

中小企業等の成長資金調達の多様化に向けた提言 ～未上場株式や新事業への投資環境整備を～

2024年2月15日
日本商工会議所

目次

I. 総論（求められる資金調達の多様化）	1
II. 制度上の課題と改善すべき方向性.....	3
III. 要望事項	5
1. 投資家向け情報開示が免除されている「少額公募」の上限額の引上げ....	6
2. 投資型C Fの抜本的な拡充	7
3. 地域の投資家からのエクイティ調達の活性化.....	8
4. 未上場企業の株式発行・流通市場の整備.....	9

はじめに

新たな合本主義で地域経済の活性化を

活力ある地域経済の実現に向けては、企業が地方発・地方拠点でビジネスを継続・発展させていくことが重要である。そのため、地域内における資金の循環を拡大させ、地域の企業が、地域において必要な資本を効果的に集められる仕組みが求められるが、現在わが国には、企業の大宗を占める未上場企業の株式を発行・流通させることができる「市場」がほぼないと言ってもいい状況である。

かつて、近代の黎明期に渋沢栄一翁は、①地方は国にとって「元気」や「富裕」の「源泉」であること、②国を富ますには「農商工の実業を隆盛」させるべきであること、③志ある人物や資本の力を合わせる「合本主義」が不可欠であることを主張し、身をもって実践した。

現代においても、そうした考え方に学び、事業資金を投資可能な人々から集めて活用できるようにすべきである。このため、未上場株式の発行・流通に関する諸制度を見直すことにより、地域におけるエクイティファイナンスの健全な発展を実現することが求められる。地域において、新たな価値創造や社会課題解決などを志向する、いわば「地方版スタートアップ」を、多様な資金によって、地域活力の大きな源泉へと育てていくべきである。

I. 総論（求められる資金調達の多様化）

資金調達の選択肢拡大を

創業期の事業資金の調達方法は、自己資金のほか、基本的に金融機関からの融資が中心であり、これに加えてエンジェル投資家やベンチャーキャピタル（VC）への訴求等によるエクイティ（株式）での資金集めなどの手段を検討する流れが一般的である。

地域における社会課題解決型スタートアップへの関心が高まりつつある中、当該事業・事業者への共感や適切な事業評価に基づく投資型のクラウドファンディング（CF）手法等も活用され始めている。ウェブ上で行われるCFであれば、資金調達に地域的な制約はほとんどない。地元でのビジネスを志向する事業者が、

地元から離れずに資金を調達し、成長できることのメリットは大きい。

現在、各地域では、地元金融機関等が、資金供給の方法を多様化すべく、投資子会社設立、ベンチャーデットやCF運営会社との連携など、工夫を凝らして対応している状況が見られる。

地方版スタートアップにとって、融資が最も基礎的な資金調達手段であることは今後も変わらないが、事業の性質や成長場面に応じて、CFやエクイティを含めた調達手法のベストミックスが可能となるよう、多様な選択肢が用意されるべきである。

地域における効果的な資金循環の拡大を

地方では人材や相談相手が少なく資金の調達手段も限られ、成長・拡大志向の企業は、ヒトやカネを求めて大都市、特に東京に集中する傾向がある。

地方経済を活性化させるためには、各地域における資金の循環を拡大することが必要であり、企業が、地域において資本を効果的に集められる仕組みが求められる。その仕組みの一つとして、株式公開していない企業（未上場企業）が、証券会社等を介し、自社株を発行・流通させることができる「市場」を整備することが考えられる。

次に、地域の投資家が、地元の企業に投資しやすい環境を整えることも重要である。資金力のある投資家に対する法令上の制約を一定程度緩和することで、地域の企業の株式取引への参入を促し、取引マーケットの規模を拡大することができる。その際、資金力のある経営者や事業性の目利き能力がある金融機関等が、地域で新たな事業者を育てるメンターの役割を果たす連携体制も求められる。

こうした株式市場を整えるうえでは、募集企業の体力に応じて一定の情報開示を行い、投資家の適切な保護に配慮することは欠かせない。企業や投資家の資質に応じた制度の下、小規模な取引に適した市場を再構築することは、地方版スタートアップにとって大事な要素である。これらの環境整備は、全国で取組みが進む事業承継後の挑戦に対する支援策としても有効となり得る。

II. 制度上の課題と改善すべき方向性

株式会社は、会社法に基づいて株式等を発行するが、多数の投資家に販売して資金を集めるに当たっては、募集額や募集人数はもとより、募集・勧誘活動そのものが金融商品取引法で制限されている。また、当然に配慮すべき投資家保護については、その規制の緩急が極端なものとなっており、資金調達側・投資家側双方にとって適切でない状況にある。地方版スタートアップが必要な資金にアクセスしやすい仕組みを整えることは、地域活性化につながる大きなカギとなる。

課題（1）投資型CFが普及していない

近年、新たな資金調達手法として注目され、地方においても活用の広がりが見られる株式投資型CFや、普及が期待される事業投資型CFなどウェブ上での募集形態については、募集上限額が1億円未満に制限されている。活用実態を見ると、募集を上限額まで行う企業が一定割合で存在しており、上限額を引き上げる潜在的なニーズがあると考えられる。

一方、（特定投資家でない）一般投資家からの投資は一社（1銘柄）あたり50万円までとの制限があり、まとまった資金を投資しにくい状況にある。

以上のような制約に加え、多様な資金調達の認知度が低いことや仲介業界が未発達であることなどから、活用が進む株式投資型CFであっても、その年間調達額は総額20億円程度にとどまっている。一層の活用に向け、募集上限・投資上限の拡充など制度面の改善が望まれる。

米国等主要国と比較しても、わが国の制約は大きい。起業・成長や投資に対する社会的意識の違いなどを考慮する必要があるが、米国では、募集額は5億円超、投資額は純資産または年収の一定割合に設定され、年間投資総額は2020年で約550億円まで拡大している。

課題（２）合理性を欠く企業情報開示制度により出資募集が普及していない

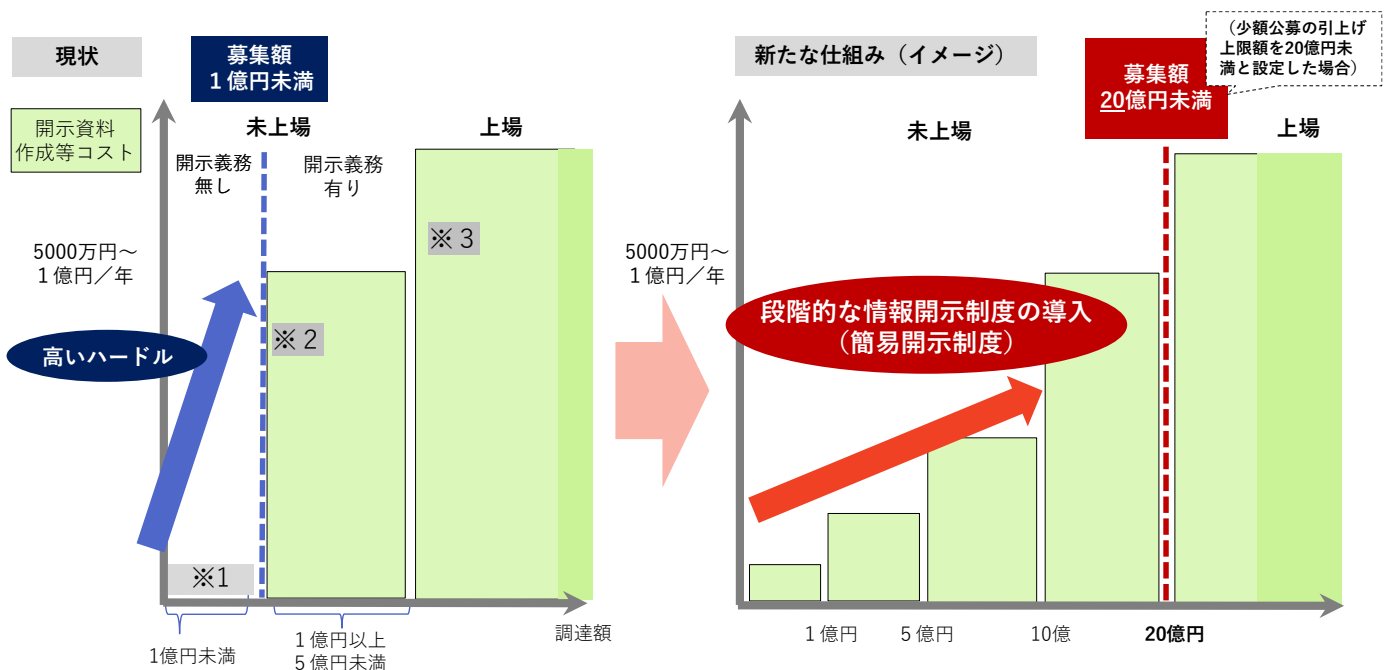
わが国では、未上場企業がエクイティ（株式）による資金調達を行いたいと考えても、発行募集をする仕組みが株式投資型ＣＦ等に限られ、認知度も低い。

加えて、エクイティにより１億円以上の資金募集をする場合は、上場企業並みの厳格な開示義務が課せられる。具体的には、５千万円～１億円ものコストがかかる有価証券届出書等の提出などの膨大な作業が求められる。

他方、募集額が１億円未満であるならば、企業情報の開示が免除されている（１千万円超１億円未満は有価証券通知書（非公表）の提出のみ必要）。株式投資型ＣＦも、この枠組みの範囲内で設計された制度である。

投資家保護の観点から、企業情報開示自体は必要であるが、現状のような、事業者にかかる労力と費用についての募集額１億円を境とした大きな格差は、合理性を欠くちぐはぐな規制と言える。

重要なのは、投資をする側における判断材料や投資家保護として必要なレベルの情報開示が行われることである。主要国の株式取引規制に見られるように、募集額の多寡に応じ段階的で合理性のある情報開示制度に見直すことが求められる（図参照）。



※1：1億円未満 開示不要（1千万円超は非公開の有価証券通知書の提出のみ必要）
 ※2：1億円以上5億円未満 要開示。金融商品取引法第5条の少額募集。開示内容の一部省略を認めるもの。実績はごく僅か。有価証券届出書（連結決算データは省略可）*、有価証券報告書 *財務諸表（複数年分）には要監査。
 ※3：5億円以上 要開示。有価証券届出書*、有価証券報告書、内部統制報告書(毎年度)、四半期報告書、臨時報告書。 *財務諸表（複数年分）には要監査。

課題（3）未上場株式の発行・流通の基盤が整備されていない

「地方版スタートアップ」が成長資金をエクイティで調達したくても、未上場株式の発行・流通市場がほぼ存在していないということも問題がある。

法令上の資金募集（公募）に該当しない小規模な取引（私募）ですら、企業自らが行い得る勧誘は3か月で49人以下に制限されているほか、原則、証券会社による未上場株式の投資勧誘も禁止されており、株式による資金調達は極めて困難である。

また、投資する側から見れば、発行・流通市場がないことで、未上場株式に関する情報や適正な価額（株価）を知る手段がほとんどなく、取引に係るリスクを判断するすべがないこと等から、未上場企業への投資が少ない要因になっている。

以上のような制約を見直し、取引制限の緩和や証券会社による取次の仕組みの整備などを通じて、市場での未上場株式の取引を活性化させることが必要である。同時に、一般投資家よりも投資制約が小さい特定投資家の枠を広げ、投資者たり得る分母を拡大することも必要である。

地域の事業者や投資家が、地方発・地元志向の地方版スタートアップを応援するために、適切な情報開示を基に未上場株式を売買することができる環境の整備が求められる。そのためにも、信頼できる証券会社等が介在する、かつての「店頭市場」のような未上場株式の発行・流通市場の構築・整備が必要である。

Ⅲ. 要望事項

1. 投資家向け情報開示が免除されている「少額公募」の上限額の引上げ

地方版スタートアップが必要な資金を募るには、調達方法の選択肢を広げていく必要がある。そのために、投資家向けの情報開示が免除されている少額公募(※)の活用を促すべく、上限額を引き上げる必要がある。

併せて、募集企業の参入を促すため、募集金額に応じた段階的で簡易な情報開示の仕組みを導入することが必要である。

また、地場の証券会社等の支援の下、一般投資家への対面での説明などを行えるようにし、事業に共感する投資家からエクイティによる資金をより調達しやすくするべきである。

※少額公募

金融商品取引法上の有価証券の公募（募集または売出し）に該当するもののうち、同法第4条の規定により情報開示義務がない募集額1億円未満のものを指す（1億円未満から1千万円以上の公募には、当局に対する非公表の有価証券通知書の提出義務（監査不要）がある）。投資家向けの開示義務が免除されており、手間・コストの面から調達のハードルが低くなる。

【具体的要望内容】

○少額公募の上限額を諸外国並みへの引き上げ

- ・少額公募の上限額（1億円）の10億円以上への引き上げ。
- ・併せて、証券会社等による募集の支援、多数の投資家への対面での勧誘・説明を可能とする制度の整備。

（参考）少額公募の上限

米国：7,500万ドル(82億5千万円)以下、ミニIPOと呼ばれる。州法で500万ドル以下。

英国・EU：800万ユーロ（10億4千万円）以下。

○段階的かつ簡易な企業情報開示制度の導入

- ・株式の発行・募集の前に提出が義務付けられている、有価証券通知書などの提出書類について、募集金額の多寡や企業規模等に応じて、記載する会社情報の内容や財務諸表の保証の方法を柔軟にして、開示資料の作成費用、監査等費用を含む調達コストを、発行企業が資金調達の手段として活用できる範囲に引き下げて、開示。

2. 投資型CFの抜本的な拡充

近年活用が進む株式投資型CF等については、募集企業、投資家ともに参入が進まず、地方都市への資金の流れの拡大につながっていない。その原因の一つに、金融商品取引法における、募集額や投資額に対する上限規制がある。地方都市への資金の流れを後押しすべく、株式投資型CFの募集額や投資額の上限を引き上げるべきである。

併せて、募集金額に応じた簡易な情報開示の仕組みを導入することが必要である。

以上を通じ、地方の事業者のアーリーステージにおける本格的なエクイティ調達手段として、諸外国並みの取引規模を目指すべきである。

【具体的要望内容】

○投資型CFの募集額上限の引き上げ

- ・ウェブ上における株式投資型CF等を通じた出資の募集額上限（1億円未満）の大幅な引き上げ。その際、一定の投資判断能力が認められる特定投資家からの募集は別枠とする。

○段階的かつ簡易な企業情報開示制度の導入（再掲）

- ・株式の発行・募集の前に提出が義務付けられている、有価証券通知書などの提出書類について、募集金額の多寡や企業規模等に応じて、記載する会社情報の内容や財務諸表の保証の方法を柔軟にして、開示資料の作成費用、監査等費用を含む調達コストを、発行企業が資金調達の手段として活用できる範囲に引き下げて、開示。

○投資家の投資額の上限の引き上げ

- ・一般の投資家一人当たりの投資上限額を、現行の一律1年間で1社50万円以下から、年収・資産等に応じた上限額へと引き上げ。

(参考)

	募集額上限	投資上限
米国	500万ドル（5億5千万円）	純資産または年収の10%~5%、最大12万4千ドル（1,364万円）
英国	800万ユーロ（10億4千万円）	年収10万ポンド（1,510万円）又は純資産25万ポンド（3,775万円）未満で、投資リスクを理解する十分な知識を有する投資家に該当しない者は純資産の10%以下
韓国	30億ウォン（2億8,800万円）以下	収入に応じて最大2千万ウォン（192万円）

○事業単位で出資を募る匿名組合型CFへの出資に対する税制優遇

- ・現在、株式投資型CFに適用されている税制優遇措置を事業単位で出資を募る匿名組合型CFにも適用。

3. 地域の投資家からのエクイティ調達活性化

「地方版スタートアップ」が、地域の企業経営者など一般投資家からのエクイティによる資金調達の環境を整備するため、3か月間に49人（社）の投資家へと勧誘が制限されている少人数私募制度（※）を拡充すべきである。

このとき、投資家の投資行動を促す観点から、投資家保護に配慮し、簡易な企業情報開示義務を導入すべきである。これにより、少人数私募を、地域の企業が、地域における身近な投資家の資金と協力を募る手段として活用できるようにすることが重要である。

※少人数私募制度

金融商品取引法上、募集（勧誘ベース50名以上）に該当しないものを指す。適格機関投資家は人数に含めず、募集金額の上限、情報開示義務はない。インターネットによる勧誘は不可。

【具体的要望内容】

○勧誘の範囲の明確化

- ・募集企業や証券会社が基本的な募集条件の公表を行うこと自体は、勧誘の範囲に含まれないことを明確化。

○少人数私募の対象の拡充

- ・「勧誘先49名（社）以下」から「勧誘先は無制限、購入者49名以下」に拡充。
- ・併せて、プロ投資家向けの私募についても「勧誘先」でなく「購入者」に限定するとともに、募集・勧誘でインターネット等の広告宣伝の活用を可能とする仕組みに拡充。

○少人数私募における簡易開示義務の導入

- ・投資家の投資行動を促す観点から、投資家保護への配慮として、企業情報開示義務が必要だが、簡易なものとするべき。
- ・もとより、主要取引先や、大株主、取締役、これらの親族など縁故者への募集は対象外とする。

(参考)

米国：私募の対象制限は、「勧誘先」でなく「購入者」。35名の「洗練された投資家」。

英国：EU：150人まで勧誘が可能。

中国：200人まで購入可能。

韓国：発行企業が基本的な募集情報を広く発信することは可能。その後は、関心を表明した者のうち49名に勧誘可。

なお、日本の金商法では、みなし有価証券（組合持ち分、信託受益権、証券化商品など）における少人数私募では、流動性が低いことを理由に、購入者500人未満とされている。

4. 未上場企業の株式発行・流通市場の整備

地域における未上場株式の市場を拡大させること等を通じ、地方版スタートアップの資金調達環境を整備することが必要である。地方版スタートアップが実施する発行募集・勧誘活動を支援するため、証券会社を介して取引が行われる、「店頭市場」が地域・全国で形成されるようにするべきである。

【具体的要望内容】

○証券会社による未上場株式の投資勧誘の解禁

- ・証券会社(第一種金融商品取引業者)による未上場株式の投資勧誘の解禁。

○地域における未上場株式の取引を行える発行・流通市場の形成

- ・地域内の資金循環を拡大するよう、地場の証券会社等を介した、未上場株式が取引できる発行・流通市場の整備。

○特定投資家（※）の資格要件の緩和や資格取得手続きの簡素化等

- ・資金力や投資に関する知識・経験などを有する特定投資家の資格要件の緩和や資格取得手続きを簡素化し、参入を促進。

○特定投資家私募制度（※）の利活用の促進

- ・特定投資家私募制度の認知度の向上。

○投資型CFの仲介業の参入促進

- ・投資型CFの仲介業について、法律上求められる適正な範囲での、参入ハードルの低減と、利用者の利便性向上。

※特定投資家

政府機関、機関投資家に加えて、証券会社が認めた法人と個人。ただし、個人は純資産・金融資産 3 億円以上、金融業の経験のある純資産等 1 億円以上または年収 1 千万円以上など。

※特定投資家私募制度

特定投資家への非上場株式等の投資勧誘の仕組み。金融商品取引法上、募集（勧誘ベース 50 名以上）に該当しないものを私募と呼ぶ。募集金額の上限はない。発行企業は特定証券情報を提供する。インターネットによる勧誘は特定投資家のみが閲覧可能とする必要がある。

(本文中の為替レートは 2020 年を基準とした)

以上