない。

③ 少額公募を活用するには、以下の対応が不可欠。

- ・日証協クラウドファンディング規則の審査基準等を現行の1億円未満と同様とする。
- ・株主が転売の少額公募を行う場合の有価証券通知書提出義務を会社関係者の転売等に限定する。

【金融庁の考え方】

- ・少額公募の募集額を5億円に引き上げる。
- ・簡易開示は、有価証券通知書に会社法事業報告と計算書類を添付して公表。計算書類（財務諸表）の監査は任意。
- ・5億円以上・10億円未満では、少額募集（現行1億円以上・5億円未満）を引き上げ、有価証券届出書の一部簡素化を認める。

◎金融審ディスクロージャーWG事務局資料 (10月15日)

- ・「届け出免除基準を5億円に引き上げることが適当」「これを急激に引き上げることは、投資者保護の観点から慎重」
- ・上場企業の募集の際の開示書類等の調査結果から、5億円程度と10億円程度に資金調達ニーズがある。「5億円程度がスタートアップ企業への資金供給の拡大と・・投資者保護の要請とのバランスをとるための妥当な水準」

【改革提案 2】会社内容説明書の廃止

2. 会社内容説明書（開示書類）の廃止又は大幅簡素化で証券会社の仲介機能を活用可能にする

- ①会社内容説明書（伏魔殿その2）は、企業が少額公募・少人数私募で証券会社に投資勧誘を依頼するときに作成義務が課されるもの。有価証券届出書・報告書並みの詳細な内容で監査も必須で、数千万円の高コスト。これを廃止又は簡素化するべき。
- ②日本でも、少人数私募でも、募集条件の公表を可能とする。
- ③証券会社が適合性原則と顧客の最善利益原則の下、投資リスクを理解する一般投資家に簡易開示書類を説明して勧誘する。

【金融庁の考え方】

（会社内容説明書の取扱いについては考え方を表明していない。よって、5億円未満で証券会社の仲介が活用可となるか不明。少人数私募についても同様に不明。）

- ・少人数私募は縁故増資の仕組みである。
- ・潜在的特定投資家に対して少額公募・少人数私募で勧誘する（特定証券情報で開示）。

【金融庁案に対する再提案】

- ・会社内容説明書を廃止して、発行企業が証券会社に仲介を依頼できるようにするべき。
- ・これに代わって、任意の目論見書を作成・交付する市場慣行を日本にも普及させる。
- ・現状のまま少額公募を引き上げても、企業自ら集める（自己募集）のみ。顧客網を持つ証券会社の仲介が効率的で投資家保護にも資する。

◎金融審ディスクロージャーWG（10月15日資料）

- ・（原則禁止をやめて）日証協の店頭有価証券規則を改正し、非上場株式の勧誘を行う証券会社のリストの公開等、投資者保護に留意しつつ、日証協の規則に定める取引制度に基づく勧誘へ転換することを検討。
- ・日証協スタートアップ懇談会報告書では、少人数私募・私売出しや有価証券届出書の提出免除基準の枠組を利用し、潜在的特定投資家に対する勧誘を行うことが提案されている。

【改革提案 3】 富裕層(純資産1億円以上)と企業経営者を特定投資家に

3. 特定投資家の範囲を富裕層全般に拡大する。

加えて、企業経営経験者も広く対象とする。

- ・主要国並み(1億円以上)にすべく、
特定投資家に、1) 純資産1億円以上または年収2,000万円以上の富裕層個人と、2) 年収1,000万円以上の企業経営経験者、弁護士、不動産鑑定士なども含めるよう、金融商品取引法の内閣府令改正を求める。
- ・証券会社の適合性原則や顧客の最善利益の原則等の投資家保護規制を強化する。

【金融庁の考え方】

- ・特定投資家の資格要件を見直すことを表明。財産要件を見直すかどうかは不明。
- ・特定投資家の要件に合致し、「高い情報分析能力を有する者」を潜在的特定投資家として少額公募や少人数私募で勧誘する案を提示。適合性原則の対象となる。

◎金融審ディスクロージャーWG (10月15日資料)

- 「①特定投資家私募制度の見直し
- ・特定投資家私募・私売出しの勧誘の相手方の範囲を、潜在的特定投資家に拡大する。
 - ・(潜在的特定投資家とは)特定投資家要件を満たし、高い情報分析能力等を有するものの、特定投資家への移行手続を行っていない者。」
- 「②移行要件の見直し
- ・特定投資家への移行要件の更なる見直し (例: 平均取引頻度)。」

◎日証協スタートアップ等成長資金供給懇談会

- 「・一般投資家であっても、特定投資家の移行要件を満たす投資者(準特定投資家)・・・が少人数私募・私売出しや少額免除(少額公募)などをを利用して投資を行う」

* 富裕層: 米国790万人、日本360万人、独260万人、英250万人、仏260万人。

【金融庁案に対する再提案】

- ・資産要件を見直して、主要国並みに富裕層に投資機会を提供すべき。
- ・富裕層(純資産1億円以上、いわゆるハイ・ネット・ワース)に未上場資産(株式・社債・投資信託等)への投資機会を提供することが、米国、欧州の「貯蓄から投資へ」の主流。日本は、特定投資家を超富裕層(5億円)と富裕層上位(3億円)に限定している。
- ・日本の富裕層は米国に次いで多いのに* 成長投資において生かされていない。