

非上場株投資の促進で目指す 新興企業への成長資金供給の拡大

仲介者が関わる非上場段階の資金調達額を 27年度までに1800億円に

政府の「スタートアップ育成5か年計画」を受け、現在、官民で連携してさまざまなスタートアップ支援策を立案・推進している。そうした中で今般、日本証券業協会および金融庁は「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」を共催し、報告書を取りまとめた。本稿では報告書の解説を通して、スタートアップ企業等の資金調達等に関する現時点の課題や、スタートアップエコシステムを構成する各主体に期待される役割等を明らかにする。

前 金融庁 企画市場局 市場課
課長補佐

(東京証券取引所 上場推進
部兼ETF推進部 調査役)

中嶋 洋一

日本証券業協会
エクイティ市場部

上席課長 岩瀬 哲也

非上場株式を巡り、 発行・流通市場の活性化へ

日証協および金融庁は「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」(座長 神田秀樹東京大学名誉教授。以下、本懇談会)を共催した。合計7回の会合を経て、今年9月5日に報告書(以下、本報告書)を公表している。

本懇談会設置の直接の契機は、政府が2024年6月21日に閣議決定した「規制改革実施計画」(以下、実施計画)で、非上場株式の発行・流通市場の活性化が提言されたことにある。これを受けて本懇談会では、実施計画で提起された課題に限らず、スタートアップ企業等への成長資金供給等に関して深度ある幅広い議論を行った。

本懇談会では企業価値向上への期待や株主管理負担の抑制の観点から、次のような認識が確認された。

- 大規模投資家等による資金供給のニーズが高い
- SPVスキーム(注)・投資信託等のビークルを通じた投資／エンジェル投資家による投資の拡大も重要
- 投資者の裾野拡大という観点

から、これらの投資者層以外のリスク許容度・投資判断能力のある投資者による投資の拡大も必要

そこで本報告書では、議論の前提となるスタートアップ企業等への資金供給の在り方への認識を明らかにし、まずは総論的な検討事項である「KGI(重要目標達成指標)および参考指標の設定」について取りまとめ

た。その上で「大規模投資家等」「SPVスキーム・投資信託・エンジェル投資家」「リスク許容度・投資判断能力のある投資家」（特定投資家等）「セカンダリー取引」「非上場株式の原則勧誘禁止の見直し」「制度周知等」の順に整理している。以下では、各検討事項について、そのポイントを概説する。

非上場段階の資金調達額をIPOに匹敵する金額に

まずはKGIおよび参考指標の設定だ。本報告書では、市場仲介者が関与する非上場段階での資金調達額を27年度までに1800億円とすることをKGIとした。これについては、次のような背景がある。

- 「スタートアップ育成5か年計画」の目標が資金調達額を前提としていること
 - スタートアップ企業等においてはIPO以外の資金調達の拡大が重要であること
 - 24年のIPO（新規株式公開）での調達額が1741億円であること
- なお、スタートアップ企業等

の資金調達は、マクロ経済的な影響をはじめ、さまざまな要因で大きく左右される。そのためこのKGIについては、外部環境の変化等に合わせて見直すこともあり得る。

次にKPIを検討した。だが、このKGIを前提としたとき、適切な中間目標をKPIとして見いだすことは難しい。

そこで、次の四つの参考指標を設定し、定点的に観測・公表することとした。

- ①非上場会社のセカンダリー取引の状況
- ②J-Ships（特定投資家向け銘柄制度）の利用状況
- ③非上場株式を組み込んだSPVスキーム・投資信託等ピークルを通じた資金調達額
- ④未公開株に関する苦情相談件数

特に④は、未公開株詐欺に注意を払わなければならない旨の指摘を受け、KGIを質的に観測する指標として設定された。

なお、実施計画では、KGIやKPIの指標として特定投資家の人数が例示されていた。しかし、本報告書にはこれは含ま

れていない。その理由はいくつか挙げられる。

まず、上場会社や外国法人等が原則として特定投資家であるなど、特定投資家の増加が必ずしもスタートアップ企業等への成長資金の供給状況を表すものではないとの指摘がある。次に

個人の特定投資家への移行についても、非上場株式以外の投資を目的とする場合もある。また、金融商品取引業者等ごとに移行が判断されるため、名寄せが困難である。さらに、特定投資家の人数をKGIに設定すると、金融商品取引業者等が目標を達成するためにリスク判断能力等のない投資者を特定投資家に誘導する恐れも指摘された。

大規模投資家等による投資の拡大

本懇談会では、スタートアップ企業等にとって、大規模投資家等による資金供給のニーズが最も高いことが確認された。

米国では、VC（ベンチャーキャピタル）以外にも、グロースキャピタルやPE（プライベートエクイティ）ファンド、

クロスオーバー投資家などの適格機関投資家（QIB）を中心としたエコシステムが構築されている。一方の日本では、こうしたエコシステムは発展途上である。

そこで本報告書においては、日本では従前から、事業会社やCVC（コーポレートベンチャーキャピタル）による資金供給が存在感を有していることを踏まえつつ、新たな大規模投資家等の市場参加の促進に向け、今後、検討が期待される事項をまとめていく。

例えばその一つに、アドバイザー・サービスの提供やマッチングイベントなど、証券会社等の市場関係者が従前より行っている取り組みがある。本懇談会では、こうした取り組みについて、懇談会構成員の証券会社からすでに取り組みを強化している旨の言及があった。地方証券会社による連携スキームの取組事例の紹介等を通して、その重要性も再確認している。スタートアップ企業等にとって頼りがいのある身近なツールとして、これらのサービスが今後より

良いスタートアップエコシステムの実現に貢献していくことが期待される。

各分野の制度整備で資金供給の活性化を

米国では、SPVスキームや投資信託、エンジェル投資家からの資金供給額も比較的大きい。また日本でも、株主管理の観点からもスタートアップ企業などの資金調達ニーズは高い。そこで本報告書では、投資の拡大に向けて今後、検討が期待される事項を整理している。

まず、日本でSPVスキームを組成・販売するに当たっては、主に第二種金融商品取引業および投資運用業の登録をもってこれを行うことが想定されている。一方でSPVスキームでは、投資運用業登録を要せず取り扱い可能な株式投資型クラウドファンディングと同等の商品も想定される。こうした観点で、金融庁において投資運用業登録に関する一定の緩和措置が講じられ、今年3月には第二種金融商品取引業協会の自主規制規則で、株主一元化クラウドファンデイン

グ業務の制度整備がなされた。

個人を対象にしたSPVスキームの枠組みは整備されたばかりで、今後のスタートアップ企業等への資金供給のさらなる拡大が期待される。そこで本報告書では、持ち分の換金機会を提供する等の観点から、SPVスキーム持ち分におけるセカンダリー取引環境整備に向けたモデル契約の整備等に関する検討への期待を示した。

投資信託を通じたスタートアップ企業等への資金供給への期待も大きい。この点、投資信託への非上場株式の組み入れは従前より可能だったが、評価方法等が十分に整理されておらず、事実上組み入れができなかった。この状況に対応すべく、24年2月には投資信託協会の自主規制規則で一定の措置が講じられ、現在では非上場株式を組み入れた公募投資信託が複数、組成・販売されている。

もっとも本懇談会では、非上場株式の組み入れ比率の在り方について、株式の評価額が大幅に変動し得るスタートアップ企業等の実態を前提としたときに、

抑制的な運用となつていているといった課題が指摘された。本報告書ではこうした指摘のほか、欧州で見られるような非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みが存在しないことも踏まえて論点を整理した。その上で、非流動性資産を組み込んだ投資信託の規制緩和や、新たな組成・販売の枠組みの検討に対する期待が示された。

また、米国や欧州でリスクの高いシード期において存在感を示す「エンジェル投資家」による投資拡大への期待も高い。日本では23年4月に株式譲渡益を元手とする再投資や、起業に対する非課税措置（プレシード・シード特例、日本版QSBS）が創設された。

しかし、米国のエンジェル投資家による投資が数兆円規模といわれるのに対して、国内の投資規模は極めて小さい。エンジェル投資家による投資の拡大策、具体的にはスタートアップ企業等への投資を税制面から促進する方策が求められている。そこで本報告書では、スタートアップ企業の環境変化等に合わせた

エンジェル税制の拡充・見直し措置や、証券会社の役割拡大に伴う認定金融商品取引業者制度の創設に関する検討への期待が示された。

投資者の裾野拡大でスタートアップ投資を促進

スタートアップ企業等への投資に当たっては、リスク等を正しく理解し、かつリスク許容度のある投資者による投資が重要である。本報告書では、投資者の裾野拡大の観点から、リスク許容度・投資判断能力のある投資者について、①J-Iship制度の利用拡大、②特定投資家による投資の活性化、③準特定投資家——の各観点に分けてまとめている。

このうち07年の金融商品取引法改正に伴い導入された特定投資家については、22年に特定投資家へ移行可能な個人投資家の要件が柔軟化されている。24年には「特定の知識経験」要件の内容の明確化が図られた。本報告書では、さらなる移行要件の緩和について提言した。

また、特定投資家への移行要

件を満たすものの移行手続きを行っていない「準特定投資家」も、特定投資家と同等のリスク分析能力やリスク許容度を有していると考えられる。本懇談会では、このような投資者に特定投資家に準じた扱いを認めることについて検討した。

もっとも、あくまでも準特定投資家は法律上、一般の投資家に過ぎない。従って、特定投資家においては適用されない適合性原則などは引き続き適用されることとなる。

セカンダリー取引活性化や非上場株の勧誘規制も論点

スタートアップ企業への資金供給の促進に向け、セカンダリー取引環境の整備も課題の一つである。米国では非上場期間の長期化等を受け、セカンダリー取引のプラットフォーム等が発達している。一方、日本においては発展途上の段階である。

もっとも、セカンダリー取引については、「株主コミュニティ制度」といった既存制度の見直しや、私設取引システム（PTS）に係る制度整備、非上場

特例仲介業の創設などの措置が講じられてきた。そうしたなか、本懇談会ではセカンダリー取引のさらなる活性化に向け、取次型登録PTSにおける情報の公表・提供と、自社顧客型登録PTSを利用した株主コミュニティにおける価格情報の公表に関する検討がなされた。

これらは、セカンダリー取引における情報の公表・提供や価格情報の公表により生じるスタートアップ企業等の負担や、資本政策上の支障緩和を企図するものである。だが、他方で投資者保護上の問題もある。本報告書では、投資者保護の考慮もしつつ、これらの問題に対処すべく、既存制度の見直しについて提言された。

さらに、本懇談会では日証協の自主規制規則で原則として禁止されている非上場株式の勧誘についても議論し、さまざまな意見が交わされた。なかには「勧誘可能な適切な体制の整備された証券会社のリストの公表や、証券会社の体制整備義務などの投資者保護策とセットで検討すべき」との指摘もあった。

こうした議論を前提に本報告書では、「原則勧誘禁止」から「一定の取引制度（投資者保護を考慮して制度設計された取引制度）に基づき勧誘・取引を行う規制体系」へと転換する方向での見直しが提言された。これは米国の制度との比較の観点も踏まえ、投資者保護上、必要な措置についても併せて検討を行うことを前提にしたものである。

* * *

その他、本報告書では制度周知等についても言及されている。なお、本報告書およびその概要は日証協ウェブサイトに公開している。

スタートアップ企業等への資金供給を確保するためのプライマリ取引と、投資者に流動性を供給するセカンダリー取引は、相互に密接に関連しながら市場の両輪として発展していく。ただし、活発で円滑な非上場株式の発行・流通市場は、一朝一夕に実現できるものではない。

このため、本報告書において具体的な対応策を示した事項に

ついては、積極的な取り組みが必要とされる。本報告書で示された提言等は今後、日証協のワーキング・グループまたは金融庁において具体的な検討がなされる予定である。

（本稿において意見に係る部分は筆者らの個人的見解であり、所属組織の見解を示すものではない）

（注）複数の投資家による特定少数のスタートアップ企業等へのシンジケート投資を、投資家が直接的な株主にはならないかたちで実現するため、LLC等のSPV（特別目的事業体）を利用した投資スキーム。

なかじま よういち

裁判所事務官・書記官の後、弁護士（73期）。総合電機メーカー等での企業内弁護士を経て、24年金融庁企画市場局市場課。25年10月から現職。

いわせ てつや

08年日本証券業協会に入職。13年証券取引等監視委員会へ出向、監督局証券課付併任。15年日本証券業協会に帰任。22年から現職。