主要国のリスクマネーの供給に係る
実態・規制等に関する調査報告書

令和３年２月 26 日

PwC あらた有限責任監査法人

目次

1. はじめに 4
2. リスクマネー流通に関する各国（日米英）の現状 6
2-1 新興企業のリスクマネーに関する状況 6
2-1-1 発行市場（プライマリー） 6
2-1-2 流通市場（セカンダリー） 9
2-2 リスクマネーの供給サイドの実態 11
2-2-1 PE/VC ファンドの動向 11
2-2-2 機関投資家による PE/VC ファンドへの動向 17
2-3 小括 19
3. 資金調達に関する規制・制度 20
3-1 株式募集に関する規制の免除規定 20
3-1-1 日本の制度 20
3-1-2 米国の制度 21
3-1-3 英国の制度 23
3-1-4 小括 24
【ご参考】 情報開示に関する規制 25
① 日本の規制 25
② 米国の規制 25
③ 英国の規制 26
④ まとめ 26
3-2 クラウドファンディングの規制・制度 27
3-2-1 日本の規制 ・制度 27
3-2-2 米国の規制 ・制度 28
3-2-3 英国の規制・制度 30
【ご参考】 EU の規制・制度 31
3-2-4 小括 32
3-3 投資家区分に関する制度 34
3-3-1 日本の制度 34
3-3-2 米国の制度 35
3-3-3 英国の制度 36
3-3-4 小括 37
3-4 投資勧誘に関する規制 39
3-4-1 日本の規制 39
3-4-2 米国の規制 39
3-4-3 英国の規制 40
3-4-4 小括 40
4. 株式売買の各市場に関する規制・制度 42
4-1 各国の取引所の制度 42
4-1-1 日本の取引所 42
4-1-2 米国の取引所 44
4-1-3 英国の取引所 45
4-1-4 小括 46
4-2 各国の非上場株式の制度 48
4-2-1 日本の制度 48
4-2-2 米国の制度 49

4-2-3　英国の制度 51
4-2-4　小括 52
5.　おわりに 53

※目次における各階層については、「章-節-項」とする。
【例】3-1-2は、3章1節2項を表す。

1. はじめに

近年、わが国ではリスクマネーの供給を促進する方針が数多く示されている。古くは2002年「経済財政運営と構造改革に関する基本方針」(骨太の方針)で「政府は、起業や企業経営の刷新を図る制度整備やリスクマネー供給の円滑化をはじめとする市場環境整備を迅速に行う」旨が示され、「企業活動における変革を支え、起業・創業を活発化させるためには、リスクマネーを供給する直接金融市場の活性化が不可欠である」とされた。

直近でも2020年7月に閣議決定された成長戦略会議における「令和2年度革新的事業活動に関する実行計画」において、民間のリスクマネー供給の促進や政府系金融機関を活用したリスクマネーの供給拡大について、多様な観点から言及されている。

リスクマネーの供給を促進すべき背景として、新規の企業が振興することは、新たな雇用の創出や新規ビジネス及びイノベーションの促進につながり、総人口が 2008 年から減少に転じて少子高齢化が急速に進展しているわが国の持続的な経済発展に重要な要素であることが挙げられる。

新規に創業し、不安定な経営状況を乗り越え、社会経済にイノベーションをもたらし、更にメガベンチャーとして発展していく企業が多くなることがわが国にとって重要であるが、そのためには、創業から様々な成長ステージにおいて相応の資金が必要となる。新興企業へ供給される資金が潤沢でなければ、将来的にイノベーションを起こし得る企業や雇用の創出に寄与し得るビジネスが頓挫し、わが国にとって損失となるおそれがある。

これまで、わが国における金融仲介機能は銀行等の預金取扱機関が担う割合が大きく、プライベート・エクイティ・ファンド（以下、PE ファンド）やベンチャーキャピタル・ファンド（以下、VC ファンド）などの金融仲介は欧米比で小規模であった。一方で新興企業の発展には、通常の借入のみならず、エクイティ性の資金であるリスクマネーを含む多様な資金の調達が可能であることが必要となる。経営権の希薄化を伴わない通常の借入や、自己資本比率の向上につながるリスクマネー、両者の中間的な位置づけであるメザニンファイナンス等の多様な性質の資金を、新興企業が置かれた状況に即して調達できることが、当該企業の発展に繋がる。また、貸付の主体である預金取扱機関等の立場からも、リスクマネーの供給が活発である方が資金の回収可能性が高まるため、リスクマネーを調達できれば借り入れもしやすくなると考えられる。このように、リスクマネーの供給促進は新興企業への資金供給量を増大させるのみならず、預金取扱機関による資金の貸付をも誘起し得るため、金融ビジネスの成長に繋がり、ひいてはわが国経済発展に寄与することが期待される。

本調査は、わが国における新興企業へのリスクマネーの供給促進に関する課題を把握することを目的とする。

アプローチとして、リスクマネー供給の先進国と日本の差を統計情報に基づき把握・分析し、その差を生じさせている原因の一つとして考えられるリスクマネーを調達する際の規制・制度やリスクマネーとして新興企業へ投資する際の規制・制度のあり方について検討し、課題認識を行う。具体的には、まず新興企業のリスクマネーを取り巻く環境を確認するため、新興企業の上場株式・非上場株式の発行・流通に関する統計情報を各国間で比較した。また、新興企業へリスクマネーを供給する上で重要な仲介機能を果たしている PE ファンド・VC ファンドの動向や、これらへの資金供給主体となりうる機関投資家の動向について調査した。これら統計的な情報を収集することで、わが国の客観的な現実について把握し、リスクマネーを取り巻く規制・制度の分析への足掛かりとした。

また、証券取引所や非上場株式の売買制度といった、リスクマネー流通における市場インフラの制度設計についても、リスクマネーの供給に影響を与えることから、考察を加える必要がある。本調査では、わが国の新興企業へのリスクマネーの供給促進を図る観点から、新興企業へのリスクマネーの調達・供給に関する規制・制度やリスクマネーたる非上場株式の取引制度について、先進的な他国との比較を行いつつ、わが国における課題について検討を行った。具体的には、リ

スクマネーに関連する規制・制度について、新興企業が実際に資金調達をするための枠組みや、いわゆる「プロ・アマ区分」による投資の制限、投資勧誘の方法等について、各国比較を行った。続いて、リスクマネーの供給に多大な影響を与えうる投資の容易さに関して、新興企業向けリスクマネーの流通インフラたる証券取引所や、非上場株式の売買制度の規則や設計について確認し、日本における課題点を考察した。

2. リスクマネー流通に関する各国（日米英）の現状

本章では、新興企業向けリスクマネーを取り巻く実態を調査する。本調査にて把握した各国の実態を前提に、リスクマネーに関連する制度面での調査・検討を行うため、リスクマネー調達に関する市場やリスクマネーの供給主体の状況まで、各国のリスクマネーに纏わる概況を幅広に確認する。

まず新興企業がリスクマネーを調達する市場の規模感を各国ごとに把握することで、それぞれの国における資金調達の容易さについて推測し、新興企業のリスクマネー調達環境について確認する。また、新興企業にリスクマネーを供給する主体である PE ファンド・VC ファンドの実態や、これらのファンドへの資金供給主体たる機関投資家についても調査を行い、各市場の規模感に関する背景を探ると共にリスクマネー供給力の観点から各国比較を行う。

2-1 新興企業のリスクマネーに関する状況

リスクマネーに関する市場について、株式発行により資金調達を行う場である発行市場（プライマリー）と、発行された株式が売買される場である流通市場（セカンダリー）に分け、それぞれ統計的な観点で調査・分析を行う。

なお、調査の便宜上プライマリーとセカンダリーを、更にそれぞれ取引所の上場市場と非上場市場に分類している。

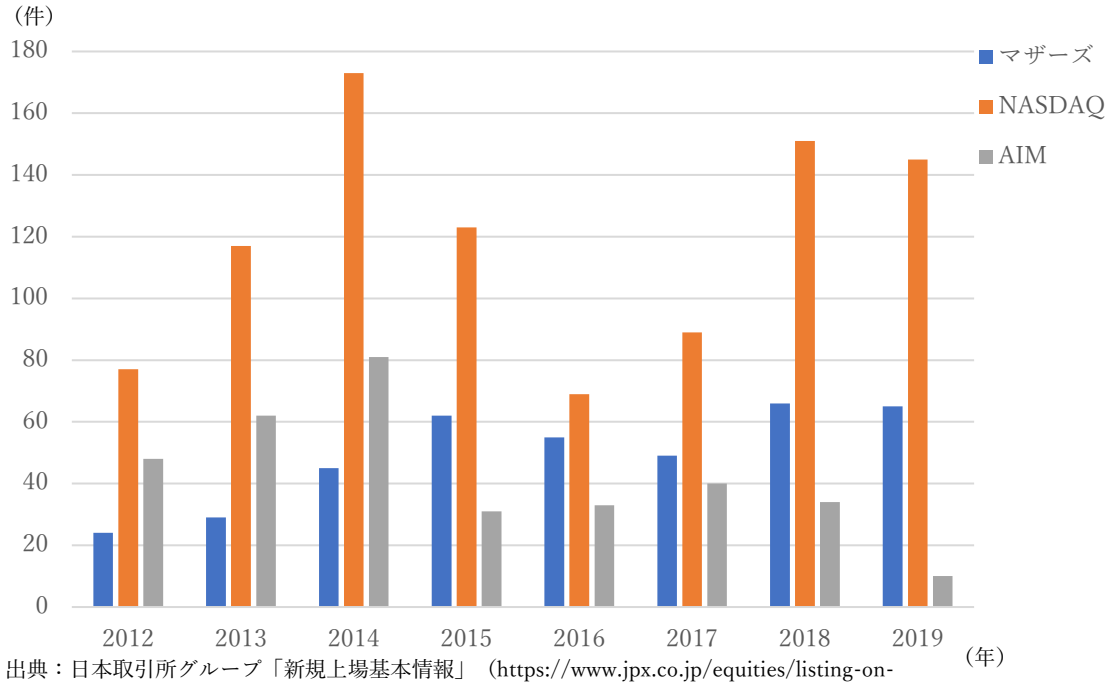
2-1-1 発行市場（プライマリー）

新興企業の上場市場への参入状況を確認するため、IPO 件数の年次推移を各国で比較する。本調査では、新興企業が上場する代表的な市場である、日本のマザーズ、米国の National Association of Securities Dealers Automated Quotations（以下、NASDAQ）、英国の Alternative Investment Market（以下、AIM）を比較対象とする。AIM は、ロンドン証券取引所が運営しており、1995 年に設立されて以降、「世界で最も成功した新興企業向け市場の一つ」[1]と評されている。

3 市場における 2012 年から 2019 年までの IPO 件数は図表 2-1-1 の通りである。2019 年の日本における IPO 件数は 98 件であり、そのうち 65 件がマザーズで IPO を実施している。同様に、2019 年の米国における IPO 数は 196 件であり、そのうち 145 件が NASDAQ で IPO を実施している。英国においては、2019 年の IPO 件数は 27 件であり、そのうち 10 件を AIM が占めている。当該 3 取引所は、従前より各国内における IPO 市場において大きな存在感を持ち続けている。

[1] PwC UK “A guide to floating AIM Listing in London”（ https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/guide-floating-aim-listing-london.pdf）（参照：2021/3/11）

図表 2-1-1　マザーズ・NASDAQ・AIM の IPO 件数推移



出典：日本取引所グループ「新規上場基本情報」（https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/04.html）、World Federation of Exchanges “Statistics Portal"（https://statistics.world-exchanges.org/）、PwC UK（2015）（2019）”IPO Watch Europe Annual Review "

続いて、非上場企業の資金調達状況を把握するため、日本と米国の非上場株式の発行市場の規模を比較する。米国の非上場の新興企業は米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission：以下、SEC）への登録等の負担を軽減するため、レギュレーション A（小規模公募）、レギュレーション D（主に私募）という、SEC への登録に関する免除規定を利用して資金調達を行っていると考えられる。当該制度を用いた 2019 年の資金調達の規模は図表 2-1-2 の通りであり、特にレギュレーション D による資金調達額は約 170 兆円と、日本の非上場企業の資金調達状況と比較しても非常に大規模である。

日本における新興企業の資金調達の金額は近年右肩上がりとなっている（図表 2-1-3）ものの、米国での SEC 登録免除規定を利用した資金調達は、はるかに大規模におこなわれている。資金調達手段としてこれほど活発に利用されている米国の私募制度について、「3-1」にて確認するとともに、資金の出し手である投資家に関する規制・制度について「3-3」確認する。

図表 2-1-2　レギュレーション A,D の利用状況 [2]と日本の新興企業の資金調達状況（2019 年）

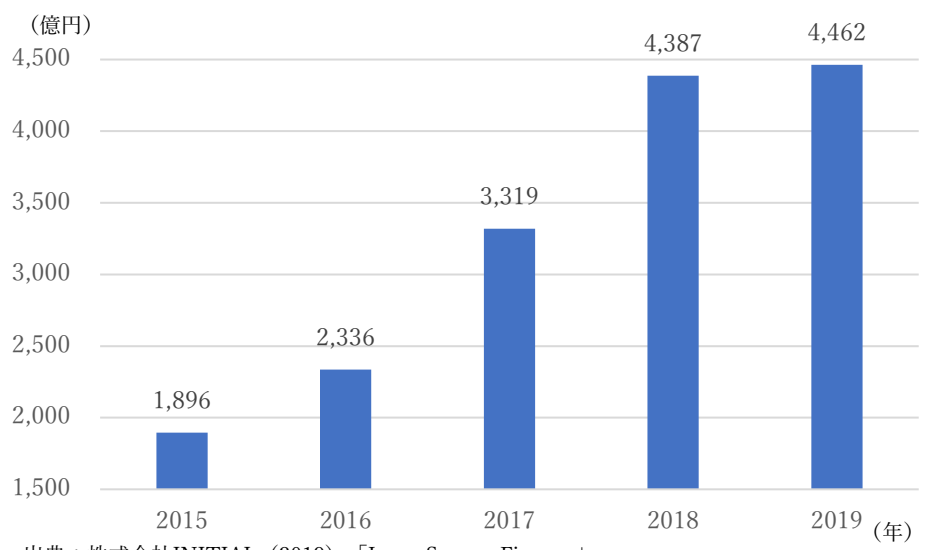
項目	金額（億円） （1 米ドル＝109.05 円 [3]）	【備考】 金額（十億米ドル）
レギュレーション A	1,136	1.04
レギュレーション D	1,699,248	1,558
日本のスタートアップの資金調達状況 [4]	4,462	―

[2] Securities and Exchange Commission "Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis"（https://www.sec.gov/files/regulationa-2020.pdf）、"Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets"（https://www.sec.gov/corpfin/facilitating-capital-formation-secg）（参照：2021/3/11）

[3] 三菱 UFJ リサーチ＆コンサルティング作成の 2019 年年間平均レートを参照（http://www.murc-kawasesouba.jp/fx/yearend/index.php?id=2019）

[4] 株式会社 INITIAL「Japan Startup Finance」（https://initial.inc/insights/startup-finance-2019）（参照：2021/3/11）

図表 2-1-3　日本における新興企業の資金調達動向



出典：株式会社INITIAL（2019）「Japan Startup Finance」

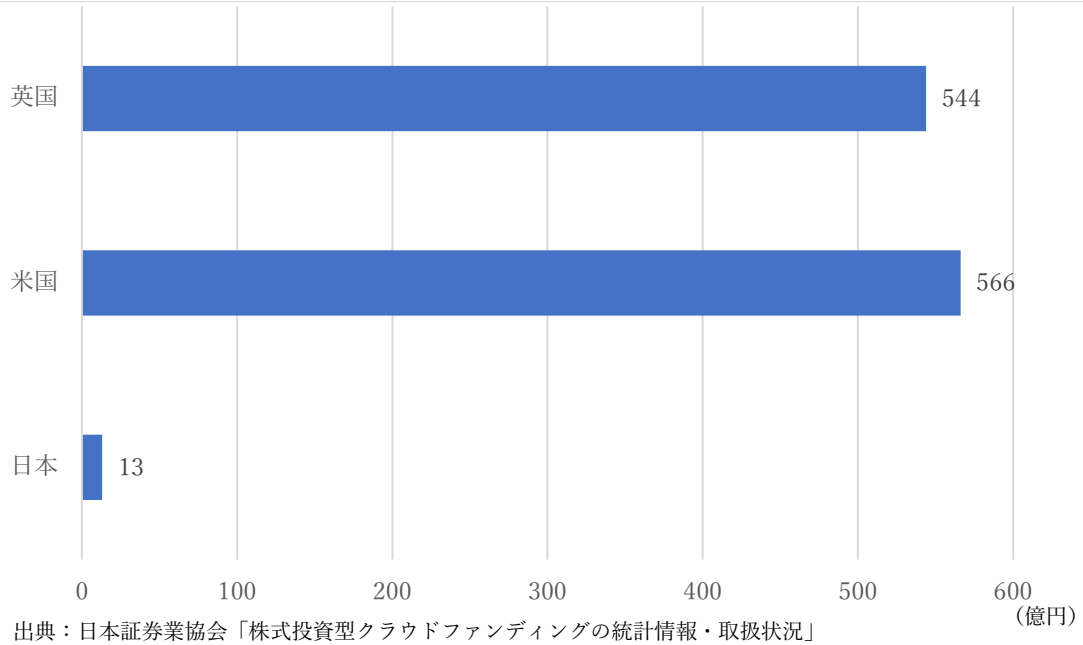
次に、新興企業にとって比較的新しい資金調達の手段である株式投資型クラウドファンディング（以下、本調査においては特に断りのない限り、クラウドファンディングは株式投資型クラウドファンディングを指すこととする）に関して、各国における資金調達規模を確認する（図表 2-1-4）。クラウドファンディングでの資金調達額は、米英でほぼ同程度の規模となっており、日本は両国と比べ 1/40 程度の規模に留まっている。

なお、クラウドファンディングでは各国で投資する際の限度額が定められており、日本では投資家の年間投資上限額が一銘柄当たり 50 万円までとなっている。一方、米国での年間投資上限額は投資家の年収・純資産によって変動し、1 投資家あたり最大 10 万 7 千米ドルとなっているが、「自衛力認定投資家（Accredited Investor）」[5]については 2020 年 11 月の制度改正により、投資上限額の撤廃が決められている。また、英国では一般の投資家は年間投資上限額が純資産の 10%までと定められている。これら各国のクラウドファンディングの制度面については「3-2」にて詳細に確認する。

株式会社 INITIAL の資料では、「スタートアップ」は「日本国内の未公開企業」、「資金調達」は「会社設立時の出資、有償第三者割当、株主割り当て、新株予約権等の権利行使、公募増資（ IPO 時の公募除く）、コンバーティブルノートの発行、コンバーティブルエクイティの発行などキャッシュの増加を伴う株式資本増加」と定義されている。

[5] 自衛力認定投資家については「3-3-3」参照。

図表 2-1-4　クラウドファンディングによる資金調達規模（2018 年）



出典：日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況」（https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucrowdfunding/index.html）、University of Cambridge Judgge Business School（2020）"The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report"

2-1-2　流通市場（セカンダリー）

前項では発行市場について概観したが、投資家が投資の意思決定を行う上で市場流動性は大きな要素であり、新興企業がより良い条件で資金調達をするためには流通市場が発展していることも重要である。本項では、新興企業の株式が市場で取引されている状況を把握するため、代表的な上場市場及び制度化された非上場市場における流通市場の実態について調査する。まず上場市場について、前項同様にマザーズ、NASDAQ、AIM における株式流通市場の統計的な情報を概観する（図表 2-1-5,2-1-6）。

図表 2-1-5　各市場の時価総額・取引金額・上場企業数（2019 年）[6]

市場名	時価総額（十億円）	取引金額（十億円）	上場企業数
マザーズ	6,449	24,905	315
NASDAQ	1,424,504	1,743,050	3,140
AIM	14,955	8,542	863

図表 2-1-6　各市場の上場企業 1 社あたりの時価総額・時価総額あたりの取引金額（2019 年）

市場名	1 社あたり時価総額（十億円）	時価総額あたり取引金額（十億円）
マザーズ	20	3.9
NASDAQ	454	1.2
AIM	17	0.6

[6] 日本取引所グループ「その他統計資料」（https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/index.html）、World Federation of Exchange "Statistics Portal"（https://statistics.world-exchanges.org/）、London Stock Exchange" AIM factsheet September 2020"（https://www.londonstockexchange.com/reports?tab=aim）（参照：2021/3/11）

NASDAQ は新興企業のグローバルマーケットとして確固たる地位を確立している一方で、マザーズは NASDAQ と比べて上場企業数、1 社あたり時価総額等で大きな差がある。これら各市場における制度に関しては、「4-1」にて概観し、新興企業向け取引所の更なる発展に向けた考察を行う。

制度として確立している非上場株式の流通市場は、日本では株主コミュニティのみである。一方、米国には様々な非上場株式の売買市場が存在するが[7]、特に代表的な非上場株式売買市場である OTC Markets のみを取り上げても、年間の取引金額はマザーズより大きく（年間取引金額（2019 年）：OTC Markets 約 36 兆円、マザーズ約 24 兆円）、米国の非上場株式市場は巨大なマーケットとなっている（図表 2-1-7）。米国の主要な非上場株式の市場制度については、「4-2」において比較分析を行う。

図表 2-1-7　各市場における企業数・取引金額（2019 年）[8]

市場名	取引金額（百万円）	企業数
株式コミュニティ	501	19
OTC Markets	36,064,303	10,755

[7] 運営者のいる組織化された市場（店頭登録市場）やインターネット上の取引プラットフォーム（未上場株式マーケットプレイス）等、様々な種類の市場が存在する。

[8] 日本証券業協会「株主コミュニティの統計情報・取扱状況」（https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucommunity/index.html）、OTC Markets "2019 Annual Report"（https://backend.otcmarkets.com/otcapi/company/financial-report/241298/content）（参照：2021/3/11）"

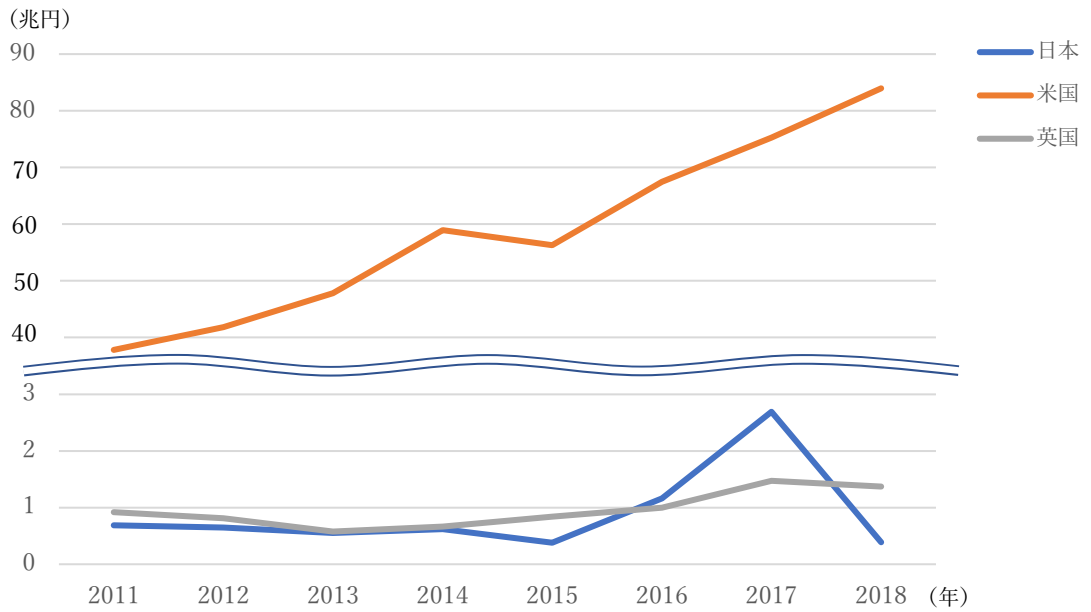
2-2 リスクマネーの供給サイドの実態

前節では新興企業株式の発行・流通に関する市場について概観した。本節では、市場が発展する上で不可欠なリスクマネーの供給主体に関する実態について調査する。リスクマネーの供給主体として重要な機能を担う PE ファンドや VC ファンドによる投資の実態や、当該ファンドへの資金供給主体である機関投資家の投資状況について調査する。

2-2-1 PE/VC ファンドの動向

日本における PE ファンドの投資動向は、2017 年は東芝メモリの売却事例（総額約 2 兆円）[9]があったため突出した金額となっているが、基本的に横ばいである（図表 2-2-1）。VC ファンドの投資動向は上昇傾向にある（図表 2-2-2）。PE/VC ファンドいずれも、日本の総額は英国と伍する規模となっている一方で、米国の PE/VC ファンドはともに、規模が並外れて大きく、更に投資額も増加傾向にあり、日英とは大きな差が開いている。ただし、対 GDP 比では、日本の PE/VC ファンドの規模は英国よりも小さく、その経済規模からはまだ発展の余地があると言える（図表 2-2-3）。

図表 2-2-1 日米英における PE ファンドの投資額の推移 [10]

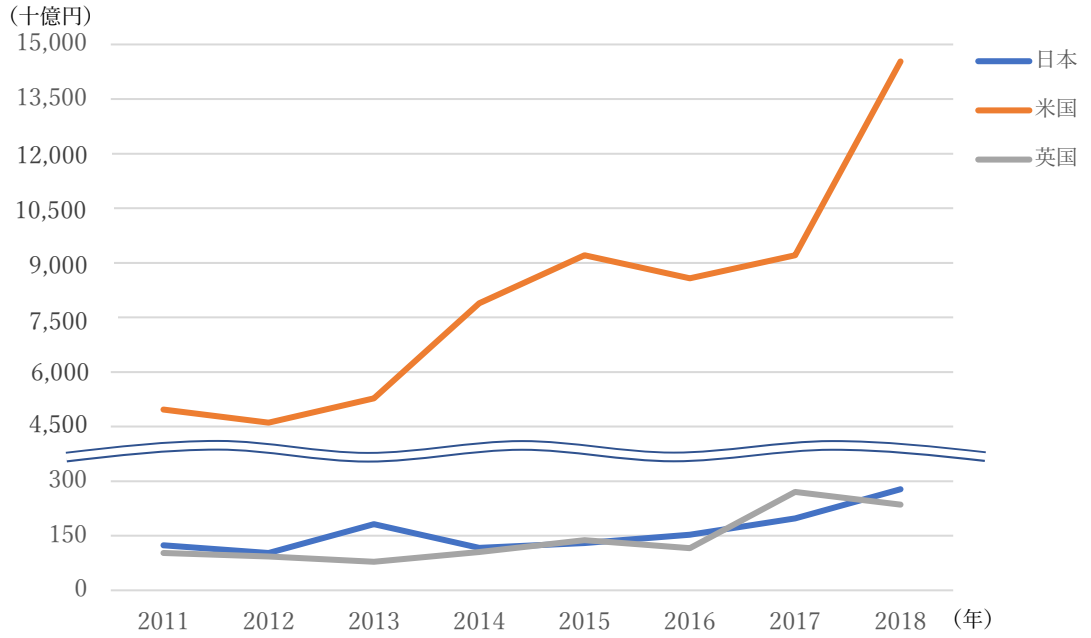


出典：日本プライベート・エクイティ協会「日本のPE市場の規模と成長」（https://jpea.group/private-equity/overview/）、Pitch book" US PE Breakdown Q2 2020"、British Private Equity & Venture Capital Association "BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2014" "BVCA Report on Investment Activity"

[9] PwC Japan「日本におけるプライベート・エクイティマーケットの動向と日本企業への活用に関する提言」（https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2018/assets/pdf/private-equity.pdf）（参照：2021/3/2）

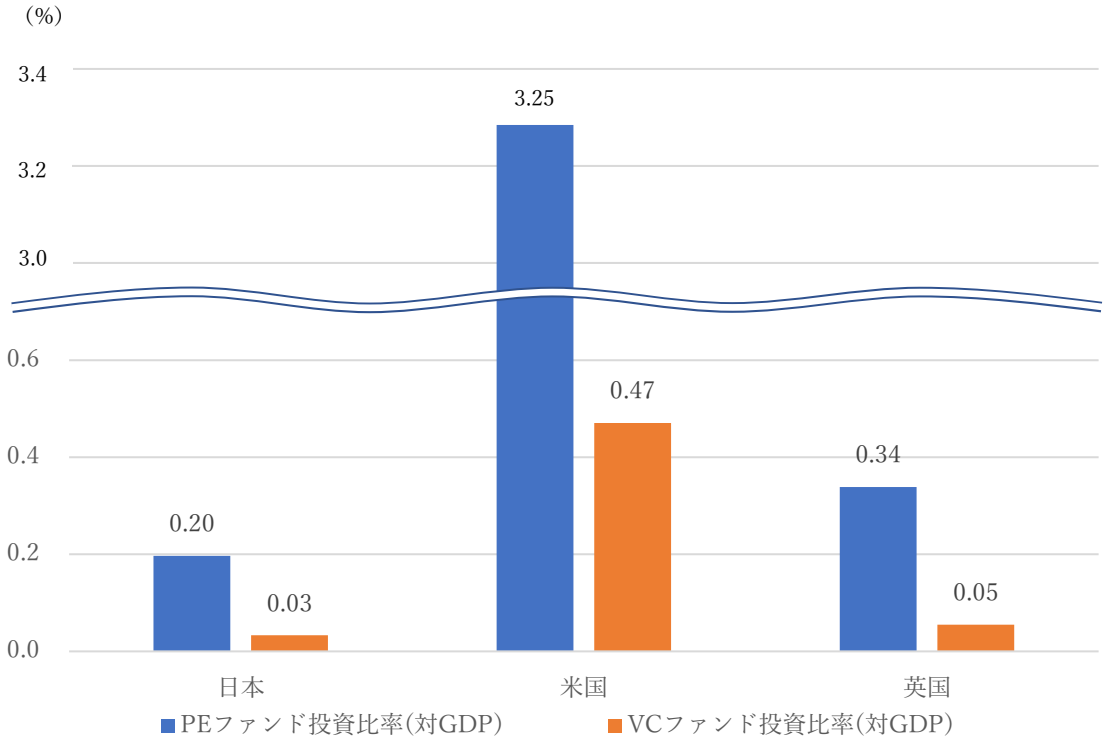
[10] 米国の PE ファンドの投資額には資本性の投資だけでなく負債性の投資も含まれる。

図表 2-2-2　日米英における VC の投資額の推移



出典：ベンチャーエンタープライズ（2019）「ベンチャー白書」

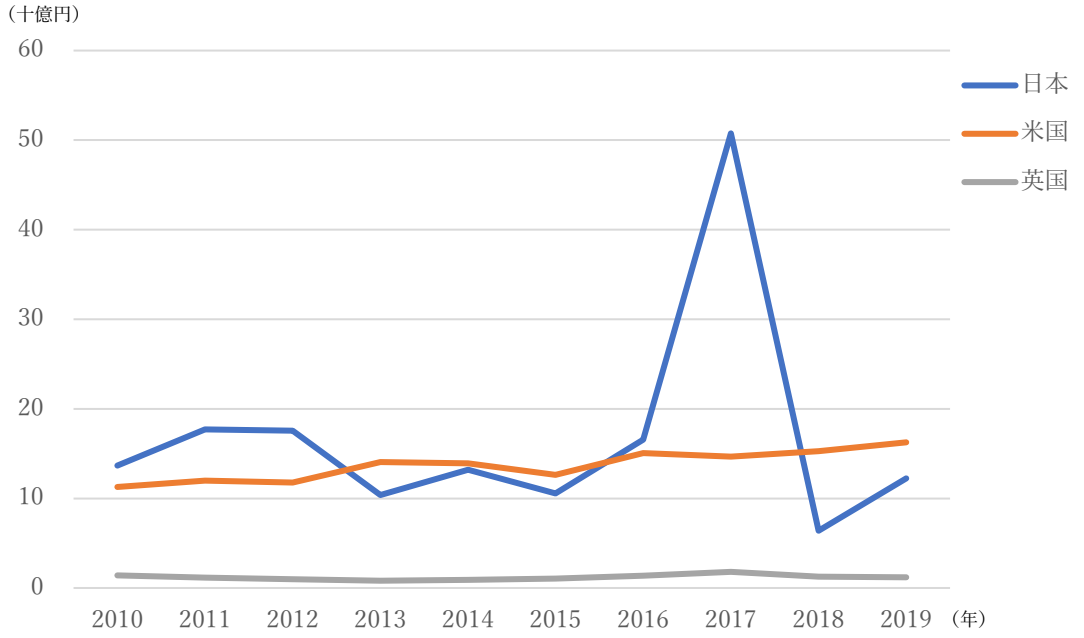
図表 2-2-3　各国の PE/VC ファンド投資額（対 GDP 比）



出典：International Monetary Fund "IMF Data Mapper"（https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD）、日本プライベート・エクイティ協会「日本のPE市場の規模と成長」（https://jpea.group/private-equity/overview/）、Pitch book" US PE Breakdown Q2 2020"、British Private Equity & Venture Capital Association "BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2014（2015）" "BVCA Report on Investment Activity（2017）（2019）"、ベンチャーエンタープライズ「ベンチャー白書（2019）」

日本における PE ファンドの一案件当たりの投資額は米国と比しても大きな差がなく、英国の金額を上回っている（図表 2-2-4）。また、VC ファンドの一案件当たり投資金額は米英より低いトレンドが続いているものの、投資案件数は年々右肩上がりで増えている（図表 2-2-6,2-2-7）。

図表 2-2-4　PE の一案件当たりの投資金額の推移



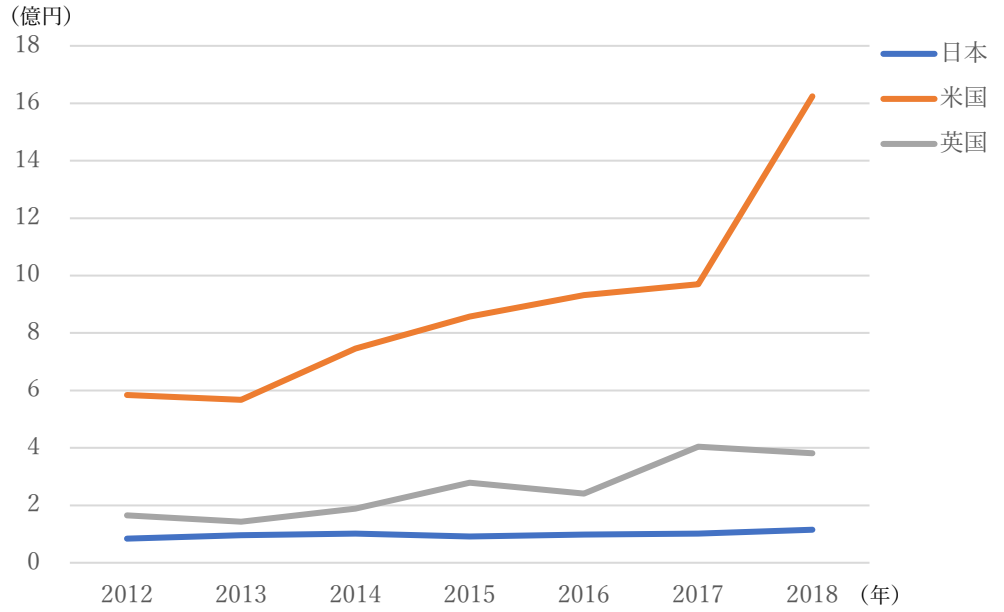
注：英国はPE投資金額をPE投資受入社数で除し算出
出典：日本プライベート・エクイティ協会「日本のPE市場の規模と成長」、Pitch book" US PE Breakdown Q2 2020"、British Private Equity & Venture Capital Association "BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2014（2015）" "BVCA Report on Investment Activity（2017）（2019）"

図表 2-2-5　PE の投資件数（2019 年）[11]

国名	投資件数
日本	80
米国	5,428
英国	1,198

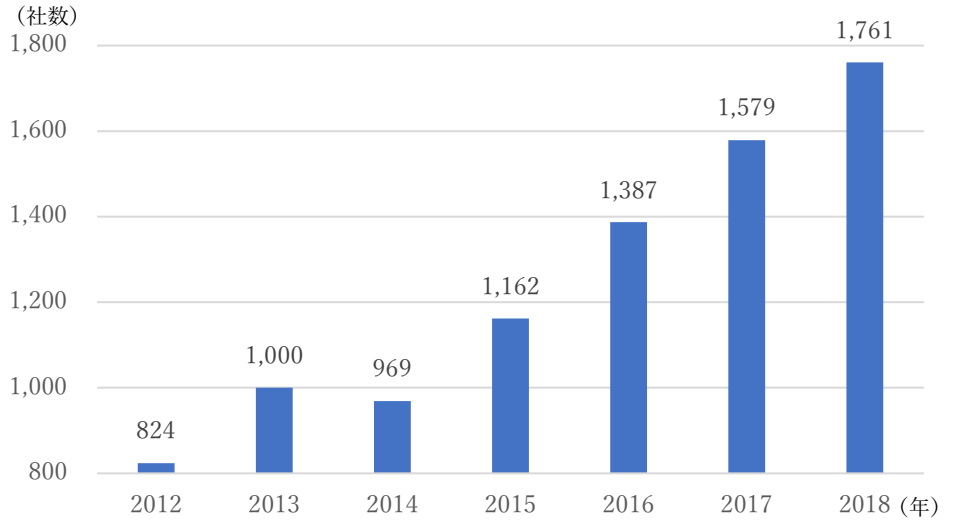
[11] 注：英国は件数でなく社数を記載。
日本プライベート・エクイティ協会「日本の PE 市場の規模と成長」（https://jpea.group/private-equity/overview/）、PitchBook" US PE Breakdown Q2 2020"（https://pitchbook.com/news/reports/q2-2020-us-pe-breakdown）、British Private Equity & Venture Capital Association "BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2014"（https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/IAR%20Autumn15.pdf） "BVCA Report on Investment Activity"（https://www.bvca.co.uk/Research/Industry-Activity）（参照：2021/3/11）

図表 2-2-6　VC の一案件当たりの投資金額の推移



出典：ベンチャーエンタープライズ（2019）「ベンチャー白書」

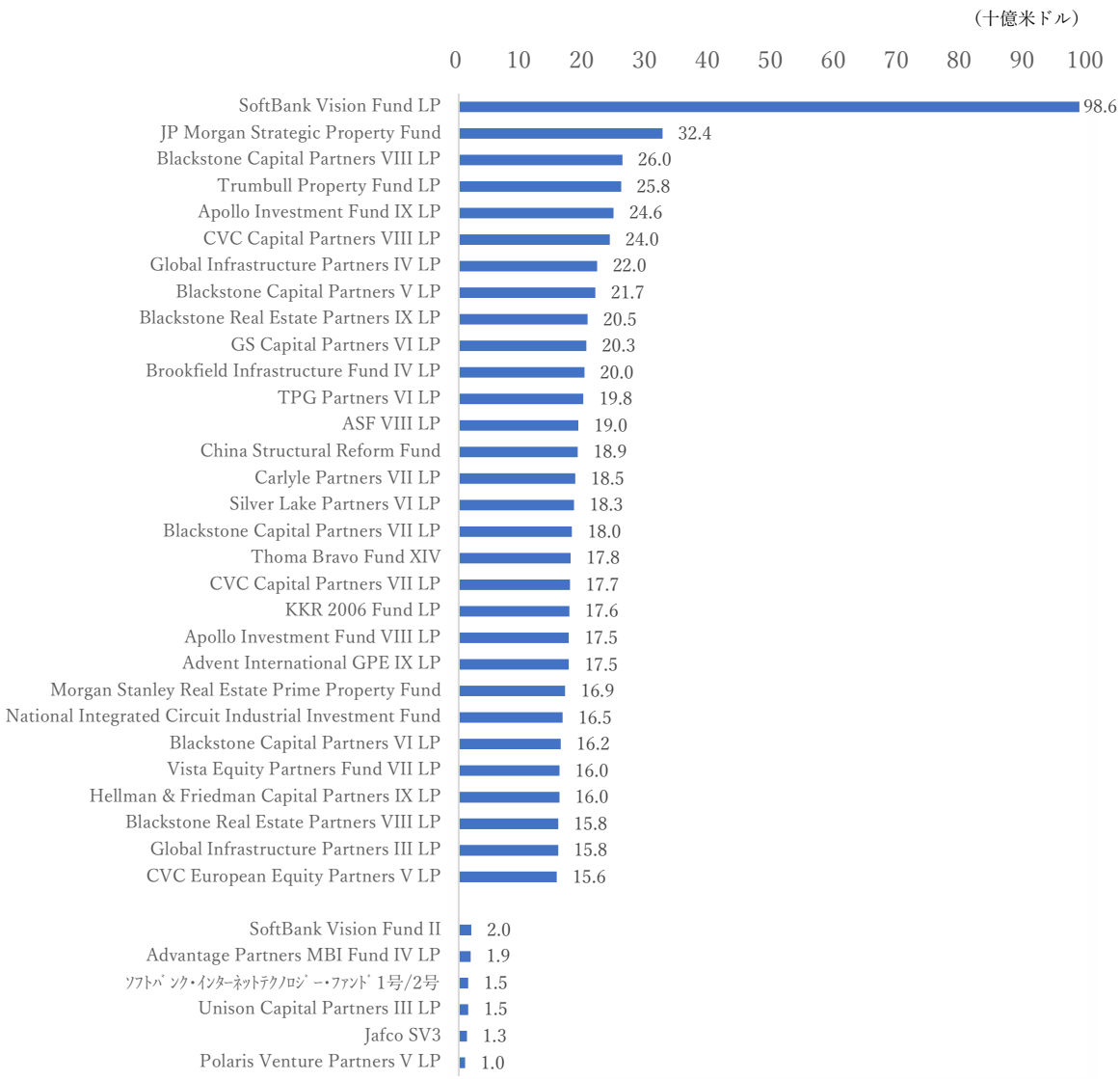
図表 2-2-7　日本における VC の投資件数の推移



出典：ベンチャーエンタープライズ（2019）「ベンチャー白書」

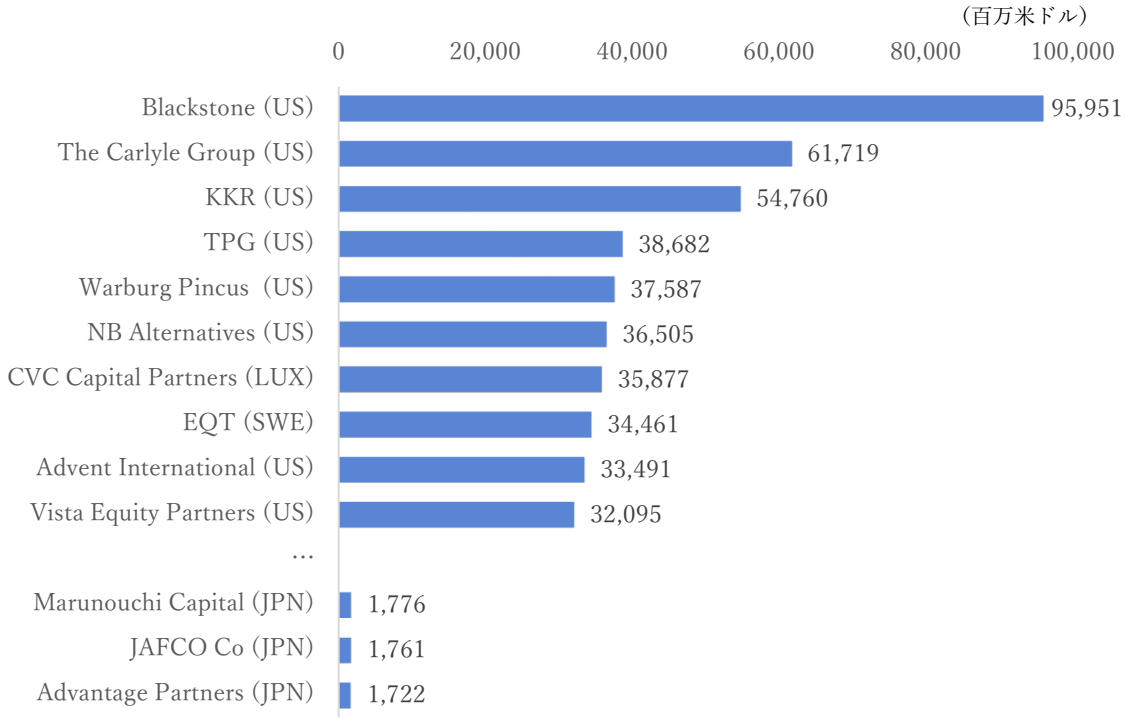
一方、PE ファンドや PE ファンド運営会社について、各国を比較すると、日本は非常に小粒である。ファンド単体で見ると日本の「Softbank Vision Fund」が突出した規模となっているものの、その他日本の PE ファンドで大規模なものはなく、大きくとも約 20 億米ドル程度の規模となっている（図表 2-2-8）。PE ファンドの運営会社を比較すると、日本の PE ファンド運営会社のうち 5 年間で最も資金を調達したのは丸の内キャピタルの約 1,776 百万米ドルであり、世界最大の運営会社である Blackstone 社の約 1/50 程である（図表 2-2-9）。

図表 2-2-8　PE ファンドごとの規模ランキング



出典：Bloomberg（2020/10/28取得）

図表 2-2-9　PE ファンド運営会社による資金調達金額（5 年間合計金額）



出典：Private Equity International（2020） "PEI 300"

以上、PE/VC ファンドの投資実態について概観したが、日本は PE/VC ファンドともに米国とは大きな差がある。このような差異が生じた一因と考えられる、規制・制度面について、次章以降で、日米英を比較することで、リスクマネー供給促進のための課題をいくつか特定していく。

2-2-2　機関投資家による PE/VC ファンドへの動向

PE/VCファンドの発展にとって、当該ファンドへの資金拠出主体である機関投資家による資金供給も重要な要素である。本項では、機関投資家による資金供給実態を把握するために、各国の主要な年金基金の動向を調査する。以下日米英の 5 つの年金基金（GPIF[12]（日）、企業年金連合（日）、CalSTRS[13]（米）、CalPERS[14]（米）、EAPF[15]（英））について取り上げる。

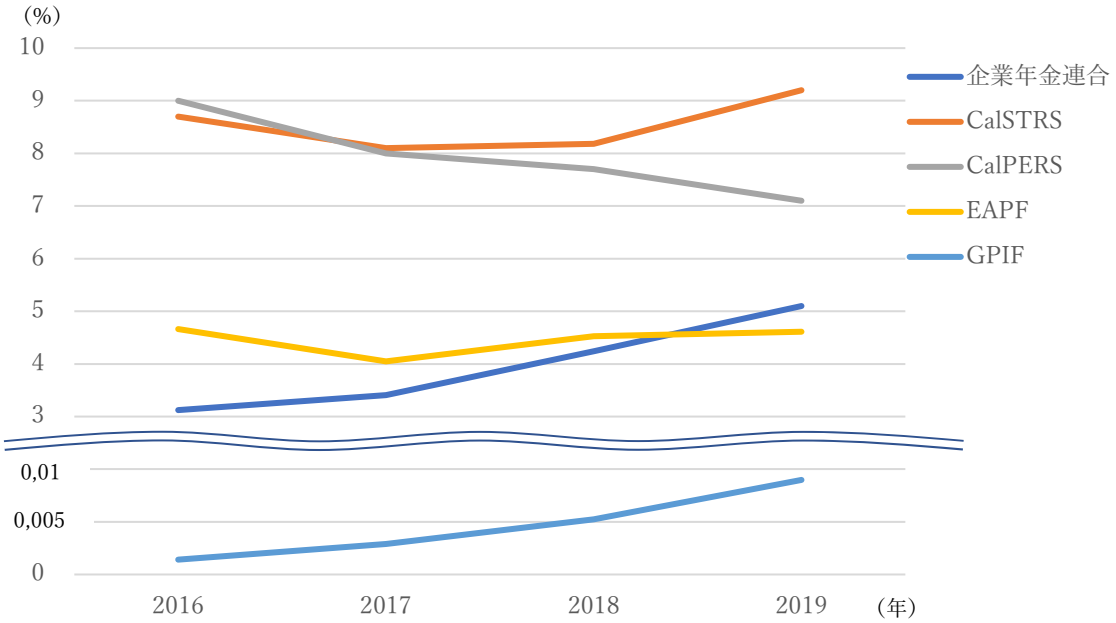
2019 年（日本については 2019 年度）における各基金の投資総額全体に占める PE/VC ファンドへの投資割合は、GPIF：0.009%、企業年金連合：5.1%、CalSTRS：9.2%、CalPERS：7.1%、EAPF：4.6%となっており、日本の基金は米国に比して相対的に低いことが伺える（図表 2-2-10）。一方で、各基金の当該割合の推移をみると、日本の基金は PE 投資の割合を継続的に増加させており、今後の動向が注目される（図表 2-2-11）。

[12] 年金積立金管理運用独立行政法人
[13] California State Teacher's Retirement System：カリフォルニア州職員年金基金
[14] California Public Employees' Retirement System：カリフォルニア州職員退職年金基金
[15] Environment Agency Pension Fund：環境保護庁年金基金

図表 2-2-10　主要な機関投資家ごとの PE/VC ファンドへの投資金額及び投資割合（2019 年）[16]

機関投資家名	投資金額（十億円）	投資割合（%）
GPIF（日）	145	0.009
企業年金連合（日）	519	5.1
CalSTRS（米）	2,377	9.2
CalPERS（米）	2,903	7.1
EAPF（英）	24	4.6

図表 2-2-11　各機関投資家の PE/VC ファンドへの投資割合の推移



出典：年金積立金管理運用独立行政法人「2019年度業務概況書」、企業年金連合「年金資産運用状況」、CalSTRS "Comprehensive Annual Financial Report"、CalPERS"Comprehensive Annual Financial Report "、EAPF"Active Pension Fund Report"

[16] 年金積立金管理運用独立行政法人「2019 年度業務概況書」（https://www.gpif.go.jp/operation/annual_report_2019_q4__jp.pdf）、企業年金連合「年金資産運用状況」（https://www.pfa.or.jp/activity/shisan/shisan02.html）、CalSTRS "Comprehensive Annual Financial Report"（https://www.calstrs.com/comprehensive-annual-financial-report）、CalPERS "Comprehensive Annual Financial Report "（https://www.calpers.ca.gov/page/investments/about-investment-office/investment-financial-reports）EAPF "Active Pension Fund Report"（https://www.eapf.org.uk/annual-reports-and-accounts）（参照：2021/3/11）

2-3 小括

わが国の発行市場において、新興企業の資金調達のためには、上場市場のみならず、私募やクラウドファンディングといった資金調達可能なインフラ・制度は備わっているが、これら制度が積極的に活用されているとはいえず、2019 年における日本のスタートアップの資金調達額と米国のレギュレーション D による資金調達額との間には 380 倍もの差が存在する。株式流通市場においても、NASDAQ は 2019 年の上場時価総額 1,425 兆円を誇り、新興企業向け取引所としてガリバーたる地位を確立している。また非上場株式の売買においても、OTC Markets では 2019 年には約 36 兆円もの取引がなされている。

また、リスクマネー供給の観点から、供給主体たる PE/VC ファンドについて概観したが、わが国の PE/VC ファンドによる資金供給量は GDP 比で米国の約 1/16、英国の約 1/2 と、非常に小さい。機関投資家による PE ファンド等への資金拠出状況も米国の代表的なファンドに比べて見劣りがする。

これら事実を踏まえ、次章以降においては私募やクラウドファンディング等の資金調達を行う上での規制・制度や、いわゆる「プロ・アマ区分」等のリスクマネーを供給する投資家に関連する規制・制度、並びに証券取引所や非上場株式における売買市場に関する制度面に関し、先進的な事例を調査し、わが国のリスクマネーを取り巻く規制・制度に関する課題点について考察する。

3. 資金調達に関する規制・制度

前章において日本は新興企業へのリスクマネーの供給量が米国に比べて少ないことを確認したが、本章では米英と日本のリスクマネーに関連する規制・制度を比較することにより、リスクマネー供給を促すための規制・制度面の課題を検討していく。本章では、第 1 節において株式の募集に関する規制の免除規定を、第 2 節では新興企業の資金調達手段としてメジャーになりつつあるクラウドファンディングに関する規制・制度を、第 3 節では非上場株式への投資可否に影響を及ぼし得る投資家区分に関する制度を、第 4 節では株式の投資勧誘に関する規制を、それぞれ概観する。

3-1 株式募集に関する規制の免除規定

はじめに株式による新興企業の資金調達に関する制度を調査する。一般に株式による資金調達に際して企業は、株式取得の申込みの勧誘を行い、当該株式の交付と引き換えに資金を調達する。わが国の株式取得の勧誘は不特定かつ多数を対象とする公募（有価証券の募集）と、少数の投資家や特定の区分の投資家のみを対象とする私募に大別されるが、私募は公募よりも発行や運用に関する手続きが簡易なため、公募と比べ資金に余裕のない新興企業でも利用のハードルが低い。本節では、新興企業の資金調達手段として特に重要である私募等の株式募集に関する規制の免除規定について、わが国と米英の制度を比較し、私募等によるリスクマネーの調達に関する我が国の制度上の課題について考察する。

3-1-1 日本の制度

わが国において企業が株式発行によって資金調達をする場合、適格機関投資家や少人数を対象とする「私募」であれば、有価証券届出書や通知書の財務局への提出、目論見書の作成は不要である。「有価証券の募集（公募）」に該当する場合には、有価証券届出書や目論見書の作成といった相応のコスト負担が強いられるため、新興企業が資金調達をする際には、新規上場をする場合を除き、私募の要件を満たすように設計することが一般的である。

私募には、①適格機関投資家のみを対象とする私募、②特定投資家のみを対象として行うもの、③少数（50 人未満）の投資家を対象とする少人数私募がある。いずれの場合も、取得者から他者への譲渡に制限が課されている（図表 3-1-1）。

図表 3-1-1 金融商品取引法上の私募に関する分類

①適格機関投資家私募 （法 2 条 3 項 2 号イ、施行令 1 条の 4）	・ 適格機関投資家のみを相手方として行うもの ・ 当該有価証券がその取得者から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないもの
②特定投資家私募 （法 2 条 3 項 2 号ロ）	・ 特定投資家のみを相手方として行うもの ・ 当該取得勧誘の相手方が国、日本銀行及び適格機関投資家ではない場合に、金融商品取引業者等が顧客からの委託により、又は自己のために当該取得勧誘を行うもの ・ 当該有価証券がその取得者から特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ないもの
③少人数私募 （法 2 条 3 項 2 号ハ）	・ 多数の者への勧誘、適格機関投資家私募、特定投資家私募のいずれにも該当しないもの（50 名未満への勧誘であること）[17] ・ 多数の者に所有されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当すること

[17] 勧誘対象者数から適格機関投資家は除かれる（金融商品取引法第 2 条第 3 項 1 号）

適格機関投資家私募は、50 名以上への取得の申し込みの勧誘を行う場合でも募集には該当せず、届出も不要となる。勧誘対象者はすべて専門家たる適格機関投資家であり、株式発行者に情報開示義務を課す必要はないと考えられている。

特定投資家私募については、平成 20 年に「我が国金融・資本市場の競争力の強化を図るため、金融に関する知識を有する特定の投資家に参加者を限定した市場（いわゆるプロ向け市場）」[18]が創設された一環として、上記条件を満たすものについて開示規制が免除された。

少人数私募は、取得勧誘の相手方が少人数の場合には、勧誘される者は発行者と相対の関係にあるため、必要な情報を取得できる立場にあると考えられるからとされる [19]。

前述したように私募に該当する場合には有価証券届出書や通知書は不要であるし、勧誘対象が 50 人以上となり有価証券の募集に該当する場合でも、株式の発行額が 1 億円未満であれば原則として、会社の営業や経理に関する情報の記載や監査証明が不要で簡易的な有価証券通知書の作成で足りる。また、目論見書の作成も不要である。更に、発行額が 1,000 万円未満であれば、原則として有価証券通知書の提出も不要である（図表 3-1-2）。

そのため、成長途上である新興企業は上場企業等と比べ、簡易的に資金調達が可能となっている一方で、投資家にとっては自身で証券情報や企業情報等を取得しなければならず、取得可能な情報の量や当該情報の正確性等が不足する場合には、投資リスクの増大要因となりうる。

図表 3-1-2　非上場企業における有価証券届出書・有価証券通知書の要否 [20]

	発行（売出し）価格の総額		
	1 千万円以下	1 千万円超から 1 億円未満	1 億円以上
募集又は売出し	不要	有価証券通知書 （法第 4 条第 6 項）	有価証券届出書 （法第 4 条第 1 項 又は第 2 項）
上記以外	不要		

3-1-2　米国の制度

米国では 1933 年証券法（以下、証券法）第 5 条により、証券を公募する際には SEC に登録届出書を提出することが求められる。登録届出書は投資家に配布される書類である目論見書と、その他の補足情報から構成されており、当該登録届出書の提出により証券を登録することが必要である。

この証券法第 5 条による証券の登録義務は発行体の負担が小さくないため、同法では資金調達促進の観点から当該登録義務が免除される証券や取引が規定されている。当該規定として代表的なレギュレーション A 及びレギュレーション D は、証券法第 3 条及び第 4 条に基づき SEC が制定した規則であり、これらについて本項にて概観する。

①レギュレーション A

証券法では、一定の規模を超えない公募について SEC への登録を免除することが規定されているが、1996 年に当該上限は 500 万米ドルとされた。当該レギュレーション A は、12 か月間の合計で 500 万米ドルまでの公募を小規模募集としている。当該小規模募集に該当する場合に

[18] 金融庁「第 169 回国会における金融庁関連法律案　金融商品取引法等の一部を改正する法律　法律案要綱（平成 20 年 3 月 4 日提出、平成 20 年 6 月 6 日成立）」（https://www.fsa.go.jp/common/diet/169/index.html）（参照：2021/3/11）

[19] 黒沼悦郎（2020）『金融商品取引法（第 2 版）』（有斐閣）

[20] 関東財務局「有価証券通知書」（http://kantou.mof.go.jp/disclo/tuuchi/mokuji.htm）（参照：2021/3/11）

は、Form1-A による簡易な offering statement を SEC に提出することで、募集を行うことができるというものである。

その後、2012 年に新興企業が資金調達を行いやすくする為の様々な規制を緩和し、ベンチャー企業の動きを活発化させることを目的とした新興企業促進法（Jumpstart Our Business Startups Act：以下、JOBS 法）が成立したことで、レギュレーション A が改正された。改正後のレギュレーション A+では、調達上限金額や投資可能金額によって Tier1 と Tier2 に区分され、従前は 12 か月間の合計で 500 万米ドル超であった登録義務が課される調達金額の基準が、2012 年に制定された JOBS 法をきっかけに 12 か月間の合計で最大 5,000 万米ドル超まで引き上げられている[21]。さらに、SEC によって 2020 年 11 月に規則が改正され、調達金額の合計が 5,000 万米ドル以内から 7,500 万米ドル以内へ引き上げられている。

レギュレーション A による公募では、SEC が定める財務諸表も含めた Form1-A を届出する必要があり、当該 Form1-A は公表される[22]。一方で購入できる投資家として、機関投資家限定等の制限はなく、一般に向けた投資勧誘も可能である。そのため、インターネットを通じた多数の投資家への小規模募集などにも使われている[23]（図表 3-1-3）。

図表 3-1-3 レギュレーション A の条件

	区分ごとの条件	共通の条件
Tier1	12 か月間に 2,000 万米ドル以内の募集かつ発行体関係者による売付けが 600 万米ドル以内	・ 一般向けの勧誘可能 ・ 投資家の制限無し（一般の投資家による投資も可能） ・ 規定の様式（Form1-A）の届出が必要：2 年分の財務諸表を含む ・ 転売可能
旧 Tier2	12 か月間に 5,000 万米ドル以内の募集かつ発行体関係者による売付けが 1,500 万米ドル以内	
新 Tier2（2020 年改正）	12 か月間に 7,500 万米ドル以内の募集かつ発行体関係者による売付けが 2,250 万米ドル以内	

②レギュレーション D

レギュレーション D は 1982 年に制定され、SEC の登録義務の免除規定として一般的によく利用されている。当該規制は Rule 504、506（b）、506（c）といった資金調達条件の 3 類型を含む複数の Rule が束になったものである。Rule 504 は従前まで 12 カ月間で 500 万米ドル以内の募集に制限されていたが、SEC による 2020 年 11 月の規制改正において、1,000 万米ドル以内に募集の制限金額が引き上げられた。また、投資家数や投資家の属性に関する制限は無く、一般の投資家による投資も可能である。

Rule 506（b）、506（c）に関しては投資家の属性や人数に制約があり、Rule 506（b）では自衛力認定投資家及び 35 人以下の洗練された投資家（自衛力認定投資家及び洗練された投資家の概要については後述）に、Rule 506（c）では自衛力認定投資家に限定される。いずれの場合も、譲渡が制限されなければならない（図表 3-1-4）。

[21] Tier2 では発行体に継続開示義務が課される等、投資家保護の観点が強いものとなっている。
[22] Form1-A は以下の URL を参照（https://sec.report/Form/1-A）（参照：2021/3/11）
[23] 山本雅道（2019）『改訂版　アメリカ証券取引法入門』（第一法規）

図表 3-1-4 レギュレーション D の条件

	区分ごとの条件
Rule 504	・ 12 か月間で 1,000 万米ドル以内の募集という金額面での制約がある ・ 投資家の属性や人数に制約は無く、一般の個人でも購入可能 ・ 一般的勧誘は不可
Rule 506（b）	・ 募集金額の上限制約は無い ・ 投資家は自衛力認定投資家及び 35 人以下の洗練された投資家に制限される ・ 一般的勧誘は不可
Rule 506（c）	・ 募集金額の上限制約は無い ・ 投資家は自衛力認定投資家に制限される ・ 一般的勧誘も可能

投資可能な投資家に関する制約が特に強く、取得者が自衛力認定投資家のみに制限されている Rule 506（c）では、募集金額に制限は無く、更にメディアや広告等を用いた「一般的勧誘（general solicitation）」も可能である。一方で、投資家が自衛力認定投資家のみならず、35 人以下の「洗練された投資家（sophisticated person）」まで参加可能な Rule 506（b）においては、Rule 506（c）と同様に募集金額の上限制約はないものの、一般的勧誘は不可とされる。

レギュレーション D に基づく証券発行額の 2018 年時点における実績は、Rule 504 は約 20 億米ドル、Rule 506（b）は約 1 兆 5,000 億米ドル、Rule 506（c）は約 2,110 億米ドルであった[24]ことから、募集金額の上限制約がないこと、及び自衛力認定投資家以外の洗練された投資家への販売も可能であることが資金調達に貢献したものと考えられる。

3-1-3 英国の制度

英国においても、少数の投資家ないし特定の投資家に対する譲渡可能証券の発行については、通常の株式募集行為に伴う規制が免除され、株式発行コストを低く抑えることができる制度が設計されている。一般に、証券の発行体は譲渡可能証券発行時、金融行為監督機構（Financial Conduct Agency：以下、FCA）に目論見書を提出し、承認を得なければならない[25]。当該規定には免除規定が設けられており、以下の項目に該当する場合、発行体はFCAに目論見書を提出することなく証券を発行することが可能となっている（図表 3-1-5）。

図表 3-1-5 目論見書の提出が免除される要件[26]

・ EU 目論見書規則の第 1 条（4）に該当する場合[27] 　- 証券の募集対象が適格投資家（Qualified Investor）[28]のみの場合 　- 証券の募集対象が適格投資家を除き EU 加盟国ごとに 150 人未満の場合　等[29]
・ 発行金額が 800 万ユーロ相当額未満の場合

[24] 岡田 功太（2020）「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み」『野村資本市場クォータリー　2020 年秋号』（野村資本市場研究所）

[25] Financial Services and Market Act 2000 Section 85

[26] Financial Services and Market Act 2000 Section 86

[27] REGULATION （EU） 2017/1129 （EU 目論見書規制）は、英国の EU 離脱（Brexit）移行期間の終了に伴い、英国法として取り込まれている（オンショア化）。

[28] 適格投資家は、後述の「プロフェッショナル（Professional clients）」「適格カウンターパーティー（Eligible counterparties）」を指す（‘qualified investors’ means persons or entities that are listed in points （1） to （4） of Section I of Annex II to Directive 2014/65/EU, and persons or entities who are, on request, treated as professional clients in accordance with Section II of that Annex, or recognized as eligible counterparties in accordance with Article 30 of Directive 2014/65/EU）（European Parliament “REGULATION （EU） 2017/1129”より引用）。

[29] REGULATION （EU） 2017/1129

3-1-4 小括

私募等の株式募集に関する規制の免除について各国の規制・制度を概観したが、以下の三つの観点がわが国の規制・制度と比較して異なる。

一つ目は、わが国における小規模公募の調達上限金額は年間 1 億円であるのに対し、米国は直近の制度改正において上限が 7,500 万米ドルまで引き上げられており、上限金額は大きく異なる。二つ目に、わが国で私募に参加できる投資家は、適格機関投資家・特定投資家もしくは 50 人未満の一般投資家のみであるのに対し、米国においては自衛力認定投資家であれば取引に参加でき、当該投資家への移行は日本の特定投資家への移行と比べて極めて条件が緩いため [30]、取引に参加できる投資家の範囲が広い。また英国においても目論見書の FCA 登録は一般投資家の参加が 150 人未満であれば免除される [31]。三つ目として、わが国では私募に関する多数の者（50 人以上）を相手方とする勧誘が原則として禁じられているのに対し、米国は私募制度である Rule 506（c）において一般的勧誘が可能とされている。

発行体に求める情報開示の内容など他の方法で投資家保護を図ることも同時に議論される必要があるが、上記の観点でわが国における規制・制度のあり方を検討する余地はあるものと考えられる。

---

[30] 日本における特定投資家に関しては「3-3-1」、米国における自衛力認定投資家に関しては「3-3-2」を参照。

[31] 英国における投資家の区分に関しては「3-3-3」を参照。

【ご参考】 情報開示に関する規制

企業の経営内容や財務状況に関する情報開示（ディスクロージャー）は、投資家保護の観点から重要である一方で、新興企業にとっては負担となりうる。当該情報開示が新興企業にとって過度の負担とはならず、かつ十分な情報開示を行うことは現実に困難である。前節で見たように、十分な情報開示を求められない私募等の場合には、株式を購入できる投資家層をリテラシー等のレベルによって限定し、投資家保護が図られている。一方で、本来株式を広く公募する上でどのような情報開示が求められるのか、各国を確認し、わが国の規制・制度について考察する。

① 日本の規制

わが国において有価証券を新規に発行する際、多数の投資家に対して有価証券の取得の勧誘を行うことは「有価証券の募集」となる（金融商品取引法第 2 条 3 項）。また、既に発行された有価証券を転売する際、多数の投資家に対して当該有価証券の売付け・買付けの勧誘を行うことは「有価証券の売出し」とされる（法第 2 条 4 項）。募集・売出しに該当する場合、証券発行時の開示義務が課されることとなり、発行体は「有価証券届出書」と「目論見書」の作成が求められる。有価証券届出書は、発行体の概要、事業内容、経理の状況等が記載されるとともに、公認会計士による監査も求められる（施行令第 35 条）。当該届出書は有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム[32]である「EDINET」を通じて内閣総理大臣に提出され、公衆の縦覧に供される（法第 5 条、第 25 条 1 項、第 27 条の 30 の 3）。目論見書には有価証券届出書の内容が記載され、募集・売出しの前、もしくは同時に投資家に対して交付される（法第 13 条 1 項、2 項、第 15 条 2 項）。

募集・売出しにあたり有価証券届出書を提出した発行体、金融商品取引所に上場している発行体等は、継続的な開示義務として事業年度経過後 3 カ月以内に「有価証券報告書」、事業年度の四半期経過後 45 日以内に「四半期報告書」の提出が課されている（法第 24 条 1 項、第 24 条の 4 の 7）。また、組織再編、主要株主の変動等投資判断に重要な影響を与える事由の発生時には、「臨時報告書」を遅滞なく提出することも課されている（法第 24 条の 5 第 4 項、企業内容等の開示に関する内閣府令第 19 条）。

金商法は「国民経済の健全な発展及び投資家の保護に資することを目的」とした法律であり、金商法における開示義務は投資家保護を目的としている（法第 1 条）。開示義務は、株主の保護に資することを目的として会社法にも規定されている。会社法における開示義務は全ての会社を対象としており、企業は株主総会招集に際して計算書類（貸借対照表、損益計算書等）や事業報告を提供することが求められている（会社法第 437 条）。また、企業は株主総会終了後、貸借対照表（大会社の場合は貸借対照表及び損益計算書）を遅滞なく公告する必要がある（会社法第 440 条）。

② 米国の規制

企業が証券の公募を行う場合には、SEC に登録届出書（registration statement）を提出する必要がある（証券法第 5 条）。SEC は開示に関する指示（instruction）が記載された登録届出書のフォーム[33]を作成しており、当該フォームはパートⅠとパートⅡに分かれている。パートⅠは目論見書に記載すべき事項であり（INFORMATION REQUIRED IN PROSPECTUS）、事業活動、財務状況、経営成績、リスク要因、経営管理に関する重要な情報が明記されていなければならず、監査済み財務諸表の記載も求められる。パートⅡはその他の追加情報（INFORMATION

---

[32] 金融庁「EDINET について」（https://www.fsa.go.jp/search/20130917.html）（参照：2021/3/11）

[33] 当該フォームは複数種類あり、発行体の置かれた状況により異なる。新規株式公開等で用いられるフォーム S–1（https://www.sec.gov/about/forms/forms-1.pdf）、既に登録済みの証券の募集等に用いられる様式 S–3（https://www.sec.gov/files/forms-3.pdf）や、海外民間発行体用のフォーム等がある。

NOT REQUIRED IN PROSPECTUS）であり、SEC への提出のみで目論見書のように投資家へ配布する必要はない。

登録届出書は発行体によって作成され、目論見書部分は SEC に要求される項目をすべて正確に記載しなければならない一方で、投資家向けのマーケティング資料ともなる[34]。また、当該登録届出書は一般に数百ページにもわたる書類となるため、特に新興企業である発行体には作成に負担が大きいものとなっている。

また、上述の証券法において要求される公募の登録制度は 1934 年証券取引所法により流通市場にも適用され、発行体は年次報告書及び四半期報告書をそれぞれ報告期間の 90 日以内及び 45 日以内に提出することが求められる。また、重要な事象の発生時には臨時報告書を4営業日以内に提出しなければならない。

③ 英国の規制

英国において、譲渡可能証券を発行する際、原則目論見書を発行し FCA の認可を得ることが義務付けられている[35]。目論見書には、証券の発行者に関する情報・主な事業内容、監査済み財務諸表、発行される証券の内容等、投資家が投資する際に必要となる情報が盛り込まれる[36]。当該目論見書は FCA に審査されたのちに発行者、金融仲介業者等が運営する Web サイト上に掲示されることで一般に公開される[37]。

また英国においては、2013 年に EU 内の証券取引所上場会社を対象とする「上場証券の発行者についての情報の透明性に関する指令」（透明性指令）が見直され、四半期開示義務が廃止されたことを受け、2014 年に法律上の四半期開示制度の義務が廃止された。発行体は事業年度終了時から 4 カ月以内に「年次報告書」[38]、事業年度の半期終了時から 3 カ月以内に「半期報告書」[39]を提出することが求められている。また、株価の変動に大きな影響を与えるような内部情報に関しては、可及的速やかに公表することが求められている[40]。

④ まとめ

各国において株式の公募等、一定の条件で株式の募集を行う際には、目論見書やその他企業情報を開示することが求められる。一般に当該開示には監査済みの財務諸表が含まれ、開示義務のある情報量の多さや、外部監査を求められることによる負担は新興企業にとって大きいものになりうる。そのため、情報開示に伴う負担が少ない私募に関する制度を、どのように設計するかが新興企業の資金調達には重要となる。

---

[34] 山本、前掲書、p.55
[35] Financial Services and Market Act 2000 Section 85、FCA Handbook PRR 1.2
[36] FCA Handbook PRR 2.1
[37] FCA Handbook PRR 3.2
[38] FCA Handbook DTR 4.1
[39] FCA Handbook DTR 4.2
[40] FCA Handbook DTR 2.2

3-2 クラウドファンディングの規制・制度

クラウドファンディングとは、「『多数の人から』『少額ずつ』『インターネットを通じて』お金を集める」[41]仕組みを指しており、「寄付型（寄付として資金を提供するのみ）」「購入型（製品・サービスを受け取る）」「投資型（株式やファンドを取得する）」に分類される。本節においては、リスクマネー調達手段であるクラウドファンディングについて概観する。日米英の各国・地域の規制・制度内容について比較することにより、クラウドファンディングによるリスクマネーの調達に関する我が国の制度上の課題について考察する。

3-2-1 日本の規制・制度

我が国におけるクラウドファンディングは、非上場株式の発行を通じた資金調達を行うための制度として 2015 年 5 月に創設された。クラウドファンディングは、金融商品を取り扱うこととなるため、金融商品取引法の規制対象であり、取扱業者は金融商品取引業者として内閣総理大臣に登録の届出を行う必要がある。また、日本証券業協会にて定められている自主規制の対象となる。なお、クラウドファンディングを取り扱う業者として日本証券業協会に登録されているのは、2021 年 1 月 18 日現在 6 社となっている。

クラウドファンディングを利用して資金調達を行う際の発行体の調達上限金額及び投資家の投資限度額は図表 3-2-1 の通りである。なお、資金調達上限額にはクラウドファンディングだけでなく、過去 1 年以内における私募等による株式の発行金額も含まれる [42]。

図表 3-2-1　日本におけるクラウドファンディングの調達上限金額・投資限度額 [43]

発行体の資金調達上限額	1 億円未満（1 年間）
投資家の投資限度額	1 銘柄当たり 50 万円（1 年間）

投資家サイドの規制・制度として投資家保護の観点から、クラウドファンディング取引に際し、取引業者は投資家がリスク・手数料について理解し、自身の判断及び責任において取得を行う旨の確認を得るための確認書を徴求することが定められている [44]。なお、購入した株式の転売については特段規制されていない [45]。

クラウドファンディングを利用して株式を発行する企業は、当局に情報開示に関する届出を行う必要はないが、ポータルサイト運営会社は投資家に対し、当該企業の事業の状況に関する情報を提供することが求められており [46]、実例として売上高の推移や新年度の事業計画等が記載されている [47]。そのため、クラウドファンディングを利用して株式を発行する企業はポータルサイト運営会社に対し、定期的に自社に関する情報を報告することが求められている。

また、投資家への投資勧誘は、クラウドファンディングのポータルサイト閲覧または電子メールによる勧誘のみが認められており、電話や訪問による勧誘は禁止されている。

---

[41] 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング制度概要」（https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucrowdfunding/seido/gaiyou/index.html）（参照：2021/3/11）

[42] 金融商品取引業等に関する内閣府令第 16 条の 3 第 1 項

[43] 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング制度概要」（https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucrowdfunding/seido/gaiyou/index.html）（参照：2021/2/23）、金融商品取引法施行令第 15 条の 10 の 3

[44] 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」第 11 条

[45] 日本証券業協会「『非上場株式の取引等に関する ワーキング・グループ』第 10 回資料」（https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/200207_shiryo.pdf）（参照：2021/3/12）

[46] 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」第 16 条

[47] 株式会社日本クラウドキャピタル「FUNNDINO　投資の仕方」（https://fundinno.com/user_guide）

3-2-2 米国の規制・制度

米国では、新興企業の資本市場へのアクセスを改善することを目的とし、2012 年に「Jumpstart Our Business Startups Act（以下、JOBS 法）」が制定された。JOBS 法が制定されたのち、当該法令に基づくクラウドファンディング規制（レギュレーション クラウドファンディング）が 2015 年 10 月に SEC により承認され、2016 年 5 月よりクラウドファンディングの利用が可能となった。

クラウドファンディングのポータルサイトを運営する仲介会社は、ブローカーディーラーあるいはファンディングポータルのいずれかの形態で SEC に登録する必要がある。また同時に、金融業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority：以下、FINRA）への登録も必要である。ファンディングポータルとして FINRA に登録されている業者は、2021 年 1 月 18 日現在 65 社である。

米国におけるクラウドファンディングによる発行体の資金調達限度額は、現在 1 年間に 107 万米ドルと定められている[48]。投資家一人当たりの投資上限額は年収もしくは保有する純資産の金額によって異なるが、最大でも年間 10.7 万米ドル（一投資家が利用する全ポータルサイトにおける投資額の合算）とされている。現時点の投資限度額は以下図表 3-2-2 に記載しているが、後述のように、2020 年の規制改正により資金調達限度額及び投資上限額が変更されることとなった。

図表 3-2-2 【2021 年 3 月 14 日迄適用】米国におけるクラウドファンディング投資限度額[49]

条件	投資限度額
年収または純資産が 10.7 万米ドル未満の場合	年収又は純資産のいずれか少ない額の 5%相当額と、2,200 米ドルのいずれか大きい額以下
年収及び純資産が 10.7 万米ドル以上の場合	年収及び純資産が 10.7 万米ドル以上の場合は、年収又は純資産のいずれか少ない額の 10%相当額以下（10.7 万米ドルが上限）

発行体サイドの規制として、クラウドファンディングにて資金を調達する発行体は、発行時に「Form C」の提出が求められる。これは、SEC が運営する EDGAR（Electronic Data-Gathering, Analysis, and Retrieval system）に提出するものであり、提出後には公衆縦覧に供される。この報告には、事業の説明、クラウドファンディングの目標金額、直近 2 年分の財務諸表等の情報を添付する。財務諸表の監査もしくは簡易的なレビューの必要性については発行金額の多寡により異なる（図表 3-2-3）。

図表 3-2-3 財務諸表の監査・レビューについて[50]

直近 12 カ月以内の全ポータルサイトにおける発行金額	必要な監査・レビュー内容
10.7 万米ドル以下	・ 財務諸表の独立公認会計士による監査・レビューは不要 ・ 代表役員が認定した所得税申告書、財務諸表が必要
10.7 万米ドル超、53.5 万米ドル以下	・ 財務諸表の独立公認会計士によるレビューは必要
53.5 万米ドル超	・ 財務諸表の独立公認会計士による監査は必要（初めての発行に限り、レビューでも可）

[48] Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations SS227.100（a）（1）
[49] SEC " Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers"（https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm）（参照：2021/3/11）
[50] SEC " Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers"（https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm）（参照：2021/3/11）

また、継続開示として発行体は会計年度ごとに「Form C-AR」の提出が求められている。本報告書には財務諸表の添付が必要であるが、発行時には必要であった監査やレビューは不要である。

SEC はファンディングポータルが投資家に対して、投資に関する助言や購入の勧誘等をすることは認めていない[51]。一方で、ブローカーディーラーにはクラウドファンディングにおける投資家への勧誘活動が認められており、ファンディングポータルとして登録している業者が勧誘等に携わりたい場合には、ブローカーディーラーとして登録する必要がある。

投資家サイドの制限として、当該制度にて購入した株式は、特定の条件に合致しない限り、購入より 1 年間は転売できないという転売制限が課されている[52]。

投資家保護の観点では、仲介業者に対して、投資家が自身の抱えるリスクについて認識していることを確認する必要がある旨、クラウドファンディング規則に定められている[53]。投資家の口座開設時に、投資に係るリスク・制限等を説明した資料（educational materials）を提供するとともに、投資時に全額損失となるリスクがあることを認識していること等につき確認を行う必要があり、実務上では、仲介業者は投資家のアカウント作成時や投資実行時に、投資家のリスクに関する項目への確認・合意を求める形で対応している状況が見受けられる[54]。

なお、クラウドファンディングに関する直近の動向として、2020 年 11 月 2 日に未公開株式等の市場の規制改正案が SEC で採択された。この改正案の中には前節で触れたレギュレーション A、レギュレーション D の両規制に関する改正案とともに、本節におけるクラウドファンディング規制についても盛り込まれている。具体的には、図表 3-2-4 の 5 点の内容が改正されることとなっており、2021 年 3 月 15 日より適用される。

図表 3-2-4 【2021 年 3 月 15 日より適用】2020 年 11 月に公表された改正案[55]

①	資金調達上限額を 500 万米ドルに引き上げ
②	自衛力認定投資家（Accredited Investor）の投資限度額を撤廃
③	非自衛力認定投資家の投資限度額の計算を、年収又は純資産のいずれか「大きい」金額に変更
④	（新型コロナ対応）クラウドファンディング規制に依拠して 25 万米ドル以下の資金調達を行った発行者に対する特定の財務諸表レビュー免除期間を拡充
⑤	クラウドファンディングにより資金調達を行う際に SPV（Special Purpose Vehicle）の利用を許可

⑤に関しては、クラウドファンディングに応募する際の直接的な投資先を、（発行体自身ではなく）発行体が設立した SPV とすることが許可されたものである。発行体にとっては、株主管理を SPV にアウトソースすることができ、当該株主管理に係る負担を軽減できる。これまで生じていた管理負担から解放されるということは、発行会社にとってメリットとなる。

直近の動向に関連し、新型コロナウイルス対応における暫定的な開示規制緩和についても触れておきたい（図表 3-2-4 の④）。2020 年 5 月、中小企業の迅速な資金調達に資することを目的に、クラウドファンディングにおける過去 1 年間の合計調達金額が 25 万米ドル以下の企業に対し、当該クラウドファンディングに伴い求められていた公認会計士レビューを不要とする旨が SEC

[51] PART227 - Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations SS227.300（c）（3）
[52] PART227 - Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations SS227.501（a）
[53] PART227 - Regulation Crowdfunding, General Rules and Regulations SS227.303（b）（ⅱ）（c）
[54] 大手ポータルサイトである Wefunder 社、Republic 社等
[55] SEC “SEC Harmonizes and Improves “Patchwork” Exempt Offering Framework”（https://www.sec.gov/news/press-release/2020-273）（参照：2021/3/11）

より発表された[56]。当初、当該暫定措置は 2020 年 5 月 4 日から 2020 年 8 月 31 日の期間で発行されたクラウドファンディングが対象とされていたが、幾度かの期間延長を経て、11 月の改定で、2020 年 5 月 4 日から 2022 年 8 月 28 日までの期間が免除の対象となっている[57]。

3-2-3 英国の規制・制度

英国では、2014 年 3 月に FCA によってクラウドファンディングに関する規制が導入された。英国においては、クラウドファンディングの取扱業者に対して FCA が認可を与えることになっている。

クラウドファンディングにおける発行体の資金調達上限額と投資家による投資限度額は図表 3-2-5 の通りである。英国は他国と異なり、資金調達上限額が設けられていないという点が特徴的である[58]。投資家による投資限度額は、「一般顧客（Retail client）」における「制限された投資家（Restricted investor）」[59]に対してのみ設定されている。

図表 3-2-5 英国におけるクラウドファンディングの資金調達上限額・投資限度額[60]

資金調達上限額	なし
投資限度額	「制限された投資家（Restricted investor）」のみ 純投資可能資産（主要な住居、年金、生命保険に影響を与えない金融資産）の 10%以下

投資家サイドの規制として、購入した株式の転売には、特段の制限は設けられていない。

発行体による情報開示に関する規制として、EU で 2003 年に制定された「目論見書指令（Prospectus Directive）」[61]に基づき、英国の「2000 年金融サービス市場法（Financial Services and Markets Act 2000）」における目論見書の開示に関する法令が改定された。当該規則に則り、英国では 8 百万ユーロを超える金額で譲渡可能証券を発行する場合、目論見書の発行が必要となる旨が規定されている。一方、発行金額が 8 百万ユーロを下回る場合は、目論見書の発行が免除され、当該免除規定はクラウドファンディングにも適用されるものである[62]。

また、クラウドファンディングにて発行される株式を購入できる対象が、投資家保護の観点から定められている[63]。対象となるのは、①「プロフェッショナル（professional client）」として認定された顧客、②「一般顧客（Retail client）」のうち「富裕層（High net worth investor）」または「洗練された投資家（Sophisticated investor）」[64]と認定された顧客、③「一般顧客（Retail client）」のうち

---

56 SEC “SEC Provides Temporary, Conditional Relief to Allow Small Businesses to Pursue Expedited Crowdfunding Offerings”（https://www.sec.gov/news/press-release/2020-101）（参照：2021/3/11）

57 SEC “Final rule：Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets”（https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10884.pdf）（参照：2021/3/11）

58 日本証券業協会「『非上場株式の取引等に関する ワーキング・グループ』第 10 回」（https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/200207_shiryo.pdf）（参照：2021/3/12）

59 定義については 3-3 を参照。

60 日本証券業協会「『非上場株式の取引等に関する ワーキング・グループ』第 10 回」（https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/200207_shiryo.pdf）、FCA ”The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules”（https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps14-4-fca%E2%80%99s-regulatory-approach-crowdfunding-over-internet-and）（参照：2021/3/11）

61 Directive 2003/71/EC

62 Financial Services and Market Act 2000 Section 86

63 FCA Handbook COBS 4.7.7、”The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules”（https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps14-4-fca%E2%80%99s-regulatory-approach-crowdfunding-over-internet-and）（参照：2021/3/11）

64 「プロフェッショナル（professional client）」「富裕層（High net worth investor）」「洗練された投資家（Sophisticated investor）」の定義については 3-3-3 を参照。

「制限された投資家（Restricted investor）」として申請した顧客のいずれかに該当する顧客である。投資家保護の観点から、英国では取扱業者に対して、専門家から投資助言を受けていない投資家には「適切性に関するテスト（appropriateness test）」を実施することを求めている。内容としては、投資家が知識・経験を持ち合わせているか、リスクについて理解しているか確認するものである。実際、取扱業者は投資家に対する評価を実施すべく、Crowdcube[65]等のプラットフォームにてチェックを行っている。

【ご参考】 EU の規制・制度

これまで、EU 全体に対するクラウドファンディングの指令や規制は存在しなかった。2019 年 12 月、欧州議会・EU 理事会によりクラウドファンディングの規則が暫定的に合意されたのち、2020 年 7 月に EU 理事会、2020 年 10 月に欧州議会において最終的に承認された（"REGULATION（EU）2020/1503 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business, and amending Regulation（EU）2017/1129 and Directive（EU）2019/1937"：以下、CF 規制）。CF 規制は 2020 年 10 月 20 日に欧州連合官報に掲載されており、2021 年 11 月 10 日より適用される [66]。なお、クラウドファンディングを取り扱う場合については、クラウドファンディング・サービス・プロバイダー（crowdfunding service provider）として、拠点を置く国の監督当局に申請する必要がある [67]。認可された内容については、監督当局より欧州証券市場監督局（European Securities and Markets Authority：以下、ESMA）に連携される。ESMA は当該情報をもとにサービス・プロバイダー（ポータルサイト運営業者）の一覧を取りまとめ、ウェブサイトにて公開することが求められている [68]。

当該規制にて規定されているクラウドファンディングによる資金調達上限額と投資家の投資限度額は図表 3-2-6 の通りである。

図表 3-2-6 【2021 年 11 月 10 日より適用】EU におけるクラウドファンディングの資金調達上限額・投資限度額

資金調達上限額	500 万ユーロ [69]
投資限度額	なし

投資限度額の定めはない。ただし「洗練されていない投資家（non-sophisticated investor）」[70]の場合、投資金額が 1,000 ユーロか自身の純資産の 5%のいずれか高い金額を投資する際に、投資のリスクについて認識し、同意していることをサービス・プロバイダーに示す必要がある [71]。また、転売に関しても特段の規制はない。

発行体による情報開示については、クラウドファンディングを通じての株式発行に際して「key investment information sheet」を作成する必要があると定められている [72]。発行体が提出した「key investment information sheet」は、サービス・プロバイダーを通じて投資家に提供される。

---

[65] 英国の大手クラウドファンディングプラットフォーム（https://www.crowdcube.com/）

[66] REGULATION（EU）2020/1503 Article 51

[67] REGULATION（EU）2020/1503 Article 12.1

[68] ESMA はこの他にも、サービス・プロバイダーについて各国の監督当局間で生じた見解の不一致を解決するための調整等の役割を担っている（REGULATION（EU）2020/1503 Article 31.5）

[69] REGULATION（EU）2020/1503 Article 1.2（c）

[70] 「洗練された投資家（sophisticated investor）」は投資会社、保険会社、国等といった「professional client」の他、特定の基準を満たしサービス・プロバイダーに承認された者を指す（European Parliament "REGULATION（EU）2020/1503"、"DIRECTIVE 2014/65/EU"）。「洗練されていない投資家（non-sophisticated investor） 」は、当該「professional client」に加え、特定の基準を満たしサービス・プロバイダーに承認された者を除いた者を指す。

[71] REGULATION（EU）2020/1503 Article 21.7

[72] REGULATION（EU）2020/1503 Article 23.1

本シートに記載する必要のある内容は、CF 規制の Annex1 にまとめられており、PART A から PART I の 9 項目がある（図表 3-2-7）。

図表 3-2-7 「key investment information sheet」の記載内容例（一部抜粋）

項目	記載内容
PART A	・ 発行会社の情報 ・ （入手可能であれば）直近の財務諸表へのリンク（hyperlink to the most recent financial statements）、過去 3 年分の主要な財務数値及び財務比率（Key annual financial figures and ratios）・クラウドファンディングの目的　等
PART B	・ 調達目標金額 ・ 資金調達の期限　等
PART C	・ リスクの説明

本シートは、サービス・プロバイダーが内容について完全であること、正確であること、明瞭であることを確認する必要がある。内容に重要な誤りや不正確な部分がある場合、サービス・プロバイダーは発行会社に修正を求めることができ、修正されるまでの間、クラウドファンディングの募集は停止される。さらに、サービス・プロバイダーの指摘から 30 日以上修正がなされなかった場合、クラウドファンディングの募集は取り消されることとなる [73]。

また投資家保護の観点では、クラウドファンディングに投資する「洗練されていない投資家」に対して、「知識に関するテスト（entry knowledge test）」を実施することが求められている。本内容は、投資に関するリスク、投資家本人の経験、基本的な理解等を確認するための手段である。仲介業者は、「洗練されていない投資家」に対して当該テストを 2 年ごとに実施する必要がある [74]。なお、洗練された投資家に対しては上記のようなテストの実施は求められていない。

3-2-4 小括

本節ではクラウドファンディングについて各国の規制・制度を確認した。

日本のクラウドファンディングは資金調達上限額、投資限度額ともに小さく、当該金額については、一部の経済団体からも課題として指摘されている（図表 3-2-8）。

図表 3-2-8 クラウドファンディングに関する投資家・発行体の意見 [75]

投資家	・ 自らのリスクで多額の投資を望む人や一定のポーションを取りたい人にとっては、各投資家の投資額の上限規制 50 万円以下が足かせ。
発行体	・ 各投資家の投資額の上限規制により、投資家の人数が多くなり株主管理コストが大きくなる。 ・ 発行価額の総額の上限規制により、調達額が頭打ち。総額1億円にはクラウドファンディング以外の調達も合算され、制約が厳しい。

日本における投資限度額は特定投資家・一般投資家に区別なく、一律に一案件当たり 50 万円と定められている。一方、米英ではいわゆるプロ投資家 [76]に関して投資上限額は設けられていな

[73]（本段落全て）REGULATION（EU）2020/1503 Article 23.11,12

[74] REGULATION（EU）2020/1503 Article 21.1,3

[75] 新経済連盟「クラウドファンディングに係る規制改革要望」（https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/meeting/wg/toushi/20180227/180227toushi05.pdf）（参照：2021/3/12）

[76] 米国では Accredited investor、英国では Professional client, Elidgible counterparty, High net worth investor, Sophisticated investor が該当する。

い[77]。また、米国における一般投資家や英国における「制限された投資家」については年収・純資産に応じた年間の投資限度額が設けられている。米英とも投資家の年収・純資産等に応じて 1 投資家当たりの投資限度額が定められており、投資家ごとの経済的な実態に即した「投資家保護」が図られている。EU でも「洗練されていない投資家」については、投資金額が 1,000 ユーロもしくは自身の純資産の 5%のいずれか高い金額を投資する場合に、投資のリスクについて認識・同意していることをサービス・プロバイダーに示す必要があり、高リスクであることの認識無く過度な投資がなされないよう図られている。

投資家による過剰投資を防ぎ、投資家保護を図りつつ、クラウドファンディング投資を促進するという観点では、一律に 1 銘柄あたりの投資限度額を定める方策以外にも、個々の投資家が置かれている状況に即した柔軟な投資限度額の設定に関し、検討する余地があるものと思われる。

また前項で見てきた通り、米英 EU における発行体の資金調達上限額は、日本と比べ高めに設定されているか（米国・EU）、発行体の情報開示の程度に応じて可変的に設定されている（英国）。一方で日本は一律に財務諸表等の開示は不要とされており、資金調達上限額も一億円未満とされている。

発行体の情報開示の程度（提出する財務諸表の年数や監査の要否等）に合わせ、資金調達調上限額の引き上げも検討の余地があるものと考えられる。

図表 3-2-9　本節のまとめ

	日本	米国[78]	英国	EU
資金調達上限額 （1 年間）	・ 1 億円未満	・ 500 万米ドル	・ なし	・ 500 万ユーロ
投資限度額 （1 年間）	・ 1 銘柄当たり 50 万円	【自衛力認定投資家は対象外】 （年収または純資産が 10.7 万米ドル未満の場合） ・ 年収又は純資産のいずれか大きい額の 5%相当額と、2,200 米ドルのいずれか大きい額以下 （年収及び純資産が 10.7 万米ドル以上の場合） ・ 年収及び純資産が 10.7 万米ドル以上の場合は、年収又は純資産のいずれか大きい額の 10%相当額以下（10.7 万米ドルが上限）	（一般投資家のみ） ・ 純投資可能資産（主要な住居、年金、生命保険に影響を与えない金融資産）の 10%以下	・ なし
開示関連	・ 当局への届け出義務なし ・ 発行会社はポータルサイトを通じた定期的な情報提供が必要	・ 発行会社は「Form C」を利用した年次報告の提出が必要	（クラウドファンディングの発行金額が 800 万ユーロを上回る場合） ・ 目論見書の提出が必要	・ 発行者は「key investment information sheet」の作成が必要
投資家保護関連	・ 仲介業者が、投資家から確認書を徴求する必要あり（内容：リスク等について理解し、自身の判断及び責任において取り組むことの確認）	・ 仲介業者が、投資家に対して、投資家自身が抱えるリスクについて認識していることを確認する必要あり	・ 仲介業者が、「専門家から投資助言を受けていない投資家」に対して、「適切性に関するテスト」を実施する必要あり	・ 仲介業者は、「洗練されていない投資家」に対して投資に際して「entry knowledge test」を実施する必要あり

[77] 米国では、2020 年 11 月の規制改正に基づき 2021 年 3 月 15 日から自衛力認定投資家の投資限度額が撤廃される。
[78] 米国は、2021 年 3 月 15 日より適用される規制内容を記載。

3-3 投資家区分に関する制度

一般投資家が過度なリスクを負うことのないよう、勧誘・販売や広告表現に関して厳格に規制することは、健全な金融市場の発展に不可欠である。一方で、知識・経験・財産等の状況から、手厚い投資家保護を必要としない投資家もおり、一律な規制は当該投資家への過剰規制として取引コスト増大というデメリットの方が大きくなりうる。したがって、投資家をその属性によって区分し、当該区分ごとに投資家保護に関する規制のレベルを定めることは、金融市場の健全な発展に資すると考えられる。

わが国において、当該投資家の区分はいわゆる「プロ・アマ区分」であり、区分ごとに勧誘・販売に関する規制が異なる。特に非上場の新興企業が資金調達をする上で重要な制度である私募は、特定の条件を満たした投資家のみが応募できる場合が多いため、当該投資家の区分や区分に当たっての条件によって新興企業の資金調達環境は大きく変わりうる。本節では、各国の投資家区分と当該区分に応じた勧誘・販売に関する規制・制度を調査し、実質的な投資家保護を担保しつつ、リスクマネーを新興企業により円滑に供給する態勢について考察する。

3-3-1 日本の制度

日本において、投資家は「適格機関投資家」「特定投資家」「一般投資家」に区分される（図表 3-3-1 ）。適格機関投資家は特定投資家の一部であり、特定投資家であれば、一般投資家に適用される適合性の原則、契約締結時の書面交付、広告等の投資家保護に関する規制の一部が除外される。

図表 3-3-1 日本における投資家区分

適格機関投資家	・「有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者」と定義 [79] ・例として、銀行、証券会社、保険会社、等 [80] ・個人が機関投資家となるための基準は以下の通り [81] － 保有する有価証券の残高が 10 億円以上かつ証券口座開設から 1 年以上経過している
特定投資家	・「適格機関投資家、国、日本銀行、その他内閣府令で定める法人」と定義 [82] ・なお、適格機関投資家、国、日本銀行は一般投資家への移行は不可（それ以外の投資家は一般投資家への移行は可） ・その他内閣府令で定める法人の例として、上場会社、資本金 5 億円以上の株式会社、等 [83] ・個人が特定投資家となるための基準は以下の通り [84] － 純資産の合計が 3 億円以上かつ投資性金融資産の合計が 3 億円以上かつ証券口座開設から 1 年以上経過している
一般投資家	・上記適格機関投資家及び特定投資家に該当しない投資家 [85]

[79] 金融商品取引法第 2 条 3 項
[80] 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第 10 条
[81] 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第 10 条第 24 号
[82] 金融商品取引法第 2 条第 31 項
[83] 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第 23 条
[84] 金融商品取引業等に関する内閣府令第 62 条
[85] 金融商品取引法第 40 条の 4

新興企業の重要な資金調達手段となっている私募には「適格機関投資家私募」「特定投資家私募」「少人数私募」の 3 種類があるが、これらのうち一般投資家は少人数私募のみ参加可能である。

3-3-2 米国の制度

米国における投資家区分として、一般投資家の他に「自衛力認定投資家（Accredited Investor）」「洗練された投資家（Sophisticated Investor）」がある（図表 3-3-2）。

図表 3-3-2 米国における投資家区分の類型

自衛力認定投資家 （Accredited Investor）[86]	・「金融に高度な素養を持ち、投資の損失に耐えうる能力、あるいは証券法の登録手続による保護を不要とするだけの能力を持つ者」と定義 [87] （以下、具体例として抜粋） - 銀行、投資顧問会社、保険会社 等の機関投資家 - 非公開の投資会社（Business Development Company） - 特定の証券保有のために設立されたものではない、総資産が 5 百万米ドル超の組織（会社、パートナーシップ 等） ・個人が自衛力認定投資家となるには以下のいずれかを満たす必要あり - 個人、又は配偶者と同等な者との共同純資産が 100 万米ドルを超えている - 直近 2 年の収入が毎年 20 万米ドル以上ある - 配偶者と同等な者と合算した収入が直近 2 年で毎年 30 万米ドル以上ある - 「SEC が指定する資格等」を保持している - 「知識のある従業員」とみなされる 等
洗練された投資家 （Sophisticated Person）	・自衛力認定投資家ではなく、投資のメリットとリスクを評価できるだけの知識・経験を有している者 [88]

米国において個人がレギュレーション D に基づく私募（Rule 506（b）・506（c））に応募する場合、自衛力認定投資家となるか、Rule 506（b）において参加が許容されている洗練された投資家に該当する必要があり、いずれも一般投資家は参加できない。第 2 章で触れたように、2019 年にはレギュレーション D を利用して約 170 兆円もの規模の資金が調達されており、自衛力認定投資家及び洗練された投資家の資金供給力の大きさがうかがえる。

なお、SEC は 2020 年 8 月に自衛力認定投資家の範囲を拡大した [89]。これまでは年収・純資産といった数値基準のみであったが、当該基準に投資家個人の知識・経験も導入された。例えば、「SEC が指定する資格」[90]を保持している者や「知識のある従業員（knowledgeable

---

[86] PART 230—GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES ACT OF 1933 §230.501（a）

[87] SEC “Accredited Investor Definition（Release Nos. 33-10824）”（https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10824.pdf）（参照：2021/3/11）

[88] PART 230—GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES ACT OF 1933 §230.501（a）（7）、§230.506（b）（2）（ⅱ）

[89] SEC “SEC Modernizes the Accredited Investor Definition”（https://www.sec.gov/news/press-release/2020-191）（参照：2021/3/11）

[90] 例：Licensed General Securities Representative（Series 7）等

employee）」[91]とみなされる、プライベートファンドの執行役員（Executive Officer）、取締役（Director）、ゼネラル・パートナー（General Partner）等が対象に追加されている。

3-3-3 英国の制度

英国における投資家区分として、「適格カウンターパーティー（Eligible Counterparty）」「プロフェッショナル（Professional Client）」「リテール顧客（Retail Client）」がある（図表 3-3-3 参照）。

図表 3-3-3 英国における投資家区分の類型

適格カウンターパーティー （Eligible Counterparties）[92]	・ 投資会社、保険会社、年金基金、各国政府、中央銀行等
プロフェッショナル （Professional Clients）[93]	・ 金融市場において認可・規制がなされている事業体、一定規模以上の法人等が対象 ・ 個人がプロフェッショナルとなるためには以下の定量的な基準及び定性的な基準の双方を満たす必要あり （定量的な基準：以下要件の内、2 つ以上満たすこと） - 過去 4 四半期において、四半期ごと平均 10 回程度市場で取引している - 金融商品資産が 50 万ユーロを超えている - 金融セクターで専門職として最低 1 年間勤務した経験がある （定性的な基準） - 投資家が自身の投資決定を行うのに必要な専門知識、経験等を持ち合わせている
リテール顧客 （Retail Client）[94]	・ 適格カウンターパーティー・プロフェッショナル以外の投資家

「リテール顧客」は、顧客自身の保有する資産・知識・経験等に基づき、さらに 5 つの類型に分類される（図表 3-3-4）。

[91] PART 270 - RULES AND REGULATIONS, INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940 § 270.3c-5（a）（4）
[92] FCA Handbook COBS 3.6
[93] FCA Handbook COBS 3.5
[94] FCA Handbook COBS 3.4

図表 3-3-4 「リテール顧客」における類型

富裕層投資家 （High net worth investor）	・ 以下のいずれかの条件を満たすリテール顧客[95] - 直近の年収が 10 万ポンド以上 - 直近の純資産[96]が 25 万ポンド以上 ・ 投資上限額の定めなし
第三者による認定を受けた洗練された投資家 （Sophisticated investor）	・ 投資へのリスクを理解するのに十分な知識を備えていることを、過去 36 カ月以内に業者に認定された顧客[97] ・ 投資上限額の定めなし
自己申告による洗練された投資家 （Self-certified sophisticated investor）	・ 以下のいずれかの条件に当てはまることを自己申告した顧客[98] - PE 業務に従事している、あるいは過去 2 年以内に従事していた - 過去 2 年以内に複数の非上場企業に投資した 等 ・ 投資上限額の定めなし
制限投資家 （Restricted investor）	・ 直近 12 カ月のうち、「容易に換金できない証券」への投資が純資産のうち 10%以下であることを自己申告した個人[99]
上記以外の投資家	・ 上記に該当しない一般の投資家

英国において、たとえば、クラウドファンディングを含む「容易に換金できない（流動性の低い）証券（non-readily realisable security）」は、一般の投資家を除いたすべての区分の投資家に対して買付勧誘が可能である。一方、一部の金融商品については投資家の区分に応じて買付勧誘の可否が定められている[100]。

英国では、「リテール顧客」でも一定の条件を満たせば「容易に換金できない証券」等のハイリスク商品の勧誘を受けることが可能となる。また保有資産が少ない、或いは知識経験が少ない等により一定の条件を満たすことのできない個人であっても、投資金額を制限することで制限投資家として純資産の一定割合を「容易に換金できない（流動性の低い）証券」のようなハイリスク商品に投資することが可能である。

3-3-4 小括

本節では、わが国におけるいわゆる「プロ・アマ区分」や、米英における投資家の区分について概観した。わが国において個人が特定投資家となるためには、投資家個人の純資産と投資経験のみが条件とされている。

一方、米国では個人が自衛力認定投資家となる条件として、定量的には年収もしくは純資産の金額が設定されており、当該金額は配偶者と合算することも可能である。また、2020 年の改正に

---

95 FCA Handbook COBS 4.12.6

96 ここで言う純資産は、総資産から居住用の住居、生命保険、年金を除いたもの（FCA Handbook COBS 4.12.6）。

97 FCA Handbook COBS 4.12.7

98 FCA Handbook COBS 4.12.8

99 FCA Handbook COBS 4.7.10

100 例えば、「非主流合同運用（non mainstream pooled investment）（FCA Handbook COBS 4.12）」は「適格カウンターパーティー」「プロフェッショナル」及びリテール顧客における「富裕層投資家」「第三者による認定を受けた洗練された投資家」「自己申告による洗練された投資家」に対して買付勧誘が可能である。また、「偶発転換商品・CoCo 債ファンド（contingent convertible instruments and CoCo funds）（FCA Handbook COBS 22.3）」のように「適格カウンターパーティー」「プロフェッショナル」及びリテール顧客における「富裕層投資家」「自己申告による洗練された投資家」に対してのみ買付勧誘が可能な商品もある。

より投資家の知識・経験といった定性的な基準も導入され、定量的な基準もしくは定性的な基準の一方を満たすことで自衛力認定投資家になることが可能である。

英国でも、定量的な基準では個人の年収もしくは純資産のいずれかを満たすことで一定の投資家区分に分類されることが可能であり、個人が定性的な基準のみを満たした場合における投資家区分も用意されている（洗練された投資家）。

投資家保護を実質的に担保するという観点からは、定量基準について個人一人の純資産のみで判別することに留まらず、柔軟な基準の設定が今後の検討課題であるように思われる。また、知識・経験が十分にあることが確認できる個人投資家に関して、投資家保護の観点をどの程度取り入れるかについても、検討の余地があるものと考えられる。

3-4 投資勧誘に関する規制

一般に発行体からの開示情報が比較的少ない新興企業の株式を売買する上で、投資勧誘に関する規制は投資家保護の観点から重要である。また、不適切な勧誘から株式売買注文がなされると、公正な株価が形成されず、健全な取引環境の実現が困難となる。一方で、勧誘規制を一律に強めると、効率的な資金の融通を阻害し、発行体の資金調達を困難にするとともに投資家の投資機会の損失にも繋がりうる。そこで、各国の投資勧誘に関する規制を概観し、わが国における投資勧誘に関する規制のバランスについて検討を行う。

3-4-1 日本の規制

わが国において、最も基本的な勧誘規制として位置づけられているのが適合性原則であり、金融商品取引法において顧客の知識・経験・財産の状況及び契約締結の目的に照らして不適当な勧誘を行い、投資家保護に欠けることのないようにしなければならない旨が定められている[101]。前節で確認したように、特定投資家は投資に関する「プロ」と認定されるため、一般投資家の投資に際して必要となる投資家保護に関する規制が一部緩和されている。適合性原則もその一つであり、特定投資家には適用されない。

一般投資家にのみ適用される当該原則においては、顧客の属性（知識・経験・財産状況・契約締結目的）に照らして、一定の商品・取引について、そもそも当該顧客に販売・勧誘を行ってよいかを判断し、販売・勧誘を行ってもよいと判断される場合でも、顧客の属性に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明を行うことが求められると考えられる[102]。

この他にも、一般投資家にのみ適用される規制として、顧客からの要望が無い限り電話又は訪問による取引の勧誘を行ってはならないという不招請勧誘に関する規制[103]や契約締結前の書面の交付[104]等が存在する。

また、非上場株式の販売等を行うことが出来るのは、当該非上場株の発行会社や登録を受けた証券会社に限られるが、日本証券業協会の自主規則により、クラウドファンディング及び株主コミュニティ以外の非上場株式について、証券会社による勧誘は原則禁止されている。

3-4-2 米国の規制

米国において、証券の発行時には原則として SEC に登録することが求められており、当該登録が完了するまで投資家に対する証券販売に関する勧誘は出来ない[105]。当該条項の目的は、公衆に対して行われる証券発行に際して、すべての重要情報を確実に開示し、不実表示や詐欺を抑止することにある[106]。公募に関しては証券法第 5 条により制限がかけられているものの、公募に含まれない証券の発行に関しては SEC への登録が免除されており[107]、免除規定として「レギュレーション D」が創設された。

レギュレーション D に基づく私募では、SEC への登録のない証券が投資家保護の観点から「自衛力認定投資家（Accredited Investor）」に対してのみ勧誘可能となっている（Rule 506（b）による募集は「洗練された投資家（Sophisticated Investor）」への勧誘も可能）[108]。自衛力認定投資

---

[101] 金融商品取引法第 40 条

[102] 第二種金融商品取引業協会「金融商品・取引の販売・勧誘に関するQ＆A」（https://www.t2fifa.or.jp/info/pdf/qa201709b.pdf）（参照：2021/3/12）

[103] 金融商品取引法第 38 条第 4 号

[104] 金融商品取引法第 37 条の 3

[105] Securities Act of 1933 Section 5

[106] 滿井美江（2016）「米国の証券私募制度における適格投資家の定義見直し」『比較法制研究（国士舘大学）第 39 号』（国士舘大学）

[107] Securities Act of 1933 Section 4（a）（2）

[108] PART 230—GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES ACT OF 1933 §230.506（a）

家は「金融に高度な素養を持ち、投資の損失に耐えうる能力、あるいは証券法の登録手続による保護を不要とするだけの能力を持つ者」[109]と定義されている。

このように、米国は証券の発行に際し原則として SEC への登録制とし、当該証券の情報開示・詐欺抑止等が投資家保護の観点から適切になされていることを確認した上で、投資家への勧誘が可能とされている。一方 SEC に登録されていない証券に関して、例えば Rule 506（c）においては一般的勧誘を可能としつつ、最終的な取得者が自衛力認定投資家であることを確認することを義務付けることで、勧誘の柔軟性と投資家保護のバランスを保っている。

なお、適合性原則について法令による規定はなく、業者には FINRA による自主規制が適用されることとなる [110]。業者は、推奨する商品が顧客にとって適切であると考えられる合理的な基礎を有していなければならず、年齢、投資目的、投資経験、投資期間、流動性ニーズ、リスク許容度、他の投資状況等の情報から判断することが求められる。また機関投資家に関しては、当該機関投資家が投資リスクを評価する能力があると信じるに足る合理的な根拠がある場合及び機関投資家から投資意思決定に際しては機関投資家自身が独立して判断を下している旨の表明がある場合において、適用が除外されることとなっている。

3-4-3 英国の規制

英国における金融規制が規定されている FCA ハンドブックにおける業務行為規則（Conduct of Business：以下、COBS）では、金融販売促進及び適合性・妥当性等に関する規則が定められている。

COBS3 では、業者は顧客をリテール顧客（retail client）、プロフェッショナル（professional client）、適格カウンターパーティー（eligible counterparty）に分類し、リテール顧客との取引を中心に「顧客保護」[111]に関して定められている。業者は当該リテール顧客に対し、顧客が持つ知識や経験に照らして、投資勧誘に先立ちその適切性や適合性を確認しなければならない。また、非上場証券を含む換金性の乏しい証券については、原則としてリテール顧客への勧誘が禁止されている。

COBS4 では、訪問や電話による顧客への勧誘である金融販売促進（financial promotion）について規定されており、顧客の要求に基づかない、電話・訪問等による勧誘行為（不招請勧誘）は例外が規定されつつも原則的に禁止されている [112]。一定の要件を満たし、書面に経験豊かな投資家であるとサインした投資家に対するコミュニケーションは、当該金融販売促進に関する規制の適用は受けないこととなっている。

適合性（suitability）については COBS9 で規定されており、顧客から得た情報に基づき当該顧客に適合すると判断した場合のみ、業者は顧客への商品推奨をすることができ、顧客情報が不足している場合には、当該推奨を行うことができない旨が定められている。

また、業者が顧客へ商品推奨をするにあたっては、顧客から当該商品に関する知識・経験に関する情報を入手し、顧客が当該投資商品やサービスに係るリスクを理解できるか否かの判定（適格性の評価）を行わなければならない（COBS10）。なお、顧客がプロフェッショナル（professional client）に該当する場合、適格性は有するものと判断される。

3-4-4 小括

本節では投資勧誘に関する規制の各国比較を行った。わが国における適格機関投資家私募や特定投資家私募では、投資家への勧誘の段階で、当該投資家が適格機関投資家であることまた

---

[109] SEC “Accredited Investor Definition（Release Nos. 33-10824）”（https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10824.pdf）（参照：2021/3/11）

[110] FINRA Rules 2111. Suitability

[111] FCA Handbook COBS 3.7

[112] FCA Handbook COBS 4.8

は特定投資家であることを確認する必要がある。また少人数私募の場合、一般投資家の勧誘対象者を 50 名未満に限定する必要がある。一方、米国では Rule 506（c）においては一般的勧誘が可能とされており、最終的な取得者が自衛力認定投資家であることを確認できれば良いとされている。さらに、Rule 506（b）における洗練された投資家の人数制限は勧誘対象者に対してではなく実際の取得に対してかけられており、勧誘の柔軟性と投資家保護が両立されている。

また、特に基本的な勧誘規制である適合性の原則に関し、米国では機関投資家が投資リスクについて判断できる合理的根拠を有している場合や、投資意思決定は機関投資家自身が独立して判断している旨の表明がある場合を除き、一般的に機関投資家を含めたすべての投資家に対して適用される。また、英国でも適合性の原則は一般的にすべての投資家に対して適用される。一方、わが国において適合性の原則は、特定投資家には適用されないこととなっている。これは、当該特定投資家の知識・経験や金融資産の状況に照らし、この投資家保護に関する原則は適用しなくてよいと解されていると考えられるが、新興企業の株式という比較的リスクの高い金融商品の購入に際し、全ての特定投資家が自身でその商品性やリスクを適切に把握・判断した上で投資できるかについては疑義が残る。

前節で述べたように、わが国において個人投資家が特定投資家となることが可能な定量基準について、より緩和的な方向に見直す場合や、定性的な基準を導入する場合には、新興企業株式への投資が当該特定投資家の置かれた状況やニーズに適合するかについて、一旦業者に判断させることで、特定投資家であっても不当な不利益を被りにくい状況を整備することも併せて検討すべきであるように思われる。

4. 株式売買の各市場に関する規制・制度

新興企業に向けたリスクマネーの供給促進の観点からは、新興企業株式の流通インフラが整備されていることも重要である。株式流通インフラである証券取引所や非上場株式の売買制度が整備されず、安定的な株式の売買が困難である場合、新規に発行される株式の需要にも影響を与え、発行体にとってマイナスであると考えられる。また投資家保護の観点からも、特に非上場株式について「売りたいときに売れる」ことは重要であるため、流通インフラたる株式売買制度を整備し、市場流動性リスクを低減することで、投資家が負担するリスクを軽減できると考えられる。

本章では、上記の趣旨から証券取引所や、非上場株式の売買制度がどのような規則や設計となっているかを確認し、当該規制・制度面からリスクマネーの供給促進の課題点を考察する。

4-1 各国の取引所の制度

まず日米英の代表的な新興企業向け取引所の制度について概観する。投資家が広く集まり、適切な価格で株式を発行することができれば、当該取引所での上場は新興企業の資金調達手段として有用となる。そのため投資家を幅広く惹きつけることが重要であるが、一方で投資家保護も担保されなければならず、このような観点から各国の制度を比較することで、わが国の取引所の制度について検討を行う。

4-1-1 日本の取引所

本項では、我が国における主に新興企業向けの市場であるマザーズ、TOKYO PRO Market について確認する。

マザーズは成長性が見込まれるベンチャー企業などに、株式上場による資金調達の場を提供することを目的とし、1999 年に開設された市場[113]である。東京証券取引所（以下、東証）においてマザーズは市場一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場と位置付けられており、マザーズに上場して 10 年を経過した時点で市場第二部に上場市場を変更するか、マザーズに継続して上場するかのいずれかを選択することとなる[114]。なお、2019 年におけるマザーズの規模は、時価総額が 6.4 兆円、取引金額が 23.9 兆円である[115]。

上場に際しては上場審査を受ける必要がある。形式上の要件に適合した企業に対し、上場審査が実施される（図表 4-1-1,4-1-2）。

図表 4-1-1 マザーズ上場の形式要件（一部抜粋）[116]

項目	要件
株主数	150 人以上
流通株式	a. 流通株式数 1,000 単位以上 b. 流通株式時価総額 5 億円以上 c. 普通株式数（比率） 上場株券等の 25%以上
事業継続年数	1 年以上

[113] 日本取引所グループ「株式取引所開設 140 周年」（https://www.jpx.co.jp/corporate/events-pr/140years/index.html）（参照：2021/3/11）

[114] 日本取引所グループ「マザーズ上場 10 年経過後の適用基準」（https://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/mothers/index.html）（参照：2021/3/11）

[115] 図表 2-1-5 を参照。

[116] 日本取引所グループ「上場審査基準」（https://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/01.html）（参照：2021/3/11）

図表 4-1-2　マザーズの上場審査の内容 [117]

項目	内容
企業内容、リスク情報等の開示の適切性	企業内容、リスク情報等の開示を適切に行うことができる状況にあること
企業経営の健全性	事業を公正かつ忠実に遂行していること
企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性	コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が、企業の規模や成熟度等に応じて整備され、適切に機能していること
事業計画の合理性	相応に合理的な事業計画を策定しており、当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤を整備していること又は合理的な見込みのあること
その他公益又は投資家保護の観点から東証が必要と認める事項	ー

続いて、TOKYO PRO Market について確認する。TOKYO PRO Market は 2009 年に東京証券取引所グループとロンドン証券取引所の共同出資により創設された「株式会社 TOKYO AIM 取引所」が前身である。2012 年、東証がロンドン証券取引所の持分を引き受け東証に統合され、現在の名称となった [118]。本市場の目的は、「日本やアジアにおける成長力のある企業に新たな資金調達の場と他市場にはないメリットを提供すること、国内外のプロ投資家に新たな投資機会を提供すること、日本の金融市場の活性化ならびに国際化を図ること」[119]を目的としており、投資家も特定投資家等（特定投資家及び非居住者）のみに限定されるとともに、ロンドン証券取引所の AIM にならった「J-Adviser」という制度を導入している。なお、2019 年における TOKYO PRO Market の規模は、時価総額が 0.4 兆円、取引金額が 2.7 兆円であり、後述の AIM と比べて極めて規模が小さい [120]。

本市場には、東証の他市場に課されるような上場に関する形式要件は存在しない。上場を希望する企業の上場審査、上場後の適時開示等の指導については、J-Adviser が対応する。そのため、上場を希望する企業は東証に登録されている J-Adviser を選任する必要がある。なお、2021 年 2 月 5 日現在東証に登録されている J-Adviser は 11 社である [121]。

上場後の遵守事項については、図表 4-1-3 の通り定められている。

---

[117] 日本取引所グループ「上場審査基準」（https://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/01.html）（参照：2021/3/11）

[118] 日本証券経済研究所（2020）「図説　日本の証券市場」

[119] 日本取引所グループ「TOKYO PRO Market 概要」（https://www.jpx.co.jp/equities/products/tpm/outline/index.html）（参照：2021/3/11）

[120] 日本取引所グループ「その他統計資料」（https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/index.html）（参照：2021/3/11）

[121] 日本取引所グループ「J-Adviser 一覧」（https://www.jpx.co.jp/equities/products/tpm/outline/02-01.html）（参照：2021/3/11）

図表 4-1-3　TOKYO PRO Market の継続的義務（一部抜粋）[122]

項目	内容
J-Adviser の契約維持	上場前に締結した J-Adviser1 社との契約は上場後も有効に継続する
適時開示について	他の市場同様、情報を適時開示する（J-Adviser が指導）
発行者情報の開示	事業年度・中間会計期間から 3 カ月以内に「発行者情報（他市場における有価証券報告書に相当）」を監査報告書とともに公表する

4-1-2　米国の取引所

米国においては、新興企業向けのグローバルマーケットとしての地位を確立している NASDAQ について確認する。新興企業の上場市場として NASDAQ の規模は突出しており、2019 年において時価総額が 1,424 兆円、取引金額が 1,743 兆円となっている [123]。NASDAQ は市場区分が 3 つに分かれており [124]、本調査ではその中で上場要件が最も緩和されている「NASDAQ Capital Market」を確認する。NASDAQ Capital Market は当初「NASDAQ Smallcap Market」という名称であったが、より幅広い企業を受け入れることを目的とし、2005 年に現在の名称に変更された [125]。

NASDAQ Capital Market では上場に際し、形式要件とともにコーポレート・ガバナンス要件が定められており、遵守が求められている（図表 4-1-4,4-1-5）。なお、当該コーポレート・ガバナンス要件は、NASDAQ Capital Market だけでなく他の市場（NASDAQ Global Select Market、NASDAQ Select Market）にも一律に適用される。

図表 4-1-4　NASDAQ Capital Market 上場時の形式要件 [126]

項目	要件
株主数	300 人以上
公開株式数	100 万株以上
個別の基準	以下の条件のいずれかを満たすもの a.　株主資本 5 百万米ドル以上、流通株式の時価総額 15 百万米ドル以上、事業継続年数 2 年以上 b.　株主資本 4 百万米ドル以上、流通株式の時価総額 15 百万米ドル以上、時価総額 50 百万米ドル以上 c.　株主資本 4 百万米ドル以上、流通株式の時価総額 5 百万米ドル以上、直近 1 年または直近 3 年のうち 2 年の当期純利益 75 万米ドル以上

[122] 日本取引所グループ「上場ガイドブック　TOKYO PRO Market 編」（https://www.jpx.co.jp/equities/products/tpm/listing/01.html）（参照：2021/3/11）
[123] 図表 2-1-5 を参照。
[124] NASDAQ “The Nasdaq Stock Market tiers”（https://www.nasdaq.com/solutions/nasdaq-stock-market-tiers）（参照：2021/3/11）
[125] NASDAQ ”NASDAQ SMALLCAP MARKET IS RENAMED NASDAQ CAPITAL MARKET”（https://ir.nasdaq.com/news-releases/news-release-details/nasdaq-smallcap-market-renamed-nasdaq-capital-market）（参照：2021/3/11）
[126] NASDAQ “Initial Listing Guide”（https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf）（参照：2021/3/11）

図表 4-1-5 コーポレート・ガバナンス要件（一部抜粋）[127]

項目	要件
年次・中間報告書の開示	年次・中間報告書を株主に公開する（郵送または Web サイトを通じて）
社外取締役の設置	取締役会に過半数を超える社外取締役を設置する
年次株主総会の実施	事業年度終了後 1 年以内に定時株主総会を開催する

NASDAQ Capital Market における上場継続要件は以下の通りである。上場継続要件に関し、図表 4-1-5 に記載の上場時の形式要件と同様に、発行体は「個別の基準（図表 4-1-6）」より時価総額や純利益といった項目のいずれか一項目を選択することが可能である。

図表 4-1-6 NASDAQ Capital Market の上場継続要件 [128]

項目	基準
株主数	300 人以上
流通株式数	50 万株以上
流通時価総額	1 百万米ドル以上
個別の基準	以下のいずれかを満たすもの a. 株主資本 2.5 百万米ドル以上 b. 時価総額 35 百万米ドル以上 c. 直近 1 年または直近 3 年のうち 2 年の当期純利益 50 万米ドル以上
株価	1 米ドル以上

4-1-3 英国の取引所

英国は、「世界で最も成功した新興企業向け市場の一つ」[129]とされている、ロンドン証券取引所の AIM を確認する。AIM は、小規模ながら成長する企業に向けた市場として、1995 年に設立された。なお、2019 年における AIM の規模は、時価総額が 15.0 兆円、取引金額が 8.5 兆円である [130]。

AIM の大きな特徴は、上場における株式数や自己資本といった形式要件が存在しないという点にある。AIM は上場に際し、企業に「Nominated Advisor（以下、Nomad）」というアドバイザーの指定を求めている [131]。Nomad には、上場を希望する企業に対して上場に関する助言を行うこと、取引所に代わり上場を希望する企業の審査を行うこと、企業が上場した後に継続義務を履行するための助言を行うこと等の役割が求められている [132]。なお、ロンドン証券取引所には 2021 年 2 月 5 日現在 27 社が Nomad として登録されている [133]。

---

[127] NASDAQ “Initial Listing Guide”（https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf）（参照：2021/2/4）
[128] NASDAQ “Continued Listing Guide”（https://listingcenter.nasdaq.com/assets/continuedguide.pdf）（参照：2021/2/4）
[129] PwC UK “A guide to floating AIM Listing in London”（https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/guide-floating-aim-listing-london.pdf）（参照：2021/3/4）
[130] 図表 2-1-5 を参照。
[131] London Stock Exchange “AIM Rules for Companies”（https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/aim-rules-for-companies-july-2016.pdf）（参照：2021/2/5）
[132] LSE “Role of advisers on AIM”（https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/how-list-equity-listing-journey/role-of-advisers-on-aim）（参照：2021/3/4）
[133] LSE “Nominated Advisers directory” （https://www.londonstockexchange.com/adviser）（参照：2021/3/11）

上場に当たり、企業は「上場に関する書類（AIM admission document）」をロンドン証券取引所に提出する必要がある。当該書類には企業の概要、財務情報等が記載されており、Nomad 指名後に行われる財務、法務等の多角的なデューデリジェンス（DD）を経て作成される。ロンドン証券取引所はこの書類の提出を受け AIM への上場を承認する[134]。

上場後に遵守すべき継続的義務は、「AIM Rules for Companies」において定められており、Nomad は上場した企業が当該ルールを順守しているか確認する必要がある。上場した企業は継続的に、株式の性質や決済手段等について規定している適格性に関する義務（Ongoing eligibility requirement）や、情報開示に関する義務、Nomad・ブローカーの指名に関する義務、株式の追加発行に関する義務、コンプライアンスに関する義務が課されている。当該義務の具体例として、以下図表 4-1-7 で一部抜粋する。

図表 4-1-7　AIM の継続的義務（一部抜粋）[135]

項目	内容
年次報告書	年次報告書は年度終了後 6 カ月以内に監査済みの報告書を公表する（半期報告書への監査は任意）[136]
開示義務	株価に影響を与える事象、Nomad の解任等重要な情報については適時開示する
株式の譲渡について	AIM に上場している企業の株式は、原則譲渡自由とする

4-1-4　小括

本節では、日米英において新興企業向けの代表的な市場について概観した。本項では、上場に当たり形式要件が定められているマザーズとNASDAQ、上場に際して形式要件が定められておらず、アドバイザーの指定が求められる TOKYO PRO Market と AIM についてそれぞれ比較し、日本の新興企業向け取引所に関する課題を考察する。

上場に際し株主数や流通株式数等の数値基準が設けられているマザーズ及び NASDAQ には、売上や利益に関する基準は設けられていない、もしくは必須ではなく、新興企業の赤字上場も可能である。NASDAQ のグローバルな新興企業向け取引所としての規模は突出しており、当該市場への上場に際しての形式要件（数値基準）も、マザーズと比べ概して厳しい。またマザーズも NASDAQ には大きく劣るものの、わが国では東証の本則市場への上場を目指す新興企業向け取引所として活発な売買がなされている。一方で、後述のようにわが国は米国とは異なり、マザーズ等の新興企業向け取引所に上場できない非上場企業の株式売買制度は相対的には整備されていないため、マザーズ等の新興企業向け市場において、より上場要件が緩和されたエマージングな区分を設ける等により従前より幅広く企業を受け入れることも検討の余地があるように思われる。

また、TOKYO PRO Market 及び AIM に関しては、アドバイザーから助言を受けつつ審査を受ける体制であり、形式要件（数値基準）は特段設けられておらず、上場後に継続的に求められる要件も両者に大きな隔たりはない。大きな相違点として、TOKYO PRO Market では株式を購入できる投資家が特定投資家もしくは非居住者に限定されており、一般の投資家は排除されている。一方、AIM では株式を購入できる投資家は限定されていない。このような観点から、当該市場に

---

[134] LSE “Guide to AIM（2015）” （https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/a-guide-to-aim.pdf）、中小企業基盤整備機構「中小機構調査レポート 海外で IPO（新規株式公開）する日本の中小企業②―イギリス編―」（https://www.smrj.go.jp/doc/research_case/uk.pdf）（参照：2021/3/12）

[135] LSE “AIM Rules for Companies”（https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/aim-rules-for-companies-july-2016.pdf）（参照：2021/2/5）

[136] PwC UK “A guide to floating AIM Listing in London”（https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/guide-floating-aim-listing-london.pdf）（参照：2021/3/4）

参加できる投資家に関し、いわゆる「プロ・アマ区分」のみで単純に制限することの他に、一般の投資家の参加についても、一定の条件を設定した上で、参加可能とする等、投資家層の拡大についても検討すべき点があるように思われる。

図表 4-1-8　マザーズ・NASDAQ・AIM・TOKYO PRO Market の時価総額・上場企業数・取引金額・企業 1 社あたりの時価総額（2019 年）[137]

市場名	時価総額（十億円）	取引金額（十億円）	上場企業数	1 社あたり時価総額（十億円）
マザーズ	6,449	24,905	315	20
NASDAQ	1,424,504	1,743,050	3,140	454
AIM	14,955	8,542	863	17
TOKYO PRO Market	373	2,727	33	11

[137] 図表 2-1-5,2-1-6 を参照

4-2 各国の非上場株式の制度

次に、日米英の非上場株式の売買に関する制度について比較し、我が国の非上場株式の売買制度の考察を行う。

4-2-1 日本の制度

本項では、我が国において非上場株式の市場として確立されている「株主コミュニティ」について確認する。

株主コミュニティとは、2015 年に創設された非上場株式の取引に関する制度である。地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的としている [138]。創設当時の 2015 年は運営銘柄が 11 銘柄であったが、2021 年 2 月 9 日現在 22 銘柄まで増えている [139]。

株主コミュニティは、証券会社が非上場株式の銘柄ごとにコミュニティを組成し、当該コミュニティに参加する投資家のみで特定の一銘柄の売買を行う。また、発行体はコミュニティ内で新規に株式を発行し、資金調達を行うことができる。コミュニティに参加する投資家として想定されているのは、コミュニティを組成する銘柄の関係者（役員、従業員、その親族等）の他、新興企業の成長を支援する投資家、株主優待を期待する一般投資家等である [140]。コミュニティへの参加を希望する投資家は、コミュニティの取扱証券会社に対してリスク等について理解している旨を記した「確認書」を提出し、証券会社が掲げる基準（投資へのリスクを受容できること等）に適合した場合のみコミュニティに参加することができる。

株主コミュニティへの参加勧誘は、制約がかけられている。株主コミュニティ外部の投資家（コミュニティ非参加者）とコミュニティ内部の投資家（コミュニティ参加者）それぞれに対する勧誘の可否は図表 4-2-1 の通りである。

図表 4-2-1 株主コミュニティにおける参加勧誘・投資勧誘の可否

	コミュニティ非参加者	コミュニティ参加者
コミュニティへの参加勧誘	不可（ただし、コミュニティを組成する企業の役員、従業員等一部に対する参加勧誘は可能）	―
投資の勧誘	不可	可

証券会社は、株主コミュニティを組成しようとする発行体に対して財務状況、事業の実在性、法令遵守状況等を審査し、適当と認められる発行体について株主コミュニティを組成する。

また、株主コミュニティを組成する発行体は、投資家に対して継続的に情報を開示することが求められており、有価証券報告書等（有価証券報告書等を作成していない発行体は、会社法に基づく計算書類・事業報告にて代替することも可能、監査は法令で義務付けられている場合を除き不要）を少なくとも年次で作成する必要がある。なお、当該報告書等は証券会社を経由して投資家に提供される [141]。

---

138 日本証券業協会「株主コミュニティ制度概要」
（https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/seido/seidogaiyou/index.html）（参照：2021/3/11）

139 日本証券業協会「株主コミュニティ銘柄」
（https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/seido/meigara/20200907180856.html）（参照：2021/3/11）

140 日本証券業協会「株主コミュニティ制度概要」
（https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/seido/seidogaiyou/index.html）（参照：2021/3/11）

141 日本証券業協会「株主コミュニティに関する規則」第 13 条、第 14 条

4-2-2 米国の制度

日本とは異なり、米国には様々な非上場株式の制度が存在しており、自衛力認定投資家のみならず一般の個人投資家も参加可能である。米国の非上場株式市場は、連邦法に基づく制度と州法に基づく制度に分類される。連邦法に基づく制度では、店頭取引に関するオンラインシステムを構築し、市場における気配値や成約価格その他の取引情報を証券会社・投資家に提供することで、一つの店頭市場が組織され、非上場株式が州を跨いで取引される。このように組織化が進んだ店頭市場として OTC Markets（OTC Markets Group, Inc.が運営）と OTC BB（FINRA が運営）が挙げられる。

州を跨いで取引される非上場株式の制度のうち、OTC Markets と OTC BB 以外の制度による市場は「グレー・マーケット（Gray Market）」と呼ばれる。当該市場において、FINRA の会員であるブローカーディーラーは取引内容を都度 FINRA に報告することが求められている [142]。

また、近年 SharesPost、NASDAQ Private Market、Equity Zen といったインターネット上の非上場株式の取引プラットフォームが台頭している。当該プラットフォームは、SEC 登録したブローカーディーラーによって運営されている [143]。取引プラットフォームにおける株式の主な売り手は、保有する株式の転売を目的とした発行体の創業者、従業員等の株主であり、主な買い手はスタートアップへの投資に興味を持つ個人投資家やスタートアップ・成長企業への投資への投資を行う機関投資家等である。有名な企業も当該プラットフォームで資金を調達しており、例えば Facebook 社や Twitter 社も証券取引所への上場前に利用していた [144]。現在も Ant Financial や ByteDance、WeWork 等の新興大企業が様々なプラットフォームに登録されている [145]。

各州の州法に基づき、当該州内のみで流通する非上場株式の売買に関する制度もある [146]。当該制度における非上場株式は、その州の居住者間のみ売買可能、発行体はその州で事業の大部分を営んでいる必要がある等、制約があるものの、SEC による発行金額や株式購入者数に対する制限は設けられていない [147]。

---

[142] FINRA “OTCBB Frequently Asked Questions”（https://www.finra.org/filing-reporting/market-transparency-reporting/otcbb/faq）（参照：2021/3/11）

[143] 未上場株式の取引プラットフォームでは、レギュレーション D 等に基づく私募により発行された株式も流通している。当該株式は、発行会社の同意によって「制限付き（restricted）」であることを解除されない限り、転売者は新たな購入者が適格機関購入者（Qualified Institutional Buyer：一定規模の機関投資家、ブローカー・ディーラー等）であることを確認する必要がある（PART 230—GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES ACT OF 1933 §230.144,144A）

[144] 田所創（2020）「JOBS Acts による米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本」（経済産業研究所）

[145] SharesPost “Browse Companies”（https://sharespost.com/insights/browse-companies/）（参照：2021/2/26）
EquityZen “The Marketplace for Pre-IPO Equity”（https://equityzen.com/listings/）（参照：2021/2/26）

[146] 田所創（2020）「JOBS Acts による米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本」（経済産業研究所）

[147] SEC “Intrastate offerings”（https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/intrastateofferings）（参照：2021/2/19）、Securities Act of 1933 Section 3（11）

図表 4-2-2　非上場株式市場の枠組み

<table>
<tr><td colspan="5">非上場／店頭市場</td></tr>
<tr><td colspan="4">州際取引</td><td>州内取引</td></tr>
<tr><td>OTC
BB
(FINRA が運営する非上場株式の取引システム)</td><td>OTC
Markets
(QX/QB/Pink)
(10,000 以上の銘柄を取扱う民間の OTC 市場)</td><td>グレー
マーケット
(OTC 株式のうち、OTCBB・OTC Markets のいずれにも登録されていない株式が流通している市場)</td><td>非上場株式
マーケット
プレイス
(インターネット上の非上場株式の取引プラットフォーム)</td><td>ローカル
ストック
マーケット
(州内のみで取引される株式を取り扱う店頭市場)</td></tr>
</table>

非上場株式の売買市場の中で、特に主要なマーケットである OTC Markets は、その起源が古く 1904 年に創刊された日刊の非上場株式に関する気配表にまでさかのぼる。その気配表が印刷されている紙の色から、当時はピンクシートと呼ばれた。当該気配表の発行元は 1997 年に買収され、紙媒体での気配情報の配信からインターネットを通じた気配情報の配信へ移行し、入手できる情報レベルに応じた市場区分が設けられ、2010 年に現在の社名である OTC Markets Group, Inc.に変更された [148]。

現在、OTC Markets は開示される情報の量と質から 3 つに区分されており、投資家はリスクに応じて非上場企業に投資することが可能となっている。各区分の特徴と要件は図表 4-2-3 の通りである。

図表 4-2-3　OTC Markets の市場区分ごとの特徴と要件 [149]

市場名	特徴と要件
OTC QX （OTCQX International）	・　既に成長した企業向け市場 ・　監査済み財務諸表を含む継続情報開示が必要 ・　0.10 米ドル以上の買い気配（買い注文が入っている状態）の維持が必要 ・　登録に当たり財務要件あり（時価総額 10 百万米ドル、純資産・収益・株価いずれかの基準を満たすこと）
OTC QB	・　発展途上の企業向け市場 ・　監査済み財務諸表を含む継続情報開示が必要 ・　0.01 米ドル以上の買い気配（買い注文が入っている状態）の維持が必要
OTC Pink	・　ペニー株、情報を開示したくない企業等様々な企業向けの市場 ・　財務基準、開示要件はなし

[148] 日本証券経済研究所（2020）「図説　アメリカの証券市場」

[149] OTC Markets “Get Started : OTCQX &OTCQB” （https://www.otcmarkets.com/corporate-services/get-started）、”Information for Pink Companies” （https://www.otcmarkets.com/corporate-services/information-for-pink-companies）（参照：2021/3/11）、日本証券経済研究所（2020）「図説　アメリカの証券市場」

OTC Markets は、取引金額がマザーズよりも大きく（年間取引金額（2019 年）：OTC Markets 約 36 兆円、マザーズ 約 24 兆円）[150]、米国における非上場市場は非常に巨大なマーケットであると言える。

4-2-3 英国の制度

英国における小規模株式の売買制度として、1995 年にロンドン証券取引所に AIM が設立された。同年、地場証券によって、小型株を専門に扱う市場である OFEX が開設された。OFEX はその後 PLUS に名称変更したものの、取引の低迷からインターディーラー・ブローカー大手である ICAP により買収され、市場名を ISDX（ICAP Securities &Derivatives Exchange）に改めている[151]。その後買収等が重なり[152]、現在は英国を拠点に EU 各国にクロスボーダーの証券トレーディングサービスを提供する「Aquis Exchange PLC」が運営する「Aquis Stock Exchange（AQSE）」となっている。AQSE には 3 つの市場があり、その中でも「AQSE Growth Market」という市場では非上場株式が売買されている。

AIM に関しては現在、前節で確認したように上場株式の売買市場として機能しており、本項では非上場株式の売買市場である「AQSE Growth Market」について確認する。

AQSE Growth Market には、実績のある企業を対象とした「Apex」と成長途上にある企業を対象とした「Access」の二つの区分がある。各区分への登録要件は以下の通りである（図表 4-2-4）。なお、当該市場にはいわゆる一般の投資家も参加可能となっている。

図表 4-2-4 AQSE Growth Market における登録要件（一部抜粋）[153]

	Apex	Access
AQSE コーポレートアドバイザーの指名	必要	必要
時価総額	10 百万ポンド以上	以下のいずれか a. 株式（equity）が 70 万ポンド以上 b. 負債証券（debt securities）または転換証券（convertible securities）が 20 万ポンド以上
流通株式の比率	25%	10%
マーケットメイカー	2 社以上	1 社以上
監査済み財務諸表	必要（直近 2 年分）	必要（直近 2 年分）

当該市場にも、AIM に見られる「アドバイザー制度」が設けられており、AIM の Nomad に相当する AQSE コーポレートアドバイザーが、2021 年 2 月 12 日現在 31 社登録されている[154]。AQSE Growth Market は、AIM には導入されていない定量的な登録要件が求められているところが特徴である。

---

150 日本取引所グループ「その他統計資料」（https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/index.html）、OTC Markets "2019 Annual Report"（https://backend.otcmarkets.com/otcapi/company/financial-report/241298/content）（参照：2021/3/11）

151 日本証券経済研究所（2014）「図説　イギリスの証券市場」

152 ISDX は 2016 年に「NEX Exchange」に社名を変更 したのち、2018 年 3 月に「CME Group」に買収されたが、2020 年 3 月に Aquis Exchange PLC が CME Group より NEX Exchange を買収した（Aquis Exchange “FCA APPROVAL OF NEX EXCHANGE ACQUISITION”（https://www.aquis.eu/fca-approval-nex-exchange-acquisition）（参照：2021/2/23））。

153 AQSE “AQSE Corporate Advisers” （https://www.aquis.eu/aquis-stock-exchange/for-companies/corporate-advisers）（参照：2021/3/11）

154 AQSE “AQSE Corporate Advisers（https://www.aquis.eu/aquis-stock-exchange/for-companies/corporate-advisers）”（参照：2021/2/12）

4-2-4 小括

本節では、日米英における非上場企業向けの代表的な市場について概観した。

米国においては、多様な非上場株式市場から構成されており、一般投資家も投資できる環境となっている。非上場株式売買において特に主要なマーケットである OTC Markets は登録している企業の情報開示区分に応じて市場が分けられており、投資家はリスクに応じて非上場企業に投資することが可能となっている。

また、英国の非上場株式売買のマーケットである AQSE Growth Market は、発行体が自身の規模に合わせて登録する市場を選択できる。Apex・Access の両市場とも監査済の財務諸表の提出が求められており、投資家は非上場企業の実態を把握したうえで投資することが可能となっている。

わが国において、非上場株式の売買制度として確立しているのは株主コミュニティのみである。株主コミュニティは、売買銘柄の企業に関する関係者以外で、コミュニティへの参加を希望する投資家は、証券会社が掲げる基準（投資へのリスクを受容できること等）に適合した場合のみコミュニティに参加することができるとされ、制約が課されている。このような制約が課された現制度では、投資参加者が大きく増加することは難しいように思われる。また、米英のように発行体の規模や情報開示のレベルに応じた複数の市場設定は存在しない為、多様な発行体の成長ステージ・投資家のリスク許容レベル等に対応することが難しいように思われる。非上場株式の流通市場における売買促進の観点からは、当該売買への参加し易さや、発行体による情報開示のレベル等につき、検討の余地があるように思われる。

5. おわりに

リスクマネー供給の先進国とわが国との差を定量的に分析した結果、以下の点において大きな差異があることを確認した。第一に、米国において株式の募集に関する規制の免除規定であるレギュレーション D を活用した 2019 年の資金調達額は約 170 兆円近くに上る一方で、同年の日本における新興企業の資金調達額は 4,462 億円に留まっている。日本の当該金額は株式募集に関する規制の免除規定を利用した資金調達額のみではないため、実際には更に大きな差があると思われ、米国におけるリスクマネーの供給力はわが国と比べて非常に大きいことが分かる。第二に、クラウドファンディングでの 2018 年における資金調達額は、米国では 566 億円、英国では 544 億円という規模があるのに対し、わが国では 13 億円と極めて小規模であり、当該制度の活用が進んでいないことが分かる。第三に、米国には様々な非上場株式の売買市場が存在するが 、特に代表的な市場である OTC Markets のみを取り上げても、2019 年の取引金額は約 36 兆円である。一方、現在のわが国で唯一の非上場株式売買制度である株主コミュニティでは同年約 5 億円が売買されたのみである。OTC Markets の 2019 年取引金額は、わが国の代表的な新興企業向け上場市場であるマザーズの同年における取引金額（約 24 兆円）より巨額であり、制度化された非上場株式売買市場の規模も大きく異なっている。

上記で第一に取り上げた資金調達の金額における大きな差異について、株式募集に関する規制の免除規定を利用した調達の上限金額や、勧誘可能な投資家の範囲が影響していると考えられる。わが国において小規模な公募として有価証券通知書の提出で足りるとされる年間調達金額は1億円未満であるのに対し、米国において小規模な公募として Form1-A による簡易な offering statement の提出で足りるとされるレギュレーション A では Tier1（届出する財務諸表の監査は不要）の年間調達金額は 2,000 万米ドル未満、Tier2（届出する財務諸表の監査必要）の年間調達金額は 7,500 万米ドル未満（2020 年改正以前は 5,000 万米ドル未満）とされ、その金額は大きく異なる。また、例えば新興企業向け市場である TOKYO PRO Market は株式募集に関する規制の免除規定である、いわゆる特定投資家私募の制度に基づいており、当該市場へ参加可能な適格機関投資家や特定投資家が増加すれば、新興企業向け市場における投資家層の拡大によりリスクマネー供給力も増大することが想定される。株式募集に関する規制の免除規定である私募の制度は①適格機関投資家私募、②特定投資家私募、③少人数私募に分類される。わが国において個人が適格機関投資家私募もしくは特定投資家私募に参加するためには適格機関投資家もしくは特定投資家となる必要があるが、その条件は厳しく、保有する有価証券の残高 10 億円以上（適格機関投資家）もしくは純資産の合計 3 億円以上（特定投資家）が必須である。これらの条件達成に加えて証券口座開設から 1 年を経過していなければ、一般投資家からの移行はできず、勧誘人数が 50 人未満に制限される少人数私募にしか参加できない。一方、米国では個人が自衛力認定投資家となる定量的な条件として、年収もしくは純資産の金額が設定されており、求められる純資産の金額についてはわが国より低く（100 万米ドル）、更にこれらの金額は配偶者と合算することも可能である。また、SEC が指定する資格等を保持している者や知識のある従業員とみなされる者も自衛力認定投資家となれる等、定性的な条件のみでも自衛力認定投資家となることができ、当該投資家であればレギュレーション D に基づく私募に制限なく参加できる。これらのわが国と米英との差異に関しては、当該差異を縮小するような、より緩和的かつ柔軟な制度設計について検討の余地があろう。例えば、投資家保護が担保されるように、現行の私募・小規模公募において、発行体に更なる情報開示が可能である場合には、より多数の一般投資家への勧誘・販売を可能とすることや調達上限金額を引き上げることが考えられる。また上述のように、わが国では当該制度の利用に際しての制限が少ない適格機関投資家や特定投資家に移行するための条件が米英と比べて厳しいため、知識・経験や資産的な余裕度合いについて実質的に判断するための基準を純資産の金額以外にも設定することや、投資家の区分を細分化することで、個々の投資家の実情に合わせつつプロ投資家の裾野を広げることができ、リスクマネー供給促進にも資するものと考えられる。

二つ目に取り上げたクラウドファンディングにおいて、わが国では活用が進んでいない要因として、2015 年に初めて制度として創設され歴史的に浅いことも関係しているだろうが、投資限度額や発行体の資金調達上限額ともに小さいことも、大きく影響しているものと考えられる。わが国における投資限度額は一律に一案件当たり 50 万円と定められている一方で、米英ではいわゆるプロ投資家に関して投資上限額は設けられておらず、米国における一般投資家や英国における「制限された投資家」については年収・純資産に応じた年間の投資限度額が設けられている。発行体の資金調達上限額に関しても、わが国では総額 1 億円とされているが、英国では情報開示の条件を満たせば上限は無く、米国でも 2021 年 3 月 15 日より 500 万米ドルとなった（従前は 107 万米ドル）。

投資限度額については、一律に 1 銘柄あたりの投資限度額を定める方策以外にも、特定投資家への該当や、年収・資産状況等、個々の投資家が置かれている状況に即して柔軟に設定することについて、検討の余地があるように思われる。発行体の資金調達上限額についても、発行体の情報開示の程度に応じて、より高く、かつ柔軟に設定することで、投資家保護を担保しつつ発行体の多様なニーズにも対応でき、リスクマネー供給の促進につながるものと考えられる。

三つ目に取り上げた非上場株式の売買市場についてであるが、わが国において制度化された売買市場がごく小規模に留まっている要因として、わが国の制度である株主コミュニティでは通常一銘柄ごとに投資家から自発的に株主コミュニティに参加しなければならず、米英のように様々な銘柄を自由に選択・投資できる制度設計になっていないことが考えられる。また、そもそも非上場株式売買の制度として株主コミュニティしか存在していないことも大きく影響しているであろう。米国の非上場株式売買制度として主要な OTC Markets は、登録企業の情報開示区分に応じて市場が分けられており、投資家はリスクに応じて投資することが可能となっている。同じく英国の AQSE Growth Market では、発行体が自身の規模に合わせて登録する市場を選択でき、監査済の財務諸表の提出によって投資家は投資企業の実態を把握したうえで投資することが可能となっている。

株主コミュニティは「地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応えること」を目的としていることから、米英の非上場株式売買制度のように一般に広く売買を開放することは本来の趣旨にそぐわないであろうが、米英のような一般投資家も広く参加可能な非上場株式の売買制度を新たに創設することについては、新興企業へのリスクマネー供給の観点からは検討の余地があるものと考えられる。

本章では、本調査のまとめとしてリスクマネー供給の先進国とわが国との差が生じる要因と考えられる規制・制度に関し、どのような方向で検討すべきか考察した。本調査が、ここまで取り上げたわが国の規制・制度について、リスクマネーの供給促進の観点から検討する際の基礎的な資料となり、わが国の新興企業の発展を通じて、新たな雇用の創出やビジネス及びイノベーションの促進につながり、継続的な経済発展に資するのであれば、調査者冥利に尽きる。このように本調査が有用であることを願って、報告を終えたい。