

未上場株式市場整備の規制改革要望



2025年4月21日

全体的な主張の俯瞰図

～問題意識～

問題意識 日本の資本市場のゆがみ

主要国で唯一日本の未上場株式市場は未発達。構造的な問題があることを示唆。

- ファクト①：日本のユニコーン企業は、わずか7社。経済規模からみても極端に少ない。

(ブラジル、インドネシア、メキシコよりも少ない)

- ファクト②：日本のスタートアップの成長ステージごとの調達額は、米国より概ね一桁少ない。

関連データ① 「ユニコーン企業」※数の国別ランキング

国名	ユニコーン企業数	国別順位
アメリカ	653	1
中国	172	2
インド	71	3
イギリス	53	4
ドイツ	30	5
フランス	25	6
イスラエル	23	7
カナダ	21	8
シンガポール	17	9
ブラジル	16	10
韓国	14	11
オーストラリア、メキシコ、インドネシア	8	12
日本、オランダ	7	13
香港、アイルランド、スウェーデン、スイス	6	14

	シード	アーリー	ミドル～レイター
日本	数千万円	数億円	十数億円から数十億円
米国	数億円	数十億円	数十億円から数百億円

関連データ② VC等の成長ステージ別の投資1件当たりの額

2021	シード	アーリー	ミドル・レイター
米国	3億2,746万円	17億7,455万円	53億0,978万円
日本	7,749万円	1億2,529万円	2億0,918万円

関連データ③ スタートアップの成長ステージ別平均調達額

2021	シード	アーリー	ミドル・レイター
米国	2億2,000万円	11億0,000万円	17億8,200万円

(出典)

①CB insight 2023。ユニコーン企業とは、設立後10年以内で時価総額10億ドル(約1,400億円)超の未上場企業

②NVCA・VEC 2022のデータから算定。2021年(1ドル=110円) 日本：2021FY

③Pitchbook 2023。

母数の相違があり、②と③は比較できない。③に該当する日本のデータは見当たらない。

差分を埋める
規制改革提案



米国等諸外国と比べて
未上場段階における企業の投資家への
発行募集・勧誘に対する規制が厳しい



未上場株式市場が他国と比べて未発達



目指すべき姿

成長企業の資金調達環境改善のための
規制改革※(米国、英国、EU、中国、韓
国等は実施)を通じて、

銀行型金融(Bank-based-finance)中心
から、市場型金融(Market-based-
finance)中心への転換を実施

市場価格の上昇が次の資金調達額を拡大。

将来像

成長過程の企業が、

- ・多数の一般投資家から、
- ・証券会社の仲介の下、
- ・プラットフォームにおいて多額のエクイティを調達
- ・エクイティが投資家間で流通

※諸外国での規制改革

『私募』や『小規模公募(少額公募)』では株式の公募のときの厳格な
開示を免除し、簡易開示を導入するしくみなどを制度化・拡充(未上
場株式の取引の自由化)。

※諸外国の環境

種々のタイプの市場が複数多数存在(店頭市場、代替的証券取引所、
マーケットプレイス、クラウドファンディング等)

新経済連盟の非上場株式市場に関する主要望

（昨年提案事項のうち対応が未実施/不十分と思われるもの）①

発行市場（公募）の活性化

新経連 要望	膨大な資金調達コストを合理化するため、諸外国の事例を参考にして、 ① 『少額公募』の上限額、有価証券届出書届出義務の下限額を1億円から段階的に当面 20億円 まで拡大すべき ② 併せて、上記の額以下の募集には、開示対応コストの適正化から 簡易開示義務を導入 すべき
関連政府 文書	【規制改革実施計画（2024年6月）】 1 発行市場（公募）の活性化 a 金融庁は、事業者が株式による資金調達を行う際に過大な手続コストが掛かるという指摘があることを踏まえ、b,cにおける募集の在り方について検討を行うに当たっては、 事業者負担に関する実態調査を行い、コストを分析し、公表する。 b 金融庁は、現行の有価証券届出書の届出免除基準について、スタートアップの具体的な資金ニーズ、投資家保護や事業者負担の実態等を踏まえつつ、 基準の引上げを含め制度の在り方について検討し、結論を得る。 c 金融庁は、現行の金融商品取引法第5条第2項に基づく少額募集について、金融庁が現在検討している開示の簡素化を早期に実施するとともに、 例えば、少額募集の上限を20億円程度まで引き上げ、1億円から5億円未満、5億円から10億円未満、10億円から20億円未満の金額帯で開示を簡素化する案等、投資家保護の要請に応えつつ、段階的かつ合理的な開示制度となるよう見直しを検討し、結論を得る。

【参考】米国の開示方法・費用と調達コスト等

- 米国では、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、私募では免除する。少額公募では、募集額が下がるごとに段階的に開示負担が軽減された簡易開示義務を導入する。
- 簡易開示では、開示書類の様式(フォーム)と財務データの保証方法を、募集額に応じてきめ細やかに簡素化する。
 - 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)、コンピレーション(公認会計士による作成)等にして、費用を低減する。
- これら開示資料の作成費用を募集額に対して数%前後、調達コスト全体を10%程度以下に抑える。
 - 募集額に対して、証券会社の仲介や引き受け手数料は4%から8%程度。開示資料作成費用、監査等の費用を入れた調達コスト全体で、募集額に対して概ね10%程度よりも低く抑えられている。

●参考として、会計士数の比較

米国(2023年9月時点): 672,587人、人口比約0.2%、日本(2023年7月時点): 35,145人、人口比約0.02%

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	・7,500万ドル超	監査
レグA Tier2	・7,500万ドル以下,	監査
レグA Tier1	・2,000万ドル以下	コンピレーション
レグDルール504	1,000万ドル以下	州法の公募による。
株式投資型クラウドファンディング	500万ドル (7億500万円)以下	監査
	123万5,000ドル (1億7,413万円)以下	レビュー
	61万8,000万ドル (8,713万円)以下	コンピレーション
	12万4,000ドル以下 (1,748万円)以下	連邦法人税申告書を添付
州の少額公募	・500万ドル以下	監査
	・200万ドル以下	レビュー
	・100万ドル以下	コンピレーション
	50万ドル以下	常勤役員、財務担当役員が認証

発行市場（私募）の活性化

新経連 要望	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」を限定することとする。
関連政府 文書	【規制改革実施計画（2024年6月）】 b金融庁は、スタートアップ等が株式による資金調達をしやすくする観点から、投資家保護のための規制が事業者の情報発信や勧誘活動を過大に制約していないか等を検証し、スタートアップの具体的な資金ニーズ、投資家保護や事業者負担の実態等を踏まえつつ、例えば、特定投資家私募時に広範囲に情報提供を認める案や、 少人数私募における人数要件（49名以下）の緩和や人数計算を勧誘者基準から取得者基準に変更する案 等、広く私募の在り方について検討し、結論を得る。

特定投資家の対象拡大

新経連 要望	特定投資家 に移行可能な個人の範囲のうち、①1年以上の投資経験があり、②純資産/投資性金融資産3億円以上、③直近1年間の1カ月当たりの平均取引件数4回以上、となっている金商業等府令62条1項3号に該当する区分の要件について、 例えば②を1億円以上に、③を年間数回程度、に緩和 する。
関連政府 文書	【規制改革実施計画（2024年6月）】 金融庁は、（中略）投資家保護に留意しつつ、特定投資家の要件のうちの「特定の知識経験を有する者」を活用できることを周知することや、その対象範囲の拡大を含めて検討することを通じて、特定投資家の裾野拡大に向けた取組を行う。 【金融行政方針（2024年8月）】 特定投資家の要件のさらなる明確化（…中略…）等、（中略）ニーズや投資家保護を考慮しつつ、見直しを検討する。

規制改革実施計画のうち日証・金融庁主催の懇談会で議論されている事項について、その内容をフォローアップする必要がある。

なお、KPIやPDCAサイクルの前提となる将来像については、2頁で掲げたものを前提に議論されることを望む。