

「非上場株式の発行・流通市場の活性化に 関する検討懇談会」報告書

～新規・成長企業へのリスクマネー供給の拡大に向けて～

2021 年 6 月 15 日

日本証券業協会

非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会

目次

1. はじめに	1
(1) 検討の経緯等	1
(2) 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性	1
(3) 欧米の動向	2
2. 発行・流通市場の活性化のための施策の検討	3
(1) 発行者のニーズ	3
(2) 投資家のニーズ	5
(3) 仲介者に期待される施策	7
(4) 株主コミュニティ制度の改善ニーズ	8
(5) 株式投資型クラウドファンディング制度の改善ニーズ	10
3. 制度改善案	13
(1) 法令改正等の検討が必要な事項	13
(2) 自主規制規則の見直しが必要な事項	14
4. その他の論点	15
5. おわりに	17
6. 参考資料	18

1. はじめに

(1) 検討の経緯等

非上場株式は、投資者保護上の観点から、長らく協会員である証券会社による投資勧誘が原則として禁止とされてきた。例外として、株主コミュニティ制度¹や株式投資型クラウドファンディング制度²、適格機関投資家私募等においては非上場株式についての投資勧誘が認められているものの、総じて我が国の証券会社等が非上場株式の発行・流通に関与する場面は極めて限定されているといえる。

一方、新規・成長企業等の非上場企業へのリスクマネーの供給促進については、かねてより政府の成長戦略等で謳われており、2020年7月の政府の規制改革実施計画等では、非上場企業に対する成長資金の供給を促進するための制度を見直す旨の提言がなされ、同年10月に設置された金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」（以下「市場制度WG」という。）において、成長資金の円滑な供給に向けた非上場株式等の発行・流通市場の見直し等について検討されているところである。

本懇談会は、こうした非上場企業への成長資金の供給促進といった社会的要請に証券業界として貢献するため、金融庁等と連携しつつ、市場関係者（発行者、投資家、市場仲介者）のニーズを踏まえながら、非上場株式取引制度の改善策について検討するために設置されたものである。以後、本懇談会では、6回にわたり、市場関係者からの視点での我が国非上場株式取引制度の課題・改善策、海外制度を踏まえた我が国の非上場株式取引の発行市場・流通市場の在り方等について検討を行った。本報告書は、その検討の結果を取りまとめたものである。

(2) 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

非上場企業に成長資金を供給するという観点では、負債による資金調達のみならず、株式等を通じて資金を供給することが重要である。一方で、非上場株式の発行の際に利用できる制度としては、株主コミュニティ制度や株式投資型クラウドファンディン

¹ 株主コミュニティ制度は、グリーンシート銘柄制度（2018年3月末廃止）の後継制度として、地域に根差した企業等の資金調達及び株式の取引・換金ニーズに応えることを目的として2015年5月に創設された非上場株式の流通取引・資金調達制度であり、証券会社が銘柄毎に組成する株主コミュニティの参加者に限り投資勧誘を認めるものである。2021年5月7日現在、運営会員は6社（今村証券、島大証券、大山日ノ丸証券、野村證券、みずほ証券、みらい證券）、銘柄数は23銘柄、延べ参加者数は3,830人、累計取引金額は約50億円となっている。

² 株式投資型クラウドファンディング制度は、新規・成長企業へのリスクマネーの円滑な供給に資することを目的として、金融商品取引法等の改正及び日本証券業協会の自主規制規則の整備により2015年5月に創設された、インターネットを通じて多数の投資家から少額ずつ資金を集め、その対価として非上場株式を発行することにより資金調達を行う制度である。2021年4月末現在、取扱業者は6社（イークラウド、SBIエクイティクラウド、Angel Funding、CAMPFIRE Startups、日本クラウドキャピタル、ユニコーン）、累計成立件数は196件、累計発行価額は約63億円となっている。

グ制度が存在するが、まだ十分な存在感を発揮するには至っていない。我が国の株式市場全体としても資金調達の場合としての機能を十分に発揮できていないという指摘もあり、非上場企業に対する成長資金の供給に向けて、非上場株式の発行市場を活性化することが求められる。

また、非上場企業に対する成長資金の円滑な供給に当たっては、資金調達のための発行制度を整備するだけでなく、発行した株式の流通を促進することが重要となる。実際、政府の規制改革推進会議では、我が国における非上場株式のセカンダリー取引の低迷が、いわゆるユニコーン企業輩出の大きな障害となっている旨の指摘がなされており、上述のとおり、2020年7月17日に閣議決定された「規制改革実施計画」では、スタートアップを促す環境整備のため、「非上場株式等の流通市場の見直し」が規制改革事項として盛り込まれている。

更に、近年、ユニコーン企業を多数輩出している米国では、証券取引委員会（SEC）に登録せずに株式等を発行できる登録免除制度の規制緩和が進められるとともに、インターネット上で非上場株式を取引できるプラットフォームの設立が相次いでおり、自衛力認定投資家と呼ばれるプロ投資家等によって活用されている（後述(3)参照）。

こうした現状を踏まえ、我が国においても、非上場株式による資金調達機会を拡大させ、多くのユニコーン企業を輩出するとともに、地域の活性化や社会的な課題に取り組む非上場企業を支援するためには、株式の発行制度と流通制度をいわば車の両輪として整備することが重要であるという認識のもと、本懇談会では検討を行った。

(3) 欧米の動向

米国では、これまで半世紀に亘り登録免除募集制度の整備と修正が見られた。この10年では2012年のJOBS法（the Jumpstart Our Business startups act）の導入や2020年の登録免除募集制度の更なる見直しなど、より一層規制緩和が進んだ。

複数存在する登録免除募集制度の中でも、特に自衛力認定投資家（Accredited Investor）と呼ばれる一定の資産や資格要件を満たすプロ投資家に対して勧誘が可能なレギュレーション D³の利用が活発である。レギュレーション D によって資金調達を行うメリットとして、発行のために求められる開示資料が簡素で、会計士等による外部監査の受検が必須とされていない点が挙げられる。

³ レギュレーション D は、1933年証券法に基づく登録免除募集制度。レギュレーション D の中でも最も利用されているルール 506(b) では、自衛力認定投資家に対して金額の上限なく証券を発行することが可能である。また、自衛力認定投資家のみに証券を売り付ける場合には、発行企業は外部監査の受検が必須とされておらず、開示資料である Form D も簡素なものとなっている。2019年には、レギュレーション D によって1兆5580億ドルの資金調達が行われた。

また、レギュレーション D は、非上場株式だけでなく社債やファンドなどの発行にも活用することが可能であり、特にファンドによって積極的に活用されている。

レギュレーション D で発行された有価証券は、一定の要件の下で流通が認められており、こうした有価証券を流通させるためにインターネット上の取引プラットフォームも存在する。この取引プラットフォームでは、レギュレーション D で発行された証券のほか、シード・アーリーステージの企業に投資した投資家や非上場企業の役員・従業員が保有する株式も取引されている。

2020 年以降、米国では投資者保護の改善、効率性の向上、資本形成の促進を目的として、登録免除募集制度について包括的な見直しが実施されている。また、自衛力認定投資家制度についても一定の資格を保有していることをもって自衛力認定投資家として認定されることが可能となる規制緩和が行われた。

欧州については、米国のような包括的な非上場株式の発行・流通制度は確認できなかったものの、英国においては、株式投資型クラウドファンディングによって発行された非上場株式についての取引が存在している。また、上場投資法人を通じた非上場株式への投資に対しては Venture Capital Trust (VCT) と呼ばれる税制優遇策が、個別の非上場株式への投資に対しては Enterprise Investment Scheme (EIS) や Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) と呼ばれる税制優遇策が導入されており、一定期間非上場株式を保有した場合には大きな所得税還付が受けられることになる。これらの税制優遇措置は、スタートアップ企業に投資をするというリスクに対する対価であり、英国では政府主導で非上場企業への投資が促進されている。

上記のような欧米の動向に鑑みると、我が国において非上場株式の発行・流通市場を活性化するためには、非上場企業・投資家のニーズに即した発行制度・取引プラットフォームや税制優遇策を整備することが重要である。

2. 発行・流通市場の活性化のための施策の検討

本懇談会では、具体策の検討に当たって、非上場株式取引制度が広く利用されるよう、発行者及び投資家のニーズ並びに仲介者として対応が期待される施策について、以下のとおり洗出しを行った。

(1) 発行者のニーズ

資金調達に際して、証券会社による投資勧誘等の関与や非上場株式の取引の仕組み（このような仕組みを提供する事業者を含め「証券会社等」という。以下同じ。）

を期待する非上場企業には、スモール IPO を目指さず、非上場時の多額の資金調達により大きく成長した後に上場を目指したい企業、ビジネスモデルの特徴として、いわゆる「死の谷」が深く長いため、短期間での上場が難しい企業、地元発の新規企業で地元企業や地元富裕層から広く資金調達を望む企業などが挙げられる。これらの非上場企業が資金調達に際して証券会社等に期待することとしては、幅広い投資家とのネットワークが豊富な証券会社等の関与により、スタートアップ企業が直接接点を持ちにくい海外投資家や機関投資家、クロスオーバー投資家などをはじめ、企業の意向に沿う投資家からの出資や、反社会的勢力に該当しないことの確認等のサポートを受けることが考えられる。また、非上場企業は買い手となる投資家との間の条件交渉や資料作成などのリソースが限定されていることから、証券会社等に私募の取扱いを含めた関与が期待されると考えられる。そのほか、海外と異なり企業コンサルタント等の役割が小さい我が国において、株主管理やガバナンス支援、IPO に関するノウハウを有する証券会社等の関与により、資本政策の一貫性や内部管理体制の整備が期待できるといった意見があった。また、非上場企業が IPO の時期を適切に見極めたり、上場しないという選択肢を採用することが可能となるといった意見もあった。

発行者の委員からは、ミドル、特にレイターステージにおいて国内外の機関投資家から資金調達を行う際に、証券会社等の関与ニーズが大いにあり、具体的には、証券会社等の関与によって、海外の機関投資家からの出資の実現や、バックオフィスリソース制約の緩和などを期待するという意見があった。また、証券会社等の関与が可能となることにより、上場のタイミングを意図的に遅らせ、非上場時に更なる成長を実現し、ユニコーン企業及びデカコーン企業として上場していくスタートアップ企業を輩出できる可能性があるとの指摘もあった。一方で、証券会社等による審査（ただし、引受審査のような厳格なものにならないよう留意する必要がある。）や財務情報並びに事業計画の提供・公表は、成長スピードを優先したい発行者にとって負担となり、また競合企業等への情報流出になる恐れもあるため、投資者保護とのバランスを考えながらも、発行者による負担が過度にならないようにしてほしいという意見があった。

また、アーリーからミドルステージにおいては、相対的に高いリスクを許容でき、テクノロジー分野に明るいベンチャーキャピタル（以下「VC」という。）やエンジェル投資家による支援が引き続き重要と考えられるとの意見もあった。

証券会社等によるセカンダリー取引について、発行者の委員からは、非上場時にあって、創業期メンバーや事業会社等による資金化ニーズは実際にあり、流通市場が整

備されることでエグジットの自由度も増すため、セカンダリー取引の場の提供は必要との意見があった。また、セカンダリー取引では証券会社等が個別に関与するロットでない場合も多いため、海外の取引プラットフォームのように滑らかに小ロットから取引が成立するようなプラットフォームの整備が望ましいという意見や、非上場企業に係る情報の提供・公表の負担は合理的な範囲となることが望ましい、プラットフォームとなる証券会社等がデューデリジェンスや株主とのコミュニケーション等の業務を取りまとめて実施することが前提として望ましいとの意見があった。

なお、VCの委員からは、特定投資家私募制度は、金融商品取引業者（第一種金融商品取引業者及び第二種金融商品取引業者）又は登録金融機関が取得勧誘を行うことが法令上の要件とされているが、米国では仲介業者を入れずにファンドを含む発行者が自己募集する形式が一般的であるため、今後我が国でも発行者、VC・PEファンド等も巻き込んだ市場参加者全体で同様の仕組みを取り入れることも検討すべきであるとの意見があった。また、委員からは、金商法上の開示書類の提出基準（金額）の見直しについて検討することも考えられるのではないかと意見があった。

その他、委員からは、米国ではオンラインで完結する仕組みが主流であるためオンライン前提の仕組みを作るべきであるといった意見や金融商品取引業者以外の異業種連携を視野に入れるべきであるとの意見もあった。

(2) 投資家のニーズ

非上場企業への出資に際して、証券会社等の関与を期待する投資家には、ビジネス経験等が豊富で余裕資金のある企業経営者、IPOによるエグジット実績がありノウハウの伝授が可能な起業経験者、社会的意義のある投資に関心を持つ富裕層や地元富裕層などの個人投資家のほか、長期投資を行う国内の大規模投資家や海外投資家、オープンイノベーションに取り組む企業、コーポレートベンチャーキャピタル（以下「CVC」という。）、事業のシナジー効果を期待する企業などの法人等が挙げられる。これらの投資家が出資に際して証券会社等に期待することとしては、非上場企業の事業内容や事業計画、資金調達の用途などの審査、反社会的勢力に該当しないことの確認、業界分析などにノウハウの豊富な証券会社等の関与が考えられる。また、ネットワークが豊富な証券会社等の関与により、独自で有望企業を探すことが困難な投資家が投資先の選択肢を広げることや、事業のシナジー効果が高められるような投資先に投資することが可能となることが考えられる。

非上場株式のセカンダリー取引に際して、証券会社等の関与を期待する投資家には、ビジネス経験等が豊富で余裕資金のある企業経営者、社会的意義のある投資に関

心を持つ富裕層や地元富裕層、エンジェル投資家などの個人投資家のほか、国内外のセカンダリーファンド、外資系 PE ファンド、海外の小規模な VC 等、事業のシナジー効果を期待する企業、地元企業などの法人等が挙げられる。これらの投資家が購入に際して証券会社等に期待することとしては、特に国内外のファンド側に非上場株式のセカンダリー取引のニーズがあり、幅広い非上場企業とのネットワークが豊富な証券会社等の関与が期待されていると考えられる。また、海外の小規模なファンドを運営する VC やエンジェル投資家などの自ら有望な非上場企業を発掘することに限界のある投資家にとって、非上場株式が売買できるような取引プラットフォームが必要と考えられる。

売却に際して、証券会社等の関与を期待する者には、VC、CVC、事業会社、エンジェル投資家、国内の大規模投資家、会社関係者等が挙げられる。このほか、今後幅広い投資家が参入することにより、売却の際に証券会社等による関与ニーズが生じることが想定される。これらの売り手が売却に際して証券会社等に期待することとしては、IPO や M&A 以外にエグジットの機会がない場合に投資家が売却せざるを得ない場面においての買い手とのマッチングや、売却価格の算定などの関与が考えられる。また、創業者株主やストックオプション等で株式を取得した従業員のライフステージの変化等による株式の換金ニーズが生じた際の買い手とのマッチングや、中小企業が事業承継のために買い手を探してほしい際の買い手候補への投資勧誘を含めた売り手の意向に沿ったワンストップでの支援なども考えられる。

そのほか、本懇談会では、IPO に関してノウハウを有している証券会社等の関与により、発行者の資本政策や内部管理体制の整備に関して、投資家に安心感を与えることができるという意見があった。また、証券会社等の関与により、海外投資家や CVC 等がスタートアップ企業により多くの投資を行うようになれば、他の投資家にも有意義であるという意見や、非上場株式の流動性の向上が見込まれることでエグジット手段の多様化により、多様な投資家を呼び込むことに繋がるとの意見もあった。

また、証券会社等が関与する場合に投資家が証券会社等に望む対応として、取引価格の決定について発行者等も関与するようなプロセスの設計、反社会的勢力を排除するための投資家のリスト化及び投資家に対する株主間契約や種類株式などの説明といった要望も寄せられた。

あわせて、スタートアップ企業への投資経験の豊富な個人投資家からは、ミドル、特にレイターステージにおける大規模投資家からの資金調達に証券会社等による関与ニーズがあるとの意見があり、普段コンタクトのない機関投資家などとのマッチングや、発行者にとって負担の大きいデューデリジェンスや契約のサポートが求め

られるとの意見があった。他方で、シード・アーリーステージの資金調達においては、株主間契約等、スタートアップ企業への投資の際の慣行をよく理解していない富裕層などの誘導により、これまで「暗黙知」をベースに効率的に回っているスタートアップコミュニティの運営に支障をきたすのではないかとの意見があった。

VCの委員からは、レイトステージにおける資金調達機会の活性化のため、長期保有前提の機関投資家等を証券会社等によるプライベートプレイスメントを介して呼び込むための施策が必要との意見があった。また、米国におけるレギュレーションDの利用状況をみると、未上場企業への資金供給の拡大の大部分がファンドを通じた調達であるため、ファンドの投資家募集に当たっても、証券会社等の関与及びファンドによる自己募集範囲の拡大があるとよいとの意見も寄せられた。

米国でプライベートプレイスメント業務を展開している証券会社からは、ミドル・特にレイトステージの本邦企業は海外機関投資家からの投資機会が多いと考えられ、そこに証券会社等が関与することで、海外投資家などとの接点の提供や知見を活かしたアドバイスが可能となるとの意見があった。

また、証券会社等によるセカンダリー取引について、エンジェル投資家からは、非上場株式の取引プラットフォームがあるとエグジット手段を多様化でき、投資家層の拡大に繋がるのではないかとの意見が寄せられた。

(3) 仲介者に期待される施策

非上場企業による資金調達及び投資家による非上場企業への投資については、証券会社等においても関与ニーズがあると考えられる。証券会社の委員からは、ユニコーン企業等の実力のある非上場企業を輩出することは証券会社としての責務であり、非上場株式への投資を選択肢として投資家に提供できるようにすることは投資家向けサービス向上のためには避けて通れないとの意見や、昨今非上場株式投資をした投資家層（富裕層）は増えており、いわゆるプロ投資家が多数参加して活発な取引が行われる仕組みや流通市場の育成が重要であるとの意見があり、非上場企業の株式の発行・流通に際して、特定投資家に対する証券会社等の関与を可能とするための制度整備について前向きな意見が多数寄せられた。なお、制度設計に際しては、発行者に係る情報の提供・公表の負担や証券会社等の審査等の負荷と投資者保護とのバランスを考慮した、現実的な制度とすることが望ましいとの意見があった。

特定投資家向け発行・流通市場の整備により、証券会社等の関与・対応が期待されていることとして、非上場企業の審査、投資家が反社会的勢力に該当しないことの確認、豊富なネットワークを活かした投資先の紹介及び企業とのマッチング、デューデ

リジェンス並びに投資家との条件交渉などが挙げられている。証券会社の委員からは、単なる顧客紹介のみでなく M&A アドバイザリーのようなフィナンシャルアドバイザー（FA）業務や IPO を見据えたサービスの提供を加えたビジネスが想定される、具体的なビジネスフローとして、発行者との折衝から投資家へのマーケティング、投資契約等のサポートやアフターフォローまでの関与が考えられるとの意見があった。

なお、非上場企業の審査については、監査法人の監査を受けていない発行者の財務情報についての審査や当該審査に係る責任の在り方、勧誘の相手方がプロ投資家であること踏まえた審査のレベル感及び弾力的な運用について、今後検討する必要があるとの意見があった。また、勧誘資料について、非上場企業における将来の事業計画に係る情報は、投資判断において重要である一方、その不確実性から証券会社が使用することは避ける傾向にあるため、勧誘ルールの構築に際しては勧誘資料の在り方等を整理することが必要であるとの意見もあった。

その他、証券会社の委員からは、非上場株式の価格算定の在り方、利益相反管理、証券会社作成の勧誘資料の必須記載事項、契約サポートにおける業務範囲に課題認識があるとの意見があった。

ブロックチェーンの運用事業者からは、非上場株式市場におけるブロックチェーン活用によるメリットについて、ブロックチェーン技術は投資家間のマッチングや所有の移転を自動で行う機能があるという点、既存株主が所有する株式と投資家間で流通するセキュリティトークン化した株式は株主名簿の形で同様に管理可能となる点、発行者による保有者情報等を活用した非金銭の配当などの新しい株式設計や優先株式への発展が可能となる点などが挙げられるとの意見があった。また、導入に際しては、金融機関間の横断を可能とする仕組みのため業界での規格の統一や、システム実装のため各社で一定のシステム投資が課題となると考えられるとの意見があった。

(4) 株主コミュニティ制度の改善ニーズ

株主コミュニティの参加者数及び取引実績は、年々増加しているものの未だ活況とはいえない状況であり、その要因の一つとして運営会員による株主コミュニティへの参加勧誘の可能な投資家の範囲が限定的となっていることが挙げられる。実際、自主規制規則により、参加勧誘が認められているのは、発行者の株主・元株主、発行者の役職員、グループ会社の役職員等に対する場合のみである。

株主コミュニティへの参加勧誘について、株主コミュニティを運営している証券

会社の委員からは、社内での厳正な確認のもと、リスク許容度の高い一定の投資家に対しては株主コミュニティへの参加勧誘を可能としてほしいとの要望が寄せられている。リスク許容度の高い投資家としては、ビジネス経験が豊富で余裕資金のある企業経営者や地元企業への投資に関心を持つ富裕層等が考えられる。

特定投資家に対する参加勧誘の解禁に対して委員からは、設立から日が浅いスタートアップ企業は会社関係者の数が少ないため解禁されることの恩恵が大きい、中堅企業への出資機会の創出や事業承継、企業の役職員が保有する株式等の流動化や再配分の機会などに活用する観点から望ましい、株主コミュニティは非上場株式の取引プラットフォームとして有望な仕組みであり参加投資家が拡大することは望ましいとの意見があった。

株主コミュニティを組成している企業からは、ビジネス経験が豊富で余裕資金のある企業経営者や地元企業への投資に関心を持つ富裕層等のリスク許容度の高いプロ投資家に対して、株主コミュニティを運営している証券会社による参加勧誘を可能としてほしいとの意見があった。

また、株主コミュニティ制度については、地域に根差した企業の非上場株式の換金の場合としての利用にとどまらず、幅広く非上場企業の資金調達の場合として機能することが期待されているが、株主コミュニティを利用した資金調達については、私募の取扱いの実績が3件（2021年4月末現在）あるものの、あまり利用されていない状況であるといえる。資金調達での利用が想定される企業には、株主数の多い大規模な非上場企業、費用対効果の観点から上場廃止を能動的に選択する企業、IPOを目指さない企業で長期投資家の参入を望む企業、地元発の新規企業で、地元企業や地元富裕層から広く資金調達を望む企業等が挙げられ、発行者からは、1億円以上の資金調達の際に活用したいという声も多い。しかしながら、有価証券届出書等の提出義務がネックとなり、資金調達が行いにくくなっていると考えられるとの意見があった。

株主コミュニティを運営している証券会社からは、株主コミュニティで5億円未満の資金調達を行う場合において、有価証券届出書等の提出を免除できないかとの要望が寄せられている。

株主コミュニティを組成している企業からは、株主コミュニティを利用して5億円未満の資金調達を行う場合に、有価証券届出書等の提出が免除されることになれば、資金調達の円滑化に繋がるとの意見があった。そのほか、証券会社において株主コミュニティ銘柄の売買注文についてインターネット上での受注が可能となるシステム整備や、活力ある非上場企業を広く周知してほしいといった要望も寄せられた。

そのほかの意見として、委員からは、株主コミュニティを通じて安定的ながら低成

長となっている地域企業への投資を活性化させるために英国のような税制優遇策を設けることが望ましいとの意見や、インターネット上での勧誘規制のない株式投資型クラウドファンディング制度との連携を進めるためには、株主コミュニティにおける勧誘規制が障壁にならないか検討することが必要との意見、地域創生や SDGs など同制度を活用するメリットなどを、地方銀行等へ積極的にPRし地域のプラットフォームとして株主のマッチング機能を担って頂くのはどうかとの意見、発行者の審査においてノウハウのない証券会社は何らかの助成があるとよいとの意見、株主コミュニティ制度の認知度向上のための一層の制度周知も重要であるとの意見があった。

(5) 株式投資型クラウドファンディング制度の改善ニーズ

株式投資型クラウドファンディングについては、現状、シード・アーリーステージなどの一部の企業に利用が限定されているが、幅広いステージの非上場企業及び多様な投資家に利用される使い勝手のよい制度として利用されることが期待されているとの意見があった。以下、株式投資型クラウドファンディングの現行制度の課題についてそれぞれ記載している。

① 投資家の投資上限額について

一投資家による同一発行者への投資上限規定（年間 50 万円以下）は、一般投資家・プロ投資家の区別なく設けられているが、米国や英国においてはいわゆるプロ投資家について投資上限額が設けられていないことから、50 万円以上の投資意向があるリスク許容度の高い投資家にとっては過度な制約となっているといえる。株式投資型クラウドファンディング業務を運営する第1種少額電子募集取扱業者（以下「株式投資型クラウドファンディング事業者」という。）からは、特定の企業に数百万円から1千万円程度投資したいという要望は多数あり、そのような投資家が少額投資を重ねることは煩雑である、法人投資家が事業シナジー等の観点から投資する際に十分な投資が不可能である、投資上限により多数株主を抱えることになり、株式投資型クラウドファンディングで資金調達をした後にVC等からの資金調達がしにくくなる惧れがあるとの課題が挙げられている。

あわせて、株式投資型クラウドファンディングで資金調達を行った企業においても、リスク許容度の高い投資家からは個別に追加投資希望を複数受けているとの実態があるとの意見があった。

② 少人数私募の人数算定方法について

少人数私募の人数通算規定については、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達後、半年以内に少人数私募による資金調達ができないという問題がある。株式投資型クラウドファンディング事業者からは、少人数私募による資金調達を考えている発行者が連続した資金調達ができないことが原因で株式投資型クラウドファンディングを実施できないことがある、昨今のビジネス展開のスピードや資金調達ニーズに対応できないとの課題が挙げられている。

あわせて、株式投資型クラウドファンディングで資金調達を行った企業からは、有事を想定したエクイティ・ファイナンスの機動性を確保するためには制度改善が必要であるとの意見があった。

③ 発行可能総額について

株式投資型クラウドファンディングによる発行可能総額（年間１億円未満）について、米国における制度改革のような、発行者にとって効率的に資金調達が行え、かつ投資者保護の水準を引き上げられるような要件緩和措置が課題と考えられる。株式投資型クラウドファンディング事業者からは、設備投資や研究開発を要する企業等においては短期間で１億円以上の資金調達ニーズがある、ベンチャー企業が成長に合わせた資金調達を実施するに当たって、発行可能総額の上限や他の手段による資金調達との合算要件があることで、株式投資型クラウドファンディングで希望する金額を調達することが難しくなっているとの課題が挙げられている。

また、海外における規制緩和の例として、米国では 2020 年に投資型クラウドファンディングにおける調達上限額が見直され、100 万ドルから 500 万ドルに引き上げられており、実際に 500 万ドルの調達事例もあるとの説明があった。投資型クラウドファンディングを活性化するためには、非上場企業の資金調達が大型化している現状を踏まえると、５億円程度への引上げは必須であるとの意見があった。また、株式投資型クラウドファンディングの更なる利便性向上のため、調達額の上限を年間１億円未満から３ヶ月１億円未満とすべきという意見もあった。

株式投資型クラウドファンディングで資金調達を行った企業からは、株式投資型クラウドファンディングにより１億円以上の資金調達を行いたい場合に弊害となるので見直しが行われるとよいとの意見があった。

④ 有価証券届出書等の提出基準について

上記③の発行可能総額（年間１億円未満）について見直しが行われた場合、１億円

以上の資金調達には、有価証券届出書等の提出義務が生じることが課題となる。株式投資型クラウドファンディング事業者からは、シード・アーリーステージの企業においては、外部監査が必要とされる法定開示資料の作成は負担が大きく、発行可能総額の見直しの際にはあわせて有価証券届出書等の提出基準の引上げを行うべきとの意見があった。

株式投資型クラウドファンディングで資金調達を行った企業からは、1億円程度の資金調達を実施するようなステージの企業においては、外部監査を受検する企業規模ではないとの指摘があった。

なお、VCの委員からは、上場、ひいてはユニコーン企業を目指す企業においては、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達がその後のVC等からの資金調達を阻害する要因になることが指摘されているといった意見や、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達によって一般投資家等の株主数が増え、株主間契約や議決権行使にネガティブな影響を与えるのを防ぐため、ファンド形式での出資や株式の議決権行使の方法の工夫などを検討してはどうかとの意見もあった。この点について、株式投資型クラウドファンディング業者からは、そもそも株式投資型クラウドファンディングによって先行して投資をした投資家にフェアな条件で次回以降の契約を締結すべきであり、リスクマネー供給拡大という視点でみるのが重要との意見があった。

一方、上記のような株式投資型クラウドファンディング規制の見直しに当たっては、投資者保護に考慮し、投資家の金融リテラシーなどに応じて勧誘対象者の範囲を限定すること、発行者の情報開示のレベルに応じた見直しとすること、株式投資型クラウドファンディング事業者が発行者及び投資家に対してリスク等の十分な説明を行う措置を講じることなどが必要との委員の意見もあった。

また、株式投資型クラウドファンディングの認知度向上のための一層の制度周知も重要であるとの意見もあった。

3. 制度改善案

2. で挙げられた具体的なニーズに基づき、本懇談会では以下に掲げる制度改善案を取りまとめた。なお、本懇談会では、主として非上場株式等を念頭においた議論を行ってきたが、プロ投資家向けの商品の選択肢を拡大するという観点から、私募の投資信託等の金融商品についても、特定投資家私募制度の対象として検討することが適当と考える。

(1) 法令改正等の検討が必要な事項

① 特定投資家私募制度（日本版レギュレーション D）の整備

非上場企業が適格機関投資家に該当しない大規模な投資家や、金融リテラシーが高く富裕な個人投資家に対して広く株式を発行できるようにするためには、特定投資家に対する株式の発行制度を整備する必要がある。特定投資家向けの発行制度としては特定投資家私募制度が存在しているが、株式については、現在のところ TOKYO PRO Market における取扱いのみが想定されている。そこで、米国におけるレギュレーション D のように広く利用される制度を目指し、幅広い非上場株式を想定した特定投資家私募制度（日本版レギュレーション D）の整備を行うことが求められる。

特定投資家私募における非上場企業に係る情報の提供・公表の観点では、当該非上場企業の負担に考慮する必要がある。特定投資家私募制度では発行開示として特定証券情報の作成・投資家への提供等が求められるが、TOKYO PRO Market における特定証券情報では外部監査が必須とされるなど、企業の開示負担は相当重いものとなっている。そこで、例えば、勧誘対象となる特定投資家の属性や本協会の自主規制規則における証券会社等の行為規制等も考慮したうえで、特定投資家が適切に投資判断を行えるものであるか及び発行者に係る情報の提供・公表の負担に考慮したものであるかを十分に考慮して、特定証券情報の整備に向けた検討を進めることが適当と考えられる。

なお、制度設計に当たっては、非上場株式のみではなく私募の投資信託等も特定投資家私募制度の対象とすることが適当と考えられる。

② 株式投資型クラウドファンディング制度の改善

株式投資型クラウドファンディングについて、市場制度 WG で議論されている以下の3点については、制度を見直すことが適当と考えられる。

イ. 投資上限（50 万円以下）についてプロ投資家である特定投資家については、自身でリスクを踏まえた適切な投資額を判断できると考えられることから、投資上

限額を見直すこと

ロ. 金商法における業規制上の発行可能総額（１億円未満）の算定方法について、他の資金調達手段と併用しやすくするため、発行可能総額の算定における合算の対象を株式投資型クラウドファンディングで調達した金額に限定すること

ハ. 少人数私募の人数算定方法について、より機動的な資金調達を可能とするため、少人数私募の人数通算期間を６ヶ月から３ヶ月に短縮すること

(2) 自主規制規則の見直しが必要な事項

① 特定投資家私募制度（日本版レギュレーションD）の整備等

特定投資家制度は証券会社等の関与が必須であるため、非上場株式における特定投資家私募制度を整備するに当たっては、証券会社等が投資勧誘等に関与できるようにする必要がある。すなわち、非上場株式の投資勧誘禁止の例外として特定投資家向け取得勧誘、特定投資家向け売付け勧誘等及び既存株主による売付けに係る勧誘⁴を認め、証券会社等による特定投資家私募の取扱い等を可能とすることが適当と考えられる。なお、非上場株式における特定投資家向け取得勧誘及び特定投資家向け売付け勧誘等を認めるに当たっては、投資者保護の観点から、証券会社等の内部管理体制等をもとに本協会が「取扱会員」を指定することが適当と考えられる。

なお、特定証券情報の具体的な記載事項については、勧誘対象となる特定投資家の属性や本協会の自主規制規則における証券会社等の行為規制等も考慮したうえで、特定投資家が適切に投資判断を行えるものであるか及び発行者に係る情報の提供・公表の負担に考慮したものであるかを十分に注意して、今後、詳細について検討する必要がある。また、非上場株式については個別の発行者に関する情報が主となる一方、私募の投資信託等については個別の投資先に関する情報よりも、むしろスキームや組成者に関する情報や投資方針に関する情報が投資家にとって重要になる。こうした点を踏まえ、特定証券情報の記載事項等について検討するに当たっては、非上場株式と私募投資信託等は別個に議論する必要がある。

② 株主コミュニティ制度の改善

株主コミュニティ制度については、これまでは「企業をよく知る者」を中心とした取引を想定した制度設計であったが、株主コミュニティの利活用を図る観点から、新たにリスク許容度の高いと考えられる特定投資家に対して投資勧誘を認めることが適当と考えられる。

⁴ 既存株主が株式を売却する場合、当該株式については特定投資家に売り付けることを想定している。

また、株主コミュニティ銘柄の投資勧誘を行えるのは株主コミュニティ制度の参加者に限定されているところ、株主コミュニティ銘柄の会社関係者等は、当該株主コミュニティ銘柄をよく知っている者であることから、株主コミュニティへの参加を取引の条件とした投資勧誘を可能とすることが適当と考えられる。さらに、既存株主が株主コミュニティ銘柄を運営会員を通じて売却する場合については、株主コミュニティに参加せずとも投資勧誘を認めることが適当と考えられる。

そして、株主コミュニティ銘柄は前述のとおり「企業をよく知る者」にしか参加勧誘を行うことが認められていないが、有価証券報告書等を発行している場合は、外部監査が実施されていること又は既に広く情報が開示されることで投資家が企業のことをよく知ることができる銘柄であることを踏まえ、流通性が制限されているという制度趣旨を損なわない範囲で株主コミュニティへの参加勧誘対象者を拡大することが適当と考えられる。

③ 店頭取扱有価証券に係る譲渡禁止期間の見直し

本協会の店頭有価証券に関する規則（以下「店頭規則」という。）第6条に規定される「有価証券報告書等提出会社が発行する非上場株式等の募集等の取扱い等」について、現行制度では取得後2年間の譲渡禁止が定められているところ、譲渡禁止期間によりセカンダリー取引での換金機会が持てず、本規定の利用も制度創設後数十件にとどまっている。投資家の換金機会を確保し、本規定によって株式を発行した企業が株主コミュニティを組成しやすくすることで本規定の利用を促すため、譲渡禁止期間を撤廃することが適当と考えられる。

4. その他の論点

その他の論点として、委員等より以下のような意見が挙げられた。

① 非上場株式の投資勧誘原則禁止・例外容認の規律の見直し

金商法では非上場株式の取扱いは禁止されていないにもかかわらず、協会規則で原則禁止としているのは規制の構造上いかがなものか。現行では、原則が禁止、例外が容認という規律となっているところ、原則と例外を入れ替えるような、抜本的な見直しが必要ではないか。

② 店頭有価証券の少人数私募等に係る投資勧誘の見直し

店頭規則第4条の2に規定する「企業価値評価等が可能な特定投資家に対する店頭

有価証券の投資勧誘」について、勧誘対象となる投資家は企業価値評価等が可能な法人の特定投資家に限定されているが、企業価値評価等が可能な個人の特定投資家も勧誘対象としてよいのではないか。

③ 投資信託を通じた非上場株式への投資

海外では総資産の2～3%程度で非上場株式に投資を行う投資信託も存在しており、非上場株式の評価制度、情報開示制度、流通市場の整備により、日本でも同様な形で非上場株式に投資を行う公募投資信託の組成が促進され则认为。また、機関投資家によるクロスオーバー投資を拡大させるためにも、投資信託を通じた非上場株式への投資が活発となるような非上場株式の評価制度、情報開示制度、流通市場の整備が必要ではないか。

④ 非上場株式の国際化

我が国の株式発行市場は、諸外国からみれば概して閉鎖的であり、IPOにおけるグローバルオフリングの活用も限定的との指摘がある。海外の取引所とのコネクタビリティを活用すれば、非上場株式やPEファンドを海外投資家へ販売できる新たな流通チャネルとすることが可能となり、非上場株式の国際化が図れるのではないか。

⑤ 税制の観点

スタートアップ企業への投資はリスクが高く、活性化のために税制優遇策などを設ける必要性が高いため、スタートアップ企業に対して投資する際にEISやVCT等で手厚い税制優遇を設けている英国を参考に、我が国でも非上場株式に対する税制優遇策を設けるべきではないか。

⑥ 株主コミュニティ制度のDX（デジタルトランスフォーメーション）化

現行の株主コミュニティは、参加手続や注文が主に対面又は電話で行われており、このことが参加者の利用拡大に繋がっていない一要因と考えられることから、投資家が参加・利用しやすい運用となるよう、WEB等の利用を前提とした制度設計等の見直しを行うべきではないか。

⑦ 決済制度のインフラ整備

株券発行・不発行会社のそれぞれの決済の課題を整理し、決済インフラを整えることで、流通に係る一連のコストが明確となり、非上場株式の発行・流通市場の活性化の有

効な手段となるのではないか。

⑧ ST0 などの新しい技術の活用も視野に入れた検討

決済や保管の観点で、非上場株式をセキュリティトークン化することができれば、取引コストや発行者の事務負担の軽減を図ることができる可能性があるのではないか。

5. おわりに

本懇談会では、非上場企業に対する成長資金の円滑な供給に向け、非上場株式の取引制度の改善策について、専門的な知見を有するさまざまな立場の委員等から、多岐にわたる示唆や提案が示されたところである。

本懇談会は、2. の検討に記載した多様な意見も参考に、3. の制度改善案に記載した事項について、非上場株式の取引を制度化するに当たって更なる精緻な検討を行ったうえで、速やかに制度整備が行われることを期待する。その他の論点についても、将来的な技術の進展や環境変化により、本制度の適切な改善が必要になることもあり得るものとする。

本懇談会における検討では、特に証券取引所に上場する前の非上場企業におけるニーズや課題について議論を深めたところであるが、これは非上場企業に対する成長資金の円滑な供給に向けた一里塚である。今後は証券取引所への上場段階も含めた課題についても検討することにより、成長資金の円滑な供給に向けた包括的な取り組みを進めることができるものとする。

海外に目を向けると、例えば米国では 50 年近くかけて発行者・市場仲介者・投資家により見合った制度となるよう、継続的に制度の改善が図られている。我が国においても、制度整備そのものを目的化するのではなく、我が国の新規・成長企業の成長資金ニーズと、市場仲介者、投資家の状況に見合った制度を今後作り上げていくことが重要となる。我が国の資本市場や市場関係者のニーズに見合った制度整備をするためには、継続的に議論を重ね、必要に応じて制度を見直していくことが求められるが、本懇談会における議論をもとに、その制度整備の一步が踏み出されることを期待する。

最後に、本懇談会で示された多様な示唆や提案が大いに活用され、非上場株式の発行・流通における制度整備が行われることで、新規・成長企業をはじめとした非上場企業へのリスクマネーの供給促進等に資する資金調達機能が発揮されることにより、地域経済の発展やユニコーン企業育成のための環境整備に繋がり、ひいては、我が国経済全体への好循環を与えることのできる非上場株式等の取引制度が整備されることを期待する。

以 上

6. 参考資料

資料 1 本懇談会設置要綱

資料 2 本懇談会委員名簿

資料 3 本懇談会議論のスケジュール

「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」の設置について

2020 年 11 月 17 日

日 本 証 券 業 協 会

1. 趣旨

政府の成長戦略及び規制改革実施計画等において、非上場企業の資金調達の円滑化と手段の多様化に向けた検討が行われる旨、謳われており、金融庁では、金融審議会市場制度ワーキング・グループにおいて、成長資金の円滑な供給に向けた非上場株式等の発行・流通市場の見直し等について検討されているところである。

これら具体策の検討に当たっては、非上場株式取引制度が広く利用されるものとなるよう、市場関係者等のニーズを的確に把握し、それを踏まえた枠組みを検討していくことが重要であると考えられる。

については、本協会として、金融庁とも連携しつつ、市場関係者のニーズ等に基づいて非上場株式取引制度の課題・改善策について検討するため、自主規制会議の下部機関として「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」（以下「本懇談会」という。）を設置することとする。

2. 検討事項

次の内容に関し、市場関係者のニーズ等を踏まえつつ、検討を行う。

- ① 市場関係者（発行会社、投資家、市場仲介者）からの視点での我が国非上場株式取引制度の課題・改善策
- ② 海外制度を踏まえた我が国の非上場株式取引の発行市場・流通市場の在り方について
- ③ その他

3. 構成及び運営

- (1) 本懇談会の委員は、20 名程度とする。
- (2) 本懇談会の委員は、会員の役職員、有識者、市場関係者により構成する。
- (3) 本懇談会には、委員から選任した座長を置く。
- (4) 本懇談会には、オブザーバーを置くことができる。
- (5) 本懇談会は、その検討状況について、適宜、自主規制会議及びエクイティ分科会に報告する。

4. 事務の所管

本懇談会の事務は、本協会自主規制本部エクイティ市場部が担当する。

以 上

非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会 委員名簿

2021年6月

日本証券業協会

座長	大崎	貞和	(株式会社野村総合研究所	主 席 研 究 員)
委員	有吉	尚哉	(西村あさひ法律事務所	パ ー ト ナ ー)
〃	池田	祐久	(シャーマンアンドスターリング 外国法事務弁護士事務所	弁 護 士)
〃	稲井田	洋右	(野村證券株式会社	執 行 パ ー ト ナ ー)
〃	上田	幸治	(SMBC日興証券株式会社	アジア統括/東京事務所代表)
〃	落合	雄介	(東海東京証券株式会社	外 国 法 事 務 弁 護 士)
〃	小池	圭吾	(みずほ証券株式会社	常 務)
〃	柴原	祐喜	(株式会社日本クラウドキャピタル	理 事)
〃	柴山	和久	(ウェルスナビ株式会社	ホールセール企画担当)
〃	島谷	治郎	(島大証券株式会社	専 務 執 行 役 員)
〃	関	雄太	(株式会社野村資本市場研究所	投資銀行カンパニー長)
〃	辻	朋紀	(大和証券株式会社	グローバル投資銀行部門)
〃	東後	澄人	(freee株式会社	デ ィ レ ク タ ー)
				(資本市場・制度調査担当)
				代 表 取 締 役 C E O)
				代 表 取 締 役 C E O)
				代 表 取 締 役 社 長)
				常 務 執 行 役 員)
				取 締 役 C F O)

- 〃 永見 世央 (ラクシル株式会社 取締役 C F O)
- 〃 藤本 毅 (みらい証券株式会社 取締役)
- 〃 松尾 順介 (桃山学院大学 経営学部経営学科
大学院 経営学研究科教授)
- 〃 松本 季子 (一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 理事)
- 〃 丸山 隆志 (フィデリティ投信株式会社 取締役 副社長
運用 本部長)
最高投資責任者
- 〃 村田 祐介 (インキュベイトファンド株式会社 代表パートナー)
- 〃 横山 淳 (株式会社大和総研 金融調査部 副部長)

【オブザーバー】

- 青 克美 (株式会社東京証券取引所 執行役員)
- 太田原 和房 (金融庁企画市場局 市場課長)
- 杉江 潤 (一般社団法人投資信託協会 副会長 専務理事)

以上 23名
(敬称略 五十音順)

非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会

議論の経過

- | | | |
|-------|---------------------|--|
| 第 1 回 | 令和 2 年
11 月 30 日 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 非上場株式の取引制度・関係者から提起されている諸課題について(事務局説明) ○ 本懇談会における検討課題や検討の進め方について(フリーディスカッション) |
| 第 2 回 | 令和 3 年
1 月 29 日 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 欧米における非上場株式の取引制度
関委員(野村資本市場研究所 執行役員)からのプレゼンテーション ○ その他(事務局説明) <ul style="list-style-type: none"> ・ 証券会社の関与ニーズ等の具体化 ・ 非上場株式の取引制度と勧誘規制の沿革 |
| 第 3 回 | 2 月 25 日 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 資金調達側からみた取引制度の課題・解決策
東後委員(freee 株式会社)、永見委員(ラクスル株式会社)、株主コミュニティ制度利用企業、株式投資型クラウドファンディング利用企業からのプレゼンテーション ○ その他(事務局説明) <ul style="list-style-type: none"> ・ 証券会社の関与ニーズ等の具体化(委員等への意見照会結果) |
| 第 4 回 | 4 月 23 日 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 投資家側からみた取引制度の課題・解決策
個人投資家、松本委員(日本ベンチャーキャピタル協会)、丸山委員(フィデリティ投信株式会社)からのプレゼンテーション ○ 米国でのプライベートプレイスメントについて
モルガン・スタンレーMUFG 証券からのプレゼンテーション ○ その他(事務局説明) <ul style="list-style-type: none"> ・ 非上場株式取引制度の改善策(案)について |
| 第 5 回 | 5 月 20 日 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 仲介者側からみた取引制度の課題・解決策
証券会社等(稲井田委員(野村證券)、上田委員(SMBC 日興証券)、落合委員(東海東京証券)、小池委員(みずほ証券)、辻委員(大和証券)、奥野氏(島大証券、島谷委員代 |

理)、藤本委員(みらい証券)、柴原委員(日本クラウドキャピタル))、及び株式会社 BOOSTRY からのプレゼンテーション

- 海外のプロ個人投資家から注目が高まるプライベート市場と日本への示唆
ブラックストーン・グループ・ジャパン株式会社からのプレゼンテーション
- その他(事務局説明)
 - ・ 第4回会合後の意見照会結果等について

第 6 回

6 月 2 日

- 報告書の取りまとめ