第３回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

令和７年４月18日

【神田座長】　皆様方、お忙しいところ、本日もお集まりいただきまして、誠にありがとうございます。

それでは、ただいまから、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の第３回目の会合を開催させていただきます。

本日ですが、議案３で、米国と欧州における非上場株式の取引制度に関する調査報告をしていただきますので、その関係で、野村総合研究所から鳩宿副本部長と松生様に会議に御出席いただいております。

また、議論に先立ちまして、本日の質疑応答につきましては、まず議案３まで説明していただいて、その後にまとめて、委員、オブザーバーの皆様から御発言を承る時間を設けさせていただきますので、よろしくお願いいたします。

それでは、議案１、２、３と御説明をしていただきたいと思いますが、まず最初の議案として、金融庁における直近の取組みについて、金融庁の齊藤市長課長から御説明をしていただけるということです。よろしくお願いいたします。

【齊藤市場課長】　金融庁市場課長の齊藤でございます。お手元の資料１に沿って御説明させていただければと思います。

１ページ目です。前回、投資家が直接スタートアップに投資するという形態だけでなく、ＳＰＶというビークルを介在して投資することも考えていくべきではないかといった御議論があったこととの関係で、直近の取組みを説明させていただきたいと思います。

このスライドは、株主一元化スキームを活用したクラウドファンディングです。資料下部に図がございますが、右側の株主が一番左の発行体に投資するに当たって、真ん中に匿名組合等というビークルを介在させた形ということです。

ファンドへ投資する人は匿名組合等の持分に投資することになりますので、直接には組合持分を取得するということで、その販売を行うには、第二種金商業の登録を受けた業者である必要があります。

また、図の左側ですが、投資家から出資を受けたお金を運用するに当たっては、これは投資運用業の登録が必要になるといった建付けです。

これにつきまして、上部の四角ですが、単一企業のみに投資するターゲット型のファンドの運用でありましても、多数の投資家の資産を預かった上で、投資後のモニタリング、議決権行使等々の判断、対応を行う必要があるということで、投資運用業の登録が必要と考えているところです。これは投資運用業のライセンスを取得した業者として忠実義務に則った運用が必要だということで考えているところです。

一方で、クラウドファンディングの形態で、この発行体に対して投資する前提で、議決権行使等、投資家が基本的に判断するという前提のもとですと、真ん中のビークルにつきましては、しっかりとした運用業の体制までは不要ではないかということで、実態に即した人的構成、業務運営体制での登録を可能とするということを金融庁の「投資運用業等 登録手続ガイドブック」において今年の３月に明確化させております。

これを受けて、クラウドファンディングでターゲット型をやろうとした場合については、一般の投資運用業よりも簡素な体制でできるということを整理させていただいたものです。

２ページ目は、制度整備、ガイドラインの改正を行った基となる市場制度ワーキング・グループの報告書の記載です。御参考としていただければと思います。

３ページ目です。前回、スタートアップに対する投資を行う者として想定される投資家について、全くの一般投資家、リテールではないのではないかという御議論があったかと承知しております。

こういった観点から、金融庁におきまして、特定投資家制度の利活用をより広げていこうという観点から取組みを進めておりますので、御説明させていただければと思います。

我々はアメリカのレギュレーションＤの506を念頭に置いて日本版Rule506といった言い方をしているのですが、プロ投資家からの資金調達を活性化するためということで、資料中段左側の①と右側の②の緩和等を行ったということです。

特定投資家向けに私募を行う場合につきましては、左側①の課題のように、特定投資家向けですので、特定投資家であるプロ以外の人への勧誘にならないようにということで、プロ投資家のみが閲覧できるサイトにおいて、どういった案件なのか、その詳細等について閲覧できることになっていたわけですが、個人投資家については自ら移行しないと特定投資家になれないということで、特定投資家になるメリットがどこにあるのか、それが分かりづらいといった御指摘がありました。

これを踏まえまして、左下の「対応」ですが、今年の２月に金融庁の開示ガイドラインを改正いたしまして、一般投資家も閲覧可能な形でのインターネット等による情報提供とし

て、どういう銘柄があるのかという情報を閲覧可能にすることにしたことで、これを見ながら、個人投資家の方についても特定投資家への移行が簡単にできるということになったということです。

そして右側の②です。特定投資家に移行できる要件につき明確化を図ったというものです。詳細は４ページ目を御覧いただければと思います。個人が特定投資家になるための要件は内閣府令に定められており、様々なパターンがありますが、１つ挙げますと、取引経験が１年以上、年収が1,000万円以上ある場合に、特定の知識経験が備わっていれば特定投資家に移行することができるとなっております。

この特定の知識経験というものについて、内閣府令で書いているのが、その下のところでグレーに塗られているところです。例えば金融業に係る業務従事者、経済学・経営学の教授、准教授等がございますが、一番右の経営コンサルタント業に従事する者、その他の者で左記と同等以上の知識経験を有する者というバスケット的なものを設けており、左記と同等以上の知識を有する者、これが分かりづらいということがありまして、スタートアップへの資金供給の活性化の観点から明確化をするためのＱ＆Ａの追加をこの３月に行っているところです。

ページ下部の青で書いているところです。例示といたしまして、有価証券報告書の提出会社の役員や、企業財務・経営戦略策定等の経験のある者ということで、上場会社の従業員、スタートアップの役職員といった方。また、Ｍ＆ＡやＩＰＯの業務経験者等々、明示させていただいたということで、潜在的に特定投資家に移行できると考えられる者につきましては、これによって大きく増えるものと考えております。ぜひ活用していただきたいと考えておるところです。

金融庁からは以上です。

【神田座長】　どうも御説明ありがとうございました。

それでは、続けて議案２に移らせていただきます。地方証券会社連携コンソーシアムにつきまして、事務局から御説明をいただき、その後で今村委員から御発言いただけるとのことです。では、事務局からよろしくお願いいたします。

【事務局】　エクイティ市場部の栗原です。　資料２を御覧いただければと思います。こちらにつきましては、内閣府の地方創生推進室から今年の３月に公表された資料になります。内閣府では毎年、表題にございますとおり、地方創生の取組状況に係るモニタリング調査結果というものを報告しておりまして、副題にございますとおり、地方創生に資する金融

機関等の目標的な取組みといったことで毎年公表しているものです。

今回、今村証券様の取組みが地方創生担当大臣から表彰を受けましたので、私のほうから簡単に御紹介させていただければと思います。

資料の４ページ目を御覧ください。４ページ目の一番下の白で塗られている部分ですが、今村証券様をはじめ、５社の証券会社を対象として、産学官金証との連携によって地方の枠を超えた地方創生事業といったことを実施されたというものです。

概要にございますとおり、地方証券会社の５社と地方大学、地方金融機関などが連携いたしまして、中小ベンチャー企業への資金面での提供と技術面までを包含した伴走経営型という支援を実施しているというものです。

また、地方証券会社の情報網の活用や地方銀行等の連携により、顧客の連携先として、最適な事業を地域を越えて提供するといったことをされているというものです。

これにより地域のＩＰＯ企業創出や、地方証券会社の新たなビジネスモデルの構築を図ったということで表彰されたというものです。

詳細につきましては、同じこちらの資料の20ページと21ページ目に記載がございますので、後ほど御高覧いただければと思いますのと、末尾の参考という資料につきまして、今村証券様からプレスリリースを発表しておりますので、こちらも後ほど御覧いただければと思います。

事務局からの説明は以上でして、今村委員から一言御発言いただければと思います。

【今村委員】　このような機会をいただきまして、ありがとうございます。今村です。

こちらの取組みですが、実際にどういうことをやっているかといいますと、私たち、地方の証券会社はそんなに経営的には余力があるわけではないのですけれどもが、皆で協力し合い、要は、様々な企業や大学も含めて交流し、知財のマッチングや、お互いの強み、弱みをマッチングさせていくということです。ほとんど利益のない慈善事業のような形で取り組んでいまして、皆で駆けずり回っており、感謝されているという、今のところは、なかなかビジネスモデルになっていませんが実施しているという感じです。

それで８選の中に無事選ばれたということで、これで何とか報いられたと考えています。実際に、地域の各会社では非常に喜んでいただいている取組みでして、実際に資金調達という面でいいますと、石川県ではドローンショーという結構有名なドローンビジネスの会社があるのですが、そこの支援の仲介として、名古屋投資育成様から資金調達を仲介させていただいたり、また、長野証券では、サフィックスという会社で3,000万円ほど、本懇談会に

御参加もされているFUNDINNO様のクラウドファンディングで調達させていただいています。

ほかにも、クラウドファンディングで資金調達して失敗したケース等もありますが、地域の有力な会社や、ＶＣやエンジェル投資家の方を紹介して資金調達の手助けもさせていただいております。

もともとＩＰＯを目指されている会社に引受けとして入るために始めていたのですが、なかなかそういった切り口で企業に話しかけても答えも返ってこないというところで、考え方を変えてこのように地域創生ということを前面に置いて取組んだところ、今のところうまく回っているというところです。

資金調達に関しましては、このような場で説明するようなレベルではないのかもしれませんが、地域の証券会社としてこういう取組みもできるのだということを少しでも説明できたらと思って発言させていただきました。ありがとうございます。

【神田座長】　どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、議案３に移らせていただきたいと思います。米国と欧州における非上場株式の取引制度に関する調査結果について御報告をいただきます。

まず、野村総研の鳩宿副本部長から御報告をいただき、続いて委員でもおられる野村資本市場研究所の関委員から御報告をいただくと伺っております。

それでは、鳩宿様、よろしくお願いいたします。

【鳩宿副本部長】　皆様はじめまして、御紹介にあずかりました野村総合研究所の鳩宿です。このような発表の機会を頂戴し、誠にありがとうございます。改めて御礼申し上げます。では、資料３に基づきまして早速プレゼンテーションを始めさせていただければと思います。

１、２ページは、調査のサマリーとして、後ほど御覧いただければと思いますので、３ページまで飛んでいただければと思います。

それでは、本日のプレゼンテーション資料の構成について御説明をいたします。本調査の背景及び調査方針を簡単に御紹介した後に、本日は非上場株式市場の構造について、大きくプライマリー市場、セカンダリー市場と大別して御報告をさせていただきます。弊社はこのたび、日本証券業協会様より海外の非上場株式市場に関する調査案件で委託をさせていただいておりますので、今回、海外実務家のヒアリング結果を踏まえて、中心に御説明をさせていただければと思います。

後段、５、６では、個別テーマ、事例として資料を御用意しておりますが、本日はお時間

の関係上、説明を割愛させていただければと思います。後ほど御確認いただければと思います。

それでは、本調査の背景を、簡単に御説明いたします。

５ページです。我が国においてスタートアップは経済成長の重要なドライバーであります。その成長促進において、2021年にはスタートアップ育成５か年計画が発表されるなど、リスクマネー供給の環境整備が進んでいるとの認識をしております。

ただ、日本、米国、欧州との比較をしている表を見ていただくと、１行目、ＧＤＰ比で見た非上場株式市場の資金調達額は、日本ＧＤＰ比0.1％ということで、今後、欧米に比較するとまだまだ拡大余地があるのではないかという認識です。

セカンダリー市場につきましては、詳細な統計値は存在しませんが、各情報からするにプライマリー市場と同様の状況かという認識です。

６ページです。スタートアップファイナンスのさらなる成長に向けて、我々といたしましては、下記のような事項が主要な課題だと認識しております。本日の御報告におきましては、主に、項番「１．資金供給主体の偏り」、「３．非上場株式を取引する場・制度の不足」、「４．成長ステージに応じた資金供給不足」に関する海外実務者調査について御報告させていただきます。

８ページにて調査方針を御説明させていただければと思います。今回、市場の実態を把握する上で、どうしてもデスクトップ調査ですと、情報の粒度や具体性の把握に限界があるということで、実務家へのヒアリングを中心とした調査手法としております。

今回、米国と欧州において、それぞれ仲介者、投資家、発行体を含む合計17件のヒアリングを行っております。

ヒアリングの大まかな流れですが、まずは米国について実態を把握した後に、英国、ＥＵについても大きな状況の差異があるかどうかといった確認を行っております。

各地域において、この表にお示ししておりますプライマリー、セカンダリーの項目を聴取しており、本日はこちらに基づいた御報告になります。

１点、恐縮ですが、今回の調査結果はそれぞれの実務家の経験や知見に基づくものとなっておりますので、後段、数字等も出てまいりますが、弊社としては、本資料での紹介の細部につきまして正確性や関連性までを保証するものではないということだけ御留意いただければと思っています。

この中で、本調査でヒアリングを進めまして、やはり米国市場が先進的であるということ

が改めて見えてまいりましたので、本日の資料は米国の事例を中心に記載しております。英国やＥＵに関しては後ほど御確認をいただければと思っています。

９ページです。続いて本資料で用いる用語についての簡単な御説明です。取引市場に関して、大きく、プライマリー、セカンダリーの両市場に区分をしております。

取引手法ですが、基本的には仲介者のあり・なしということを軸に区分をしております。具体的にプライマリー市場では、仲介者が介在しない直接取引とブローカー・ディーラー経由、クラウドファンディング経由という３手法としております。セカンダリー市場においては、直接取引に加えて、ブローカー・ディーラー経由と、セカンダリーの特徴であるマーケットプレイスというのを３手法としております。

市場参加者においては、発行体と投資家と書いていますが、特に投資家につきましては、ＶＣなどのいわゆる機関投資家だけではなくて、発行体の創業者や従業員が自社株のセカンダリー取引を行うために、主に売り手として参加するといったことが特徴になるかと思っています。

前段が長くなりましたが、次の10ページ以降、本題に入っていきたいと思います。

11ページです。まず、プライマリー市場について御報告をさせていただきます。御報告に先立って、エクイティに限らない、スタートアップによる資金調達環境についての全体像を簡単に御紹介いたします。

米国では、いわゆるベンチャーデットであるとか、連邦政府からの補助金等もありますが、やはり発行体の成長ステージによらず、エクイティによる調達というものが過半数を占めているのが実態です。特に創業直後であるシード期においては８割以上がエクイティというような調達になっているようです。

12ページです。このページ以降はエクイティに対象を絞ってプライマリー市場の取引手法を御報告いたします。

こちらのグラフは、国別、ステージ別、取引手法別ということで、ヒアリングベースにはなりますが、金額ベースの100％構成比を示したグラフになります。グラフの下の青い四角に関しましては、グラフの補足や、ヒアリングで得られた定性情報などを記しております。今後の内容も同様の構造となっています。

こちらのグラフを見ていただきますと、各国ともにシードからアーリーにかけて、ブローカー・ディーラーの割合は増えてくるという形ですが、見ていただいたとおり、米国においては、ミドル、レイターに関しては、ブローカー・ディーラーは高くなるとも低くなるとも

明確には言えないというのが調査した結果でした。結果として白字で「割合は聴取できず」としています。

ただ、クラウドファンディングについて、米国においてミドル期以降はほぼ利用がゼロになるということはインタビューの結果判明しています。これはやはりクラウドファンディングを過度に利用すると、ＶＣなどのプロの調達に対する資金調達の困難性を示すということになって、発行体側が投資家へのネガティブな信号になるということを忌避しているのではないかということが言われておりました。

こういった傾向は英国についてもおおむね共通しているかと存じます。

13ページです。次に、プライマリー市場での買い手に焦点を当てたグラフです。凡例にも書いていますとおり、主な買い手はファミリーオフィス、ＶＣ、エンジェル投資家ですが、ファミリーオフィスは米国ではあまり見られず、英国、ＥＵにおいての一定の存在感となっております。

エンジェル投資家は、ハイリスクなシード期において、ＶＣは若干リスクが抑制されていくアーリー以降に資金供給を行っていくというような傾向が見られます。特に米国においては、シード期の調達の７割がエンジェル投資家ということで、エンジェル投資家が資金供給者としての非常に重要な役割を担っているという認識です。

なお、前段でお話ししたように、ベンチャーキャピタルの存在感が大きいということでありました。取引においては直接取引ではなく、ブローカー・ディーラー経由での調達が一定存在すると申し上げましたが、先ほどお話がありましたように、ＳＰＶでの取引がある場合、ほかのシンジケーションを投資家と行う場合というような複雑なケースにおいて使われています。

14ページです。皆様により具体的なイメージを持っていただくべく、買い手について少しブレークダウンをして記載しております。ここでは縦軸で資産規模を取っておりまして、米国、欧州それぞれの投資家がどのようなステージに分布しているかを示しています。縦軸は等間隔でない点、御注意ください。

今回の調査によりますと、資産額ベースで見ますと、やはりＶＣとファミリーオフィスが少し高めで、ほぼ同じようなレンジに存在しておりまして、その下にエンジェル投資家といった形になっております。

ただ、エンジェル投資家という形で見ても、ＡＵＭ（保有資産）を御覧になっていただくとわかるように、1.5億円から73億円の資産保有でして、いわゆる一般投資家といった層と

は異なる層です。

ＶＣを米国、英国で比較しますと、やや資産規模、チケットサイズとも米国のほうが大規模になっているというような実態です。

15ページです。米国のエンジェル投資家を少しブレークダウンで確認をしております。主な属性としては、大別して２つぐらいが中心かということになっておりまして、１つがリタイアした会社役員の方々、２つ目がスタートアップをエグジットしたいわゆるエグジット起業家といった形が中心です。

それぞれのプロフィールですが、①リタイア会社役員は、投資家像としては、50代後半から70代ぐらい、資産額に関しては300万ドル、4.4億円超でして、②エグジット起業家につきましては、30代から50代ぐらい、資産額100万から5,000万ドルということで幅が広くなっています。特にエグジット起業家の方は、エグジットといいながらも、現職収入を有しているケースが多く、そのため資金に余裕があって、より積極的にリスクテイクを行っているというような傾向がございます。図中のセグメント③にありますように、資産相続を機に富裕層になりエンジェル投資を行う方もいます。

米国においてこのようなエンジェル投資家が、先ほどお話にもありましたが、自衛力認定投資家の一定割合を占めるという認識であります。

16ページです。続いて勧誘の実務について御説明いたします。資金調達において、ブローカー・ディーラーからの打診というよりは、基本的には発行体からブローカー・ディーラーへの依頼が①になります。その上で、ブローカー・ディーラーが勧誘するのですが、この勧誘実務においては、②投資リスクの見極め・投資企業の精査と③投資家の勧誘というところが主な重要な実務になってまいります。

ただし、後述をしておりますが、③の投資家の勧誘の中の適格性の確認に関しては、適用するレギュレーションによっては不要になるというプロセスです。

その上で、④のように、ＩＲ指導という資料作成というような追加サービスによって付加価値を提供するようなブローカー・ディーラーもいらっしゃるということが分かっております。

17ページです。このような勧誘を経てプライマリー市場での実取引が行われるわけですが、簡単に最終的に株式投資金の受渡決済が行われるまでの流れを記載しております。

全体のプロセスは今、３か月程度かかるというような形になっています。後ほどセカンダリーのパートでも御紹介いたしますが、プライマリーにおいては、いわゆる譲渡制限や先買

権などの既存株主の存在に起因するフローは特段生じないという認識です。

非上場株式市場では価格の決定機能というものが機能しづらいというのが大きな課題だと思いますが、プライマリー市場での価格決定におきましては、直接取引やブローカー・ディーラー経由ではリード投資家が主導しまして、クラウドファンディングにおいては発行体が価格決定をリードするという実態が多いようです。

なお、リード投資家というのは、各ラウンドにおける最大の資金供給者を指しておりまして、独自にバリュエーションを行って価格を算定し、他の投資家はそれに倣い追随することが多いと言われております。

18ページです。プライマリー市場取引における、米国の登録免除募集制度を御紹介いたします。米国、資金調達において、ＳＥＣへの登録届出が必要とされるところ、免除されるのが登録免除募集ですが、大きくレギュレーションＡ、レギュレーションＤとなるかと思います。

この中で、やはり発行体側のコスト負担を主な理由としてレギュレーションＤがより多く利用されております。今回のヒアリングによりますと、中でも、Rule506(b)という部分が、年間上限もなく発行体コスト負担も低いということから、発行体からすると最も効率的な調達手法として認知をされているようです。調達実績のほうも1,700億ドルと大きな実績となっております。

こういった米国の発行体は、ほとんどがレギュレーションＤのRule506(b)または(c)という形で調達を行っておりまして、結果として、エンジェル投資家、これらの登録免除募集に応じる形で投資を行っているという実態だという見方をしております。

19ページ、プライマリー市場の最後の項目になりますが、その他の関係者について御説明をいたします。「AngelList」ですが、こちらは具体的なサービス名でして、発行体とエンジェル投資家をマッチングするサービスという形で2010年にスタートしております。これは単なるマッチングではなくて、投資家がシンジケートをしてＳＰＶを組成したり、共同出資するまでサポートする仕組みを提供しているという点が特徴になっておりまして、我々のヒアリングでは米国において類似のサービスの中で最も利用されていると確認をしております。

もう一つ、ファインダーという存在がございますが、こちらのファインダーについては、ブローカー・ディーラーのライセンスは有さずに投資家と発行体を引き合わせるような業務を担っている個人になります。米国では規制上、区別が曖昧ですので、ファインダーの活

動の適法性については、適宜ＳＥＣの判断が行われると我々は理解をしております。

以上、プライマリー市場の御説明になりまして、20ページ以降、セカンダリー市場の御報告をさせていただきます。

21ページです。こちらの取引手法の御説明に入る前に、セカンダリー市場でのそもそもの取引、流通対象について御説明をさせていただきます。多くは株式が対象になりますが、普通株式においては、従業員が権利確定したストックオプションを行使して取得した株式が含まれるという点が１つの特徴であります。

また、資料１でもお話がありましたが、株式以外にＳＰＶの持分の売買も取引対象となっています。

米国では匿名性を保ちながら機動的に投資を行えるということでＳＰＶの活用は盛んではありますが、クラウドファンディングにおいては、多量の個人株主が発生するということに対してＳＰＶを活用することが多いようです。

結果として、これらＳＰＶを対象とした取引は、主にクラウドファンディングが活用されるシードやアーリー期での創業初期での活用が大要かと認識をしております。

22ページです。続いて取引手法について御説明をいたします。プライマリー市場と異なるのはマーケットプレイスの存在になりますが、こちらはセカンダリー取引を行うオンラインプラットフォームを指しておりまして、いわゆるＡＴＳでして、Nasdaq Private Market、EquityZen、Forge Globalなどが代表的になります。

マーケットプレイスは発行体の従業員が利用することが多いということが特徴になっておりまして、その背景としましては、米国では報酬の多くを株式で付与することが多いということと、非上場期間の長期化が進んでいるということで、発行体側の従業員の株式現金化ニーズが高まってきていると理解をしております。

ブローカー・ディーラーとマーケットプレイス、実はいずれもブローカー・ディーラーのライセンスを有している仲介者ではあるのですが、利用者の属性やマッチングの仕様が大きく異なることから、今回あえて異なる属性として分類をしております。

具体的には、マーケットプレイスは、発行体の従業員を売り手としてデジタルレイズ、比較的デジタルでのマッチングを行うのに対しまして、ブローカー・ディーラーは、機関投資家も含むより大規模な投資家を対象にアナログでのマッチングが多いことが特徴になっております。

なお、同じくＡＴＳで非上場株式を取り扱っているＯＴＣマーケッツについて、今回、

我々が17件ヒアリングをした上では、ＯＴＣマーケッツは非上場株式の流通という観点では存在感はあまりない、乏しいというような意見が共通しておりました。ピンクマーケットなど４市場を運営しておりますが、スタートアップの市場ではあまり存在感が認められなかったという結果です。

23ページです。前のページにおいてマーケットプレイスについて御紹介をいたしましたが、英国では新しいマーケットプレイスの設立が政府主導で進められております。英国の金融当局でありますＦＣＡは、ＰＩＳＣＥＳと呼ばれる非上場株式取引プラットフォームの創設を昨年度末に提案しております。ＥＵも同様の取組みを検討しているような報道もございました。

今回のヒアリングでは、実は、率直に申し上げるとあまりポジティブなコメントは聴取できておりませんので、これまでと同様、成果を上げられないのではないかとか、先にやることがもっとあるのではないかというような少し厳しめのトーンの言及が目立ったということが実態です。

ただ、こういった政府主導でのマーケットプレイスが立ち上げられるということ自体は世界的にも非常に珍しいと思いますので、その成果は収集をしていきたいなという形です。

24ページ以降、また市場参加者の分析に移りたいと思います。こちらのグラフも、前段と同様、国別・ステージ別の売り手、買い手別の構成比という形になります。

米国と英国の買い手を見ていただきますと、濃い青色で（Ｖ）と書いてある部分、ＶＣの存在感にまず大きな差異があることが分かるかと思います。米国ではシード・アーリーを中心にＶＣが非常に多くの割合を占めております。一方、英国やＥＵでは多くて４割程度にとどまっています。これはどうしても英国やＥＵは米国に比べてＶＣの資金力が相対的に乏しいため、このギャップをほかの投資家が補わざるを得ない状況かと思われます。

また、エンジェル投資家につきましては、米国ではプライマリー投資に注力をしていたり、長期間ホールドするので、見ていただけるように、セカンダリー市場にはエンジェル投資はほぼ出てこない点が特徴的かと思います。

その他の投資家につきましては、米国、欧州、いずれもミドル期以降を中心にＶＣ以外のＰＥファンドやヘッジファンドなどの適格機関投資家が参加する傾向があるようです。

25ページです。次にセカンダリーの勧誘実務ですが、勧誘実務については、取引手法によって大きく異なっていきます。直接取引はそもそも仲介者が存在しないので、勧誘という概念がございませんし、マーケットプレイスについては、発行体側というよりは、投資家が自

ら関心を表明してマッチングを行うというのが主ということなので、ほぼ積極的な勧誘は行われないということです。

ですから、勧誘行為が生じるのは、ブローカー・ディーラー経由のみという形ですが、少し中を見てみますと、非上場株式のセカンダリーでは、大手証券会社様の存在感は限定的です。大手証券会社はあくまでもウェルス・マネジメント事業の一環として仲介サービスを提供しているにとどまっており、我々のヒアリングベースですと、本腰を入れて取り組んでいるという形ではございませんでした。

むしろ中心となるのは、中堅の専業証券会社でして、彼らは発行体の株主に対しての情報をベースに売却の勧誘を主で行って、その上で買い手を見つけるという流れで取引成立を目指しております。後ほど簡単に御報告しますが、PitchBook、LinkedInというようなサービスを活用することが多いと聞いております。

26ページです。取引の実務の中身をお話しさせていただきます。当事者間、売手・買手間でマッチング行った後で、発行体による先買権の行使検討を経て、契約の後、受渡し決済というのが大枠のフローになります。

発行体側にとっては、実務の中で、③先買権の行使の検討という部分の業務負荷が高いというのが実態となっています。

27ページです。取引実務に関して先買権のお話をさせていただきます。取引実務に関する条項としましては、譲渡制限と先買権がございますところ、いずれも株式の流動性を制限する状況になっておりますが、既存株主にとっての流動性の観点からも、株主間契約においては先買権（ＲＯＦＲ）が採用されることが一般的です。

譲渡制限は株式の譲渡を発行体の承認ベースで制限するのですが、やはりＲＯＦＲはセカンダリー取引が発生した際に、ほかの公募投資家と同様の条件で先に買う権利を発行体もしくは既存株主に付与するという条項ですので、ＲＯＦＲがよく株主間契約では採用されます。

その上で、発行体がただＲＯＦＲを行使してしまうと、発行体として買い手としてカットインしてくることになり、もともと投資しようとしていた買い手候補者にとっては取引が行われなくなるということなので、投資家やその仲介者というのはなるべくＲＯＦＲが行われないように適度な価格で取引を実行するということが一般化しているのが特徴です。

28ページです。価格決定のメカニズムとしては、前段で申し上げたように、ＲＯＦＲの存在によってセカンダリー市場ではより慎重な価格決定が行われています。低過ぎると、発行

体にとって好条件だからということですし、高過ぎるのであれば今後ダウンラウンドリスクが出てくるということで、ＲＯＦＲの行使の可能性が高まってくるため、なるべくその間に、ＲＯＦＲに引っかからない価格設定を行うということです。

取引価格については、基本的には直近のラウンドの価格を出発点として調整をしているようです。

29ページでは、セカンダリー市場の最後として、その他の関係者について御紹介させていただきます。中堅のブローカー・ディーラーは、PitchBookやLinkedInの情報を用いて情報を取得しております。

PitchBookは非上場株式の様々な情報を取り扱うデータベースですし、LinkedInの特徴ですが、皆様、ビジネス用のＳＮＳとしての御理解だと思いますが職歴も公開されております。したがって、とあるスタートアップへ一定期間以上在籍をしているということであれば、売出しの候補者になるのではないかということで、売出しの勧誘をしに行くといった形で使われているようです。

本資料、後段では個別テーマもいろいろ資料に載せていますが、本日はお時間の関係上、一旦こちらで私からのプレゼンテーションは以上とさせていただきます。御清聴ありがとうございました。

【神田座長】　どうも貴重なお話をいただきまして、ありがとうございました。

それでは、続きまして、関委員からも御報告お願いいたします。よろしくお願いいたします。

【関委員】　野村資本市場研究所の関です。本来、野村資本市場研究所がこのような網羅的、詳細な調査を行っているところでしたので、私がここで御報告することはないのかとも思っていたのですが、並行いたしまして、第１回会合にて私から非上場株式の取引プラットフォームの実態というのを、売り手、買い手、プラットフォーム、証券会社、仲介業者というように構造化してお話をしつつ、最近大分変わっているようだという御報告をさせていただきました。

その後、協会の御支援もありまして、また、メンザス委員のご所属のHiJoJo Partnersの森本執行役員と私で、補完的に、現地ヒアリング調査をやらせていただきました。その結果、重なる部分もあると思いますし、また野村総研の調査を裏づけるようなところもあると思います。また、補完的に違った角度の見解も出てきたということで、本日はお時間をいただき御報告をさせていただくという背景です。

資料は簡単に２枚だけとさせていただきました。第１回目で御報告申し上げた、売り手、買い手、プラットフォームといったような構造を頭に思い描いていただきながらお話をさせていただきたいと思っております。

まず、本調査はアメリカの状況にフォーカスしているのですが、アメリカの非上場株式の発行・流通が盛り上がっているところ、活動量、アクティビティの増大の起点になっているのは、スタートアップ企業の大型化と、それからＩＰＯまでの期間の長期化ということに集約されるのではないかと思っております。

ＩＰＯまでの期間に関しては、第１回の報告で、５、６年とお伝えしましたが、ＳＰＡＣブームの後、有望なスタートアップはより良い状態になってからＩＰＯを狙うということで、むしろユニコーンのような有望なスタートアップのＩＰＯまでの期間はさらに長期化しているというのが現実ということです。12年、13年、もしくは場合によっては14、15年に達する場合もあると言われているようです。

そういった中で、前回発表時も少し御報告させていただいたのですが、こういったＩＰＯまでの期間が長期化しているスタートアップ企業の役員もしくは従業員株主の持っている株式ですとかやストックオプションみたいなものの流動化ニーズというのは非常に高くなってきておりまして、これがセカンダリーマーケットに、売り手として出てくるというのが大きなファクターとして挙げられるかと思います。

また、アーリー段階で入ってくるベンチャーキャピタルファンドについて、アメリカの場合、分厚いベンチャーキャピタル投資家がいるわけなのですが、ベンチャーキャピタルは通常、期間10年のリミテッドパートナーシップ等で組成されることが多いので、ＩＰＯまでの期間が14年などとなってしまうと、途中で投資家に返さなければいけなくなる、ファンドの満期が来てしまうといったこともございまして、ベンチャーキャピタルファンドが売却するというニーズも増大してくるということです。

ここで問題となるのが、先ほど御説明ありましたが、発行体のほうはあまり勝手に株式が移転されてしまうと、上場前に困った事態になることから、譲渡制限を付したり、Cap Tableと呼ばれる資本政策表を使って、株主の状況を管理し、常にコントロールするということを志向することになります。

したがって、役員や従業員株主に売却ニーズがあり、実際に勤務先に売らせてほしいとの要請がきますと、発行体の財務側は、Cap Tableの管理を念頭に、セカンダリーマーケットに出すか、誰に相談するかみたいなことが始まるということです。繰り返しになりますが、

これが売り手ニーズを形成しているということでして、この辺がＩＰＯまでの期間長期化と、ユニコーンだけではなく、デカコーンと言われるような大手のスタートアップ企業が出てきたことで、より加速しているということです。

２番目の注目点といたしまして、では買い手側はどうなのかということです。アメリカの場合にはプライベートマーケットの市場参加者というのは極めて多様なわけですが、割合では機関投資家（Qualified Institutional Buyer, ＱＩＢ）と言われているタイプの投資家が圧倒的ということです。数字が出ているわけではないのですが、関係者の話を総合すると、７割から８割はＱＩＢということでして、買い手のタイプを分けたときに、後でお話しする自衛力認定投資家（Accredited Investor）の占めるシェアは２割程度なのではないかというのが買い手側の状況になっております。

また、買い手側のＱＩＢですが、これは日本には存在しない一種のタイプというべきか、グロースやプレＩＰＯ段階で積極的に参加してくる機関投資家の層やタイプが非常に分厚いというのがアメリカの特徴になっているということです。これは御一緒させていただいたHiJoJo Partnersの森本執行役員に解説いただいたのですが、Growth Equity Investorsという分類でプロファイルされる人たちがかなり分厚いということです。当然ベンチャーキャピタルの人たちもここの層を形成しておりますし、Blackstone、ＫＫＲのような成熟企業のバイアウトを狙っているようなＰＥファンドも、今ではスタートアップといえども時価総額で数千億円から数兆円の規模になるような大きな企業がありますので、産業再編の観点からＰＥの人たちもこの分野には参入してくるということになります。

また、タイガー・グローバルに象徴されるような、ヘッジファンドからこの分野に入ってきている人たちもいます。さらには、フィデリティ、ティー・ロウ・プライスなどが有名だと言われておりますが、クロスオーバー投資信託という形で、公募の投資信託のファンドマネジャーだが、一定のポートフォリオを非上場の段階から新興企業として組み入れるといった例もあります。例えばウーバーテクノロジーズの上場の前後で言われた話なのですが、上場してから公募投信に組み入れてしまうと、あまりアップサイドが期待できないということなので、明らかにグロースファンドやハイテクファンドのインデックスに採用されるような有望な非上場企業・プレＩＰＯ銘柄が入ってくる場合には、非上場段階からコミットしていくということがクロスオーバー投資のパフォーマンスを上げていくという意味でも大変重要だそうでして、このような様々な層の機関投資家が非上場株の買い手側のプロファイルを構成しているということです。

次に、どちらかというと少数の自衛力認定投資家ですが、第１回の報告でも、ＳＥＣが2022年の調査で、財務条件や能力条件などを総合すると、今や米国の全家計の18.5%くらい、約2,400万世帯くらいが自衛力認定投資家の潜在的な有資格者であり得るという推計を出しているということを御報告させていただきました。

この数字の多さ、比率の高さということについては大変驚いてしまうところなのですが、今回聞いてみたところ、実際に自衛力認定投資家がプレＩＰＯの株式のセカンダリーにアクティブに参加しているかというと、2,400万といったオーダーの数字ではない模様だということです。

あくまで推計ですが、例えば、Forge Globalという上場しているセカンダリープラットフォームの会社が、これは開示資料で登録ユーザー数を出しております。70万件という、かなり大きな登録ユーザー数で、個人というべきか、機関投資家以外のプロファイルの人たちで、70万件のユーザーがいる模様です。しかし、後でお話しするとおり、セカンダリープラットフォームの登録ユーザーというのは、売り手側で登録してくるときには自衛力認定投資家でなくても登録ができますので、自分の勤務先の株を将来売りたくなるときのために登録するような方たちも結構いるということで、数としてはそういう方のほうが多いと思われます。したがって、70万の登録ユーザーが例えばForge Globalにいたとしても、半分以上は売り手的なユーザー、潜在的な売り手としてのユーザー登録ということになっておりますので、自衛力認定投資家が積極的に買っている、取引しているということで登録しているわけではないというのが実態かと思います。

このForge Globalがおそらく登録ユーザー数最多のところだと思いますので、Nasdaq Private Marketなどでは自衛力認定投資家の登録数もかなり下がってくるということになりますし、Zanbatoというプラットフォームは機関投資家を中心に登録をしておりまして、直接個人投資家が登録できないような仕組みを取ったりしておりますので、これらを総合して考えますと、非上場株式のセカンダリーマーケットに、自衛力認定投資家、いわゆる富裕層投資家みたいな方が積極的に参加しているとまでは言いにくいのかというところです。

また、もう一つ強調しなければならない点は、まさに自衛力認定投資家という和訳に表れておりますように、この制度が基本的にはいわゆるリテール投資家としての投資家保護を受けなくてよいということを自己表明していくというプロセスになっております。当然発行体や仲介機関からの情報開示もあまり情報がなくても問題ないということを自ら証明・表明をして入ってくる方々でありまして、当然自己責任という意識はかなり強いという状

況です。証券会社などでテンダーオファーも含めて非上場の案件を取り扱っている方たちも、基本的にはこのような認識で対応しておりますし、さらには多くの場合、自衛力認定投資家自身が、Big Boy Letterという、「何かあっても仲介機関を法的訴訟に訴えることはしない」という文書まで差し入れているケースもあるということです。つまり、自衛力認定投資家については、かなり自発的であり、かつ自己証明、自己責任の原則というのが相当貫かれているという印象を持っております。

次に、仲介について、まず、仲介となる証券会社ですが、今申し上げたように、自衛力認定投資家は、割合も少なく、パッシブな対応でよいため負担も軽いのですが、それでもなお機関投資家を中心に対応しているというのが現実のようでして、多くの証券会社では、ＩＢ部門の中にプライベートプレイスメントの業務が増えてきたということで、その中にプレＩＰＯのテンダーオファーやプライベートプレイスメントを担うチームを設置して昨今のユニコーンブームに対応しているそうです。ただし、人数もかなり少なく、専任の部署というのも人数は数名というようなことだそうですし、繰り返しになりますが、機関投資家にしても、自衛力認定投資家にしても、リサーチなどの情報や付加価値サービスのようなものは提供していないという関わり方になっております。

一方で、モルガン・スタンレー社を中心に一部の証券会社は富裕層対応チームの中で非上場の株式を扱う事例が出てきているということです。これについては必ずしもまだ実態を把握できているわけではないのですが、現実として、ＱＩＢを上回るほどのシェアやパワーを持っているとまでは言えないかというところです。

次に、非上場株式取引プラットフォームですが、今申し上げたようなForge GlobalやNasdaq Private Marketといった方々です。

先ほど取引価格の決定から約30日で、取引・決済が行われているという御報告がありましたが、現実的には30日というのはむしろ短いぐらいで、30日から60日というのが基本的なところではないかということです。また、取締役会の決議がないと株式の移転を起こせないので、四半期の初期に価格決定がされてしまうと次の取締役会まで待たなければならず、Ｔ＋90近くになる決済プロセスもあるそうです。そのような実態を考えますと、いわゆる取引プラットフォームと呼ばれているものの中で、我々が想像しがちな常に買いと売りのオーダーが板の上に並んでいて、毎日何百株、何千株が取引をされているということとは異なるのではないかと感じております。

セカンダリー取引の部分ですが、基本的にある程度の量で成立する銘柄の数というのは

相当限られると理解しております。前回の報告でも申し上げたとおり、アメリカでのユニコーンというのは現在700社から800社くらい存在していると言われておりますが、おそらくForge GlobalやNasdaq Private Marketにリストされている株式の銘柄数、会社数は100前後かと思います。その中でもある程度の量で取引をされている銘柄数というのは、プラットフォームにもよるようですが、20銘柄程度となっております。その銘柄も具体的には例えばSpaceXやOpenAI、Databricksなど、日本人でもよく知っているような本当に有名なユニコーン、ＩＴの成長銘柄に限られてくるということです。つまり、何千、何万というような銘柄がNasdaq Private Marketのようなプラットフォームで取引をされているわけではないというところです。

売買取引のプロセス、ユーザーの登録や審査手続に関してもヒアリングさせていただきました。先ほど野村総研からの御説明もあったのですが、一言で言うと、自動化をしたいとは思っているが難しい、マニュアルな部分が大変多いというのが現実ということです。また、価格形成や売買の決定にしても、Nasdaqの上場マーケットよりは、例えば中古マンションの仲介サイトや中古車の売買サイト、イーベイのようなものを想像していただいたほうがプロセスが似ているのではないかといったお話を承っているところです。

当初の私のイメージとは異なり利用は限定的だという声が多かったのですが、そのような中で、最近大変増えているものとして、前回会合でもターゲットファンドについて触れられた委員の方が多数いらっしゃいましたが、ＳＰＶもしくはプレＩＰＯファンドを通じた非上場株式の発行・流通というのは大変増大傾向になっているそうです。証券会社等が、投資運用業者（Registered Investment Adviser, ＲＩＡ）を持っていればその部門を通じて、あるいはプレＩＰＯファンドをつくるためにＲＩＡを立ち上げて、ＬＬＣもしくはＬＰの形態でＳＰＶを設置し、ファンドを通じて富裕層投資家を中心に数十件程度に投資してもらうというディールがかなり行われているとも言われております。

これは冒頭申し上げた発行体の観点からしても、Cap Table上は、例えば「モルガン・スタンレーＳＰＶ１号　５億ドル」といったように表示され、その後ろ側には数十件の機関投資家や自衛力認定投資家がいるということで、Cap Tableを管理・集約したい発行体からも好まれる傾向がございます。

これはかなり増えているそうなのですが、その他のプライベートプレイスメント系やセカンダリー系の状況とかなり似ており、ＲＩＡの組成するファンドといっても、公募ミューチュアルファンドに求められるような情報開示やプライスサービスは提供していないとい

うのが現実と承っております。

以上を踏まえまして、実はＳＥＣとＦＩＮＲＡにヒアリングをしています。私は、これだけプライマリー・セカンダリー取引が増えているということは、相当規制やコンプライアンス上のトラブルが潜在的にあるのではないかという仮説で臨んでいました。しかし、発行体から見れば情報開示のところは適用除外になっており、また、リテールと言われるような投資家も、自衛力認定投資家としての自己証明をした上で入ってくるといった状況であり、セカンダリー取引の量の増大自体は注視されておりますが、具体的に規制上、コンプライアンス上の大きな問題が起きているという認識はないということです。どうしても実態のデータについてはまだ不透明な部分はあるのですが、現実的にはそのような対応にとどまっているのが直近の状況ということを確認してきました。

私からは以上、報告とさせていただきます。どうもありがとうございました。

【神田座長】　関委員、御報告ありがとうございました。

それでは、意見交換に入らせていただきます。御説明をいただきました海外調査に関する御報告について、及びその前の議案１・議案２について、御質問、御意見等をお出しいただければと思います。

それでは、砂川オブザーバー、お願いいたします。

【砂川オブザーバー】　議案１で最初に御報告いただいた一元型クラウドファンディングについて、私自身が前回ＳＰＶに関し、ターゲットファンドとして御説明したのですが、やはりアーリーのところで使われているＳＰＶの形式とレイターのクロスオーバー投資に使われている形式がビークルとして大分違うところ、ミスリーディングでぼかしてしまったところがあるので、そこを補足させていただければと思います。AngelListを使っている方々はどういう形でやっていくかというと、AngelListがファンド・アドミニストレーター、いわゆるＳＰＶのマネジメントをする主体としてやっているのですが、投資の箱としては、ＬＬＣをつくっていて、投資運用業は取っていません。それはなぜかというと、AngelList自体が反復してファンド組成をしているわけではないからです。例えば、ある個人が大学の友人が起業するにあたり投資をしたいので、友達の中でお金を出し合ってＳＰＶをつくって投資するというようなスキームで、それが2024年時点で600あると言われており、大量に量産されている。AngelListは投資運用業を持ってファンドを量産しているのではなく、様々な属性の人たちがＳＰＶを作っていて、それをマネジメントしています。AngelList自体にソーシングをする能力はなく、大学の先生や起業家仲間が起業するといった事例で使

われており、今回の一元化のものとはスキームとしては異なるのではないかと思っています。

補足としてお話しさせていただきました。

【神田座長】　どうもありがとうございました。それでは、村田委員、どうぞよろしくお願いいたします。

【村田委員】　先ほど議案１にて金融庁　齊藤市場課長から御説明いただいた、日本版Rule506の実現というところについてですが、大変ありがたい施策を考えていただき、感謝申し上げます。米国並みの資金調達環境と日本版Rule506をつくられていることにとても意味があると思っているのですが、確認として質問させてください。アメリカの506(b)の場合、自衛力認定投資家に対する勧誘は無制限になっていて、それ以外の投資家に対しては、勧誘ベースではなく仕上がりベースで35人というレギュレーションになっています。日本版Rule506もアメリカのルールに近づけると、仕上がりベースで49人の方向に持っていき、加えて、適格機関投資家はノーカウントにしていくという方向で考えていただいているのか、確認をお願いいたします。

【神田座長】　ありがとうございました。金融庁から回答をお願いいたします。

【金融庁企業開示課　小澤課長補佐】　御質問いただきありがとうございます。この分野は市場課と私が所属している企業開示課が担当しているのですが、御指摘いただいた方向では考えておりません。というのも、今回の見直しは、先ほど齊藤から話がありましたように、金融庁としては、一般の人からお金を集めるということではなく、一定の知識経験のある人からお金を集めるといったところを強くしていきたいという前提でいます。

先ほどの49名の規制というのは、日本でいうと少人数私募の話でして、少人数私募については、日本の制度では一般の人も対象としてお金を集める制度になっていて、勧誘者ベースで49名以下であれば縁故者だから情報の非対称性が大きくなく、開示不要でいいだろうという話になっています。

一方で、アメリカの制度における35名以内というのは、私の理解では、一般の人からではなく、自己申告ベースではあるものの一定の能力や財力がある人（Sophisticated Investor）が35名ということで、日本の一般の人を含む49名以下とはなかなか整合しない話かと思っています。

結論としては、御指摘の部分は別に手当てしているわけではありません。ただ、ここで申し上げたかったのは、特定投資家になることにそもそもどういうメリットがあるか分から

ないといったときに、インターネット等で一般投資家の人も含めて目にさらすことができる。これだったら特定投資家になってもいいかもと思って特定投資家になる人の裾野が広がるかもしれない。さらに、プロ投資家の移行要件を明確化したことによって、我々も特定投資家になれるのではないかということで、証券会社に申請する。そういった人が増えて、資金の供給が太くなるということを期待しているものです。

【村田委員】　ありがとうございます。いわゆるプロ以外の方が見られるサイト上で募集活動をできるようにするというルールということで考えると、方向としては勧誘ベースから仕上がりベースに近づいているのかなと私としては思いました。それから、先ほどおっしゃっていただいたとおり、アメリカのルールの一般勧誘（General Solicitation）の声がけはＳＮＳ、ウェブサイト、セミナー等での勧誘も不可能ということと、１人でも自衛力認定投資家でない方が入る場合の勧誘規制というのがまた別に走るということになっていることも認識しております。私がぜひ実現したいのは、仕上がりベースというところに割とこだわったお話です。前回もさせていただきましたが、私たちのベンチャーキャピタルの世界で申し上げますと、適格機関投資家等特例業務、63条業者としてＶＣファンドの勧誘をさせていただく際には、仕上がりベースの49人というルールでやらせていただいています。少人数私募の勧誘ベースのルールとは別にＶＣファンドとしての募集では仕上がりベースの49人があるというのは、一見ダブルスタンダードのようになっていると認識していまして、業界内でも取り違える方が多かったりもするのですが、お声がけする方々に一定の限定をする必要があるのかなと思いつつ、仕上がりベースで認識が合ってくると、大変分かりやすくなるのかなと思った次第です。

私から以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございました。おっしゃるように、63条の場合とずれており、またプロとアマを組み合わせるかについてもずれているので、複数の論点があるかと思います。

【村田委員】　63条業者の仕上がりベース49名のルールは、１名以上の適格機関投資家が入っているからという前提のものだと思っています。

【神田座長】　そのような経緯があるので、私もこの御説明を伺う限りでは一般の投資家までは今回の対象にはなっていないと思います。

【村田委員】　本質的には、とにかく、前回も申し上げたとおり、発行体と証券会社がいかに使いやすくするか、誰も使わないルールではなく、使えるルールを皆でつくっていこう

ということが今回の趣旨だと思います。勧誘は多く行って、Qualified Investorを多く集めていこうという形です。発行体としても誰でも彼でも引っ張ってくればいいということではなくて、ネームのいい顔ぶれを、当然、セカンダリーも含めて引っ張ってきたいという思惑にしっかり適合させる、適合性というキーワードで出てきているのは非常に重要だと思っています。いきなりすばらしいインベスターのネームを並べても、49人全部使い果たしてしまったので、勧誘ができませんというのでは、趣旨にも合ってないのではないかということも含めて、品質を上げていく意味での仕上がり49人というところに、ぜひ本懇談会での議論が深められるといいなと思っております。

以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございました。

それでは、宮田委員、有吉委員、メンザス委員お願いします。

【宮田委員】　ありがとうございます。私からは新しい意見というよりは、今日、御説明いただいたことに対してすごく納得感のある内容でしたということを申し上げたいと思っています。鳩宿様と関委員のアメリカの調査、ありがとうございました。非常に納得感のある内容だったなと思っています。

私は、Nstock社の前はSmartHRという会社の代表をしていました。日本でのユニコーン企業のセカンダリー取引については、発行体の経営者としても、株の売り手側としても経験があります。日本にセカンダリーマーケットはありませんが、相対でのセカンダリーというのは既にあります。日本でもセカンダリーマーケットができ、普及させるために、日米の差や似ているところについてコメントしたいなと思っています。

関委員の調査のほうをなぞらえるような形でコメントしたいなと思っていますが、結論としては日本の状況もかなり近いと思っています。

まず、セカンダリーが誰のニーズで起こっているかといいますと、日本も同じく役職員の流動化ニーズというのが強いと思っています。役職員の流動化ニーズに応えるだけではそれほど日本のためにならないと思っていますが、ＩＰＯ後も成長する会社をつくるために大事だと思っています。

具体例として、SmartHR社の事例を挙げると、今創業から12年、SmartHR事業が始まって10年近く経っています。当時、平均年齢30歳ぐらいの新入社員の人たちが入ってきていて、ほとんどの方にお子さんはおらず、子供がいる社員のほうが珍しいぐらいでした。しかし、そこから10年経ちまして、初期メンバーは40歳近くになっていますし、ほとんどの方にお子

さんがいたり、家族が増えたりというような状況があります。

したがって、長期間在籍している社員からの突き上げというのがあるのは概ね事実です。10年間働いていて、ライフステージも変わっているから、大きなリターンがそろそろないとモチベーションの維持が難しくなっています。こういった初期メンバーの人たちは重要なポジションについていることが多いものですから、経営陣のマネジメントリソースというのがかなり割かれているという実情があります。

そういう人たちがＩＰＯ等のタイミングで燃え尽きてしまって辞めないように、会社から追加の株式報酬を付与するのですが、その人たちはまだ換金したことがないので、株式報酬に本当に意味があるのかなかなか信じられないのです。頭では分かっていても、一度も現金で入ってきていないものを追加でもらうといっても、魅力に感じないため、現金でほしいとなってしまうのです。

日本でも、恐らく、SmartHRに限らず、長く会社を経営されていて、ユニコーンになったり、それに近い会社というのは、役職員の保有する株式の流動化ニーズが高いと思っています。彼ら彼女たちがセカンダリーで売れるということは、ＩＰＯ後も会社を成長させるように変えていくにはすごく大事なことかなと思っています。

もう１点、買い手として、機関投資家、特に海外の機関投資家が重要です。日本でも持続的な成長が可能な会社を育てるために、セカンダリーマーケットに買い手として参入していける機関投資家を海外からも呼び込む必要があるという話をしたいと思っています。

海外投資家からは、セカンダリーをやらないのかといったお声がけをいただくケースが多いです。海外の機関投資家はなぜセカンダリーでやりたいのかというと、例えばSmartHR社に投資したいとなったときに、新しく発行される新株は割高なので、それだけではなく割安のセカンダリーも混ぜて安く投資したいと思っています。

ちなみにこれは売り手とスタートアップ（発行体）側にもメリットがありまして、売り手は当然ディスカウントされてしまうのですが、そもそも換金できるというだけで嬉しいのです。ちなみに売り手の株は優先株ではなく普通株であるので、権利が弱く安くなりやすいです。

スタートアップ側にもメリットがありまして、安い株が取引に混ざるおかげで、新株の価格を高くできます。また、取引の金額を大きくできます。海外の機関投資家たちは、一口が50億、100億といった規模であるところ、１社の新株発行だけで100億、200億というのは、既存株主持分の希薄化が進んでしまうので難しいのですが、会社の新株発行100億円、セカ

ンダリーで集まる株を100億円とすると、200億円分のチケットサイズとなり、機関投資家２社からの投資に対応できるようになるので、セカンダリーで社員から集めて売るといったことができると非常にいいと思っています。

実際に昨年SmartHR社で実施したシリーズＥの海外投資家が入ってくるタイミングでも、100億円分はプライマリー、もう100億円分はセカンダリーというような感じで、混ぜて大きな投資家たちに対応できるようにしていました。

あと、買い手側にアメリカの自衛力認定投資家のような方たちがいるかどうかについては、日本でもそういう方たち、例えば個人投資家の方とかを入れるのは難しいかと思っています。このようなチケットサイズに個人投資家の方が対応するのは難しいと思っていますし、発行体としてもチケットサイズが大きい投資家に注力して対応したいと思っているので、個人投資家をわざわざ入れようというのはないかと思っています。一方で、レイターとかのＳＰＶのような形であれば、対応する相手も１社に限られて、それはニーズがすごくあるかと思っています。

念のため、話の流れ的に、新規投資家ばかりがセカンダリーを買うようなニュアンスに聞こえてしまっているかとも思うのですが、基本的には既存投資家、その会社に既に投資しているＶＣ、クロスオーバー投資家、機関投資家の人たちも買い増しするので、新規投資家だけではなく、既存の投資家の参加も考えられます。

まとめると、海外機関投資家を呼び込むことは、日本でセカンダリーマーケットをつくっていく上で非常に重要だと思っていまして、そのハードルになるような法律、日本側だけでなく、海外の規制にかかってしまうかどうかというのも重要な調査事項かと思っていまして、引き続きこの辺りの情報提供もお願いできればと思っております。

ちなみに、日本の機関投資家も入れればいいのではないかと思われるかと思いますが、実際に発行体側として資金調達をしていると、やはり海外の投資家の方のほうが二言目にはセカンダリーと出てくる感じでして、慣れもあってか、かなり海外の方のほうが積極的だという感覚は今のところございます。

私からは以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございました。それでは、次に有吉委員、どうぞお願いいたします。

【有吉委員】　御報告どうもありがとうございました。私からは鳩宿様の御報告について３点ほど御質問させていただきたいと思います。一部は関委員のプレゼンにも関連する内

容であるかと思います。

１つ目は、スライド全体として米国の状況について、シード、アーリー、ミドル、レイターと分けて数値などお示しいただいていると理解しているのですが、ここでいうシード、アーリー、ミドル、レイターのそれぞれ企業の規模というのが日本のスタートアップにおけるシード、アーリー、ミドル、レイターと対応しているのかどうかというのが質問の１点目です。

関委員の御報告の中で、セカンダリーのプラットフォームで取引されているのは日本人でも知っているような銘柄だというお話がありましたが、仮にそういったものだけがレイターだとイメージすると、恐らく日本のスタートアップはまだレイターの段階に至っていないというか、未知の領域ということで、現状の日本と比べると、シード、アーリー、ミドルの３区分を４つにまた切り直して比較するとよいのではないかという気もするのですが、ラウンドではなく企業規模で比較したときに、果たして日本とアップル・トゥ・アップルの比較ができるようなデータになっているのか教えていただきたいというのが１つ目の質問であります。

２つ目の質問は、クラウドファンディングの関連でして、資料３の12ページですが、先ほど御説明の中で、米国では、シード、アーリーでは一定割合がクラウドファンディングで行われているが、レイターではほとんどないという内容で、その理由が、個人株主が増加してしまうことが嫌われるという御説明だったかと思います。一方で、その後の御説明の中では、ＳＰＶのようなビークルを通じ、株式の単位としてはまとまった形でのクラウドファンディングの利用もなされているという御説明だったと思います。株主管理的な観点からすると、必ずしもミドル、レイターでクラウドファンディングがあってもおかしくないような気もしないでもないのですが、このような利用の可能性について伺いたく存じます。加えて、シード、アーリー期にクラウドファンディングを実施したスタートアップが果たしてミドル、レイターに成長しているのかどうか、成長したときにクラウドファンディングの投資家たちはどうしているのか、あるいはシード、アーリー期にクラウドファンディングで調達をしていたようなスタートアップは、そのままミドル、レイターに成長していくのではなく、何か別の経路をたどっていっているのかといったことについて、お分かりになるのであれば教えていただきたいというのが２つ目の質問であります。

趣旨としては、クラウドファンディングというものが果たしてスタートアップの資金調達の中でメインストリームに組み込むべきものなのか、そうではなく特殊な資金調達の類

型として整理すべきものなのか、私としては様々な方のお話を聞いていてもまだよく分からないところがあり、その点について感触を伺いたいというのが２点目の質問であります。

３点目の質問は、資料３の26ページで、セカンダリーの販売会社、業者の関わり方というお話の中で、大手の証券会社はあまり本腰を入れてないというような御説明がございました。関委員のプレゼンの中でも、コンプライアンスの観点などから、富裕層対応の関連で一部取り組んでいるものもあるが、本腰では取り組んでないのではないかとのお話があったと理解しております。鳩宿様、関委員にお伺いしたいのは、コンプライアンスや規制の観点から大手証券会社が手を出しにくいということだけなのか、なぜ、大手証券会社が非上場株のセカンダリーにそれほど手を出していないのかということです。一方で、中堅証券会社はそれなりに手を出しているというお話があり、うまくいっているのか、儲かっているかよく分からないのですが、仮にここがそれなりにうまくいっているということであれば、なぜ大手は手を出さないで、中堅の証券会社は手を出して、一定程度成功しているのか。中堅の会社であれば、あるいはこういったビジネスモデルであれば成功しているというようなことについて何かお分かりになることがあれば教えていただきたく、場合によっては関委員からもコメント頂戴できればと思います。よろしくお願いいたします。

【神田座長】　　ありがとうございました。それでは、鳩宿副本部長、お願いします。

【野村総合研究所　鳩宿副本部長】　　御質問ありがとうございます。まず１点目のステージとレイターの部分ですが、御指摘のとおりでして、今回のシード、アーリーのステージは、基本的にはステージＡ、Ｂ、Ｃということで対応させていますので、御指摘いただいたとおり、金額ベースでいくと、かなりずれがあるというか、シリーズＡの部分でも日本でいうとレイターになっている部分も当然あろうかと思います。

したがって、基本的には、シード、アーリー、ミドル、レイターということが、日本でいうとグラフの左側に寄ってくる形での分類になってしまうというのが実態かと思います。

今回はインタビューベースでの質問になっており、統計的な分析でありませんので、レンジの部分を日本に引き直すということができないというのがソースの問題です。

今回、実務家から、基本的にはシリーズで分けて意見を聞いているので、そのヒアリングベースの中から、シリーズＡ、シリーズＢぐらいの部分を日本の金額で４分類に分けてどうなるかという部分を我々の中で定性的に見てみるということができるぐらいかなというのが一つのお答えなのかなと思います。適宜、今回の海外調査の実務を担っていた松生のほうからも補足させていただければと思います。

２点目のクラウドファンディングの部分です。これは我々もヒアリングの中で、確かに様々な側面があるなという印象で、１点、いわゆる資金調達の中での特殊な側面というのは、マーケティング的な要素もあるということです。実務家インタビューの中でも出てくるのですが、クラウドファンディングの対象として、単なる投資家ということよりも、利用者、消費者としてのクラウドファンディング、ファンづくりも兼ねているということでした。したがって、ＢtoＢのビジネスというよりは比較的ＢtoＣ、消費者向けのサービスの会社がクラウドファンディングを使うということには、プラスの部分、アローンな要素でもあるということで、単なる手続きだけのところで選択されるものではないということのようです。ただ、企業全体の調達力というと、そうしたマーケティング的な意味がないような企業にとっては、大手の機関投資家やＶＣからまとめて獲得するほうが効率がいいということで、マーケティングが必要でない業態においてクラウドファンディングというのは、もしかしたらＶＣから調達できなかったのではないかというような見方をされるというような意見もありました。つまり、クラウドファンディングはややマーケティング的な要素を含むという点が一個の要素として違うのかなと思っています。したがって、もしかしたらある業種、業態では比較的クラファンが中心のものになりますし、そうでない業態もあるというところになるのかなというのが一つの合理的な見解です。

最後の大手ブローカレッジ会社については、インタビューで聞いた限り、シンプルにいうと、やはりどうしても手数料は掛け算という問題がございますので、発行する企業のボリュームを比べると、米国とはいえ、基本的にはスタートアップ企業向けのサービスよりも上場企業からの案件に行くということで、積極的にはビジネスを行っていないというのが１つの実態かと思っています。

まずは松生から一部補足させていただいて、その後、関委員から補足いただければと思います。

【野村総合研究所　松生氏】　　ありがとうございます。野村総研の松生です。先ほど、鳩宿が申し上げた２点目と３点目について少し補足をさせていただければと思います。

まず、クラウドファンディングによる資金調達の部分ですが、結論から申し上げると、本流ではないと認識していまして、鳩宿から申し上げたとおり、顧客向けのビジネスを展開する業態、例えばフード産業といった発行体に使われているケースがほとんどだと伺っています。

したがって、ある意味、顧客のファンを獲得するツールとしての活用がメインでして、例

えばアメリカのアーリーステージですと、1,000万～3,000万ドルのような投資のラウンドサイズになると伺っており、小口の個人投資家による調達でそれを補うのは到底不可能な話になりますので、あくまでもお客様の基盤を確立する手段に使われているとの認識であり、資金調達の手段としては本流ではないと認識しています。

３点目ですが、セカンダリーをなぜ大手証券があまり行っていないのかというところについて、やはり一つ大きな理由としては、手間がとにかくかかるということかと思っています。セカンダリーですと、価格決定において、先買権なども加味しながら適切なレンジに導いていくところですとか、あるいはそれに伴う事務的な手続きが、上場株式と比べかなり煩雑な手続きになり負荷がかかるので、逆に言いますと、手数料が高いというところもあり、中堅でやられている方々は上場株式には手を出さず、こういった非上場株式に特化しながらビジネスをされるというところで、大手の会社は入りづらい状況があるのかと考えております。

私からは以上です。

【関委員】　まず、アメリカの証券会社が、大手であれ、中堅であれ、非上場株のセカンダリーに入ってくるというのは実は正確なところが分からない。プライマリーや、セカンダリーの中でも、従業員やＶＣ等の既存株主がテンダーオファー的に出してくる部分については、ＦＩＮＲＡに届出をするということになっておりまして、見たところによると年間2,000件以上ぐらいプライベートプレイスメントは行われています。

ただ、ＦＩＮＲＡに登録している証券会社が実は三千数百社ございまして、その中で、過去２年ぐらいに１件でもＦＩＮＲＡに届出をするプライベートプレイスメントのエージェントをやったことがあるという証券会社の比率は大体２割前後と言われています。

ですから、おおよそ、地方証券会社や中堅・中小証券会社の中でも、全社がやっているというわけでは全然なく、プライベートのビジネス自体に関わっている証券会社の割合が限られるということになろうかと思います。

参加している会社は、おそらくは地場の中堅証券会社として、自身の最得意顧客にＳＰＶ等を提供するようなことで、地元のファンというか、自分の顧客に対して良い商品をというようなモチベーションでどうもやっているようです。

大手は、今御案内あったとおり、やっぱり規制上の責任は実はかなり軽いわけなのですが、一応データルームをつくって、テンダーオファーのプロセスをやるとかというのをすること自体に手間がかかり、リソースが割に合わないというようなところかと思います。

唯一、先ほど言及させていただきましたモルガン・スタンレーが、シェアワークスという、いわゆる企業の従業員の株式報酬プランニングを行うSaaSみたいな会社を部門として持っており、この部門が、上場会社も非上場会社も含め株式報酬プランニングの顧客にしているのですが、非上場会社で特に流動化ニーズがあるものですから、これをつかまえてきて、モルガン・スタンレーの中で手掛けるケースもありますし、セカンダリーにつないでいくケースもありますし、流動化のコンサルティングはシェアワークスが行って、実際のセカンダリー取引のほうは、例えばNasdaq Private Marketのようなプラットフォームへ流して、そこでＱＩＢや自衛力認定投資家の人たちが参加してきて流動化できるといったケースもあります。証券会社が関与しているといっても、今は大手の中でおそらくモルガン・スタンレーだけがそういう関わり方をしているというのが現実なのではないかと認識しております。

【神田座長】　どうもありがとうございました。それでは、メンザス委員、坂委員の順でお願いしたいと思います。

【メンザス委員】　ありがとうございます。海外出張のレポートに関して、弊社は、日本にも出資していますが、アメリカのレイトステージを中心に投資をしており、ブローカー・ディーラーやプラットフォーム、ＳＰＶのプレーヤーなどと常に話しています。関委員の調査にも弊社の者が同行してミーティングを設定させていただきました。したがって、今回のレポートは全体像が非常によくまとめられていると思いますけど、実際日々売買したり、カウンターパートと話したりしているところで気づいている補足も含めてお話ししたいと思います。

関委員より、投資家、非上場株の買い手というのは、ＶＣだけでなくＰＥやヘッジファンド、投信など様々あるとの御説明がありました。この部分は非常に多く、年金などは例えばワンチケット500億、1,000億円といった巨大なサイズで投資されています。また、大学基金は、非常に保守的な運用をしている日本だとなかなか考えづらいかもしれないですが、ＶＣにも投資していますし、直接ディールに入ることも多く、ここもチケットサイズが大きいです。加えて、やはり見逃せないのは、世界中の政府系ファンド（Sovereign Wealth Fund、ＳＷＦ）で、ここも非常に大きく、500億、1,000億円といったチケットサイズでリード投資家になることも多いです。また、投資信託ではFidelity、T. Rowe Price、BlackRockなどの多くはクロスオーバーの形で、いわゆる上場株のファンドマネジャーが運用しているのですが、非上場株だけに投資しているファンドマネジャーというのがいて、組み合わせて投資することが多いです。やはり上場株だけ見ている人が非上場株も見るというのは簡単では

なく、というのも、全部情報があり、エクセルに入れて企画書を出すだけではなく、非上場株の場合はそもそもソーシングするところから始めないといけません。見つけてくるところから始めないといけない。先ほど証券会社が関与しない理由として手間がかかるという話がありましたが、結局ファウンダーとの交渉や、どれぐらい投資するのかというところについて、エグゼキューションするまでの間が非常に大変です。

つまり、上場株を取り扱う場合と、正直全然スキルセットが違うので、例えばあるファンドマネジャーは1,000億円を一人でマネージしたりしています。非上場株だけで、その中で15社～20社に投資する、その中でセクターがこれだからこのファンドに入るといった方法で運営しているのですが、こういった投資も多いです。

さらには、事業会社、例えばNVIDIA、Google、Amazonなどによる投資もあります。Googleは、Alphabet本体もあれば、Google Ventures（ＧＶ）といういわゆるＣＶＣがあったり、またエヌビディアはこの２年ぐらいの成長と比例して、非常に多額の投資をしていまして、特にＡＩのスタートアップにかなり投資をしていて、そういった投資先が、今度はエヌビディアの半導体のチップを使う、こうした事例が多数あります。

非上場株のマーケットは、今、非常に大きくなっていて、まさに本懇談会のテーマでもある、アメリカはそのようになっていて、日本もどのようにやるかということですが、正直、アメリカの動きを見ていて、これ以上減ることはないというか、ずっと増えていく一方で、ＩＰＯの時期も延びてというお話もありました。例えば先ほどの人気のあるSpaceＸなどは、創業したのは2002年、創業23年目で、ここから10年、15年上場しないのではないかと言われています。我々も初期の頃、SpaceＸに投資しませんかとＳＰＶでの投資を投資家に勧誘したところ、ＳＰＶのタームが15年だったので、「期限までに死んでいるかもしれない」と言われて断られました。しかし、上場していなくてもお金が集まるというのが実態です。先ほども話がありましたが、上場した後に投資するとなかなかアルファが取れないので、様々なプレーヤーが上場前に投資するということで、前倒しになることによって、非上場の時点での投資が非常に大きくなっている。

ちょうど今話題になっているOpenAIが増資するということで、ソフトバンクが追加出資するというプレスリリースがありましたが、とりあえずコミットしたのが100億ドルで、会社が営利企業に転換したら、最高400億ドルまで出資しますとなっていました。ただ、ソフトバンク以外にもＶＣなど、様々なプレーヤーが参加していて、そういったところと話をしていると、この金額がとんでもない金額ということでした。例えばＩＰＯするときに新株発

行で資金調達しますが、アメリカでも、ニューヨーク証券取引所やNasdaq上場の際に100億ドル以上集めた会社は10社もなく、一番多く集めたのがアリババの250億ドルでした。OpenAI１社が、アメリカの歴史上一番多い額を、しかも上場ではなくて、非上場のときに集められてしまうというのが現状です。

先ほどNasdaq Private Marketでリスティングされているという話がありましたが、Nasdaq Private Marketのいわゆる板のような仕組みは比較的最近できたものです。先ほど頻繁に取引があるのは20社、100社以内というお話しでしたが、いわゆる中堅の証券会社まで入れると、銘柄の数は何百もあり、いわゆるユニコーンと言われる会社は大体ソーシングできる、買おうと思えば買える状況です。中堅の証券会社にもこれだけに特化しているところもあり、別に社員が何百人いるわけではなくて、10人～15人くらいで運営しています。大手の証券会社とも話す機会はあり、ソーシングに使ったり、逆に質問を受けたりもするのですが、やはりどの会社にも５人～10人くらいは非上場分野に携わる職員がいます。１万人の会社の中で10人しかいないから全然真面目にやっていませんという感じではありますが、一方で中小も10人規模の100％で運営している。実は人数はあまり変わらず、全くやっていないわけではなく、少しずつやっているが、結局ディールサイズが大きくフィーが取れるかどうかで関与する、しないが決まっています。

他に一つ重要なのが、ブローカー・ディーラー等の業者の話です。今回の関委員の調査の際には真面目なところしか紹介しなかったのですが、質、筋が悪いところもいます。

というのも、アメリカでは守秘義務、ＮＤＡ（秘密保持契約）が非常に厳しく、基本的にはＮＤＡを結ばないと何も情報をもらえなくて、ＮＤＡを結んですら情報をもらえないという状況も結構あります。投資家がブローカーに対して、株を持っていて売りたいと持ち掛けても、ブローカーは投資家が本当に株を持っているかどうかというのはチェックできません。ブローカーには言わず、本当に買いたい人がいたら、買い手とＮＤＡを結んでデューデリジェンスをしてもらうという流れなので、ブローカー・ディーラーは結局、本当に持っているかどうか知りません。買い方がデューデリジェンスをしないといけなくて、弊社は運用業者なので、もちろん投資家の保有の真偽まで全部確認しています。というのも、怪しい売り手は契約書だからなどといって、いわゆる株券や電子株券のような書面を黒塗りしてくるので、結局、そういった売り手とはもう取引しません。でも、ブローカー業者はそこまではできないので売り手の保有の真偽は分からないのです。

ただ、やはり優良な業者というのは、保有していることの証明まで見せないとそもそも買

い方を紹介しませんというような業者もいて、今回の調査ではそういった業者を対象に調査を行ったと聞いているため、トラブルもないようなところです。

しかし、実際はおそらくトラブルもしばしばあるのではないかなという気がします。売り切りモデルなので、自身はどちらにせよチェックできないから、とりあえず売ってフィーさえもらえばいいという人たちもいます。日本ではJ-Shipsであれば、第一種金融商品取引業者に限定しているから、そもそもまともな人しかやらせませんというのもあると思います。一方アメリカの自己責任をある種盾にした仕組みというのは、成功や失敗を多数経験している投資家がいるので成り立つと思います。日本の投資家はまだ成功体験、失敗体験に乏しいところでアメリカほどの規制緩和をしてしまうと、それはそれで怖いので、ある程度、自制する部分も必要かと思います。

そのような意味で、先ほど述べたエグゼキューション、ソーシングから本当に売買を成立させるまでが非常に難しく、ＲＯＦＲだけではなく、保有の真偽を含めて確認しないといけず時間を要します。私も上場株をずっと長くやっていたので、東証で売買できるあの簡単さを思い出すと、非上場株取引の難しさは、手掛けている我々としても我々のバリューが問われるところではあるなと思います。

また、リード投資家の話もありましたが、アメリカと日本で圧倒的に違うのが、アメリカはタームシートを出す投資家が複数いたりします。例えばＡ社はバリュエーションが低いが、有名なので、そこがリードで入ってくれたら他の投資家が集まりやすいとか、Ｂ社は高い値段をつけてくれているが、名前を聞いたこともなく、リードで入ってもその後お金が集まりにくいといったようなことがあるので、価格だけではなく、投資家が誰なのかというのは非常に重要視している部分があります。

一方で日本の場合は経営者、創業者の鶴の一声のパターンが多く、例えば売上げが倍になったわけでもないのに１年経ったから去年100億円だったのを今年200億円にするといったように、気分で決まったりしますが、そういうところはあまり批判されない。アメリカでは経営者が自社の価値を話しても誰も気にせず、投資家側から「あなたの会社の価値は○○です」という条件提示の仕方なので、この点は違っていると思います。

もう一つ、アメリカでは見たことがなく、日本でよく見るパターンが、投資契約書で、上場できる状況で上場しなかった場合のペナルティーとして、投資した金額に金利をつけて返してください、それが無理であれば、経営者が自腹で全額返しなさいという条項を入れるものです。一方、アメリカでたまにあるのは、投資した額の３倍以上にならないと上場して

はいけないといった、いわゆるスモールＩＰＯを防ぐ、大きくならないと上場してくれるなと、そんな小さく上場してくれるなといった真逆の条項です。一方で日本の場合、とにかくすぐにでも上場しろといった条項が入っているので、我々の日本の投資先でもそれを気にしている経営者もいて、「２、３年後に上場したらいいのではないですか」と言っても、そのような契約が入っているので、行使されたら経営者が自己破産してしまうといった事例があり、日米で違うなと思うところです。

ＳＰＶについては、資料３の21ページに触れられていて、もともとＳＰＶというのは、大手ＶＣから派生しているのがきっかけです。いわゆるＶＣのほとんどは、元来シード・アーリー期に投資して、それがどんどん大きくなっていって、上場も伸びているので、同じファンドマネジャーが、グロース・ファンドというのを組成するようになりました。なぜかというと、シード・アーリーで投資したのがどんどん大きくなって、プロラタ（株主割当）の権利もあるといったときに、例えば元は例えば500万～1,000万ドルしか投資していなかったところ、プロラタで１億ドル分の購入権利を得て、しかしファンドサイズが10億ドルしかなく、１社に10％分も投資することはできないといった場合に、ＳＰＶをつくって、ファンドのＬＰ投資家に、例えば手数料ゼロでいいからここに投資しませんかというような事例から始まり、当初はＬＰ向けのサービスといった要素がありました。その後、グロース・ファンド等を組成するようになり、ＳＰＶでなくてもプロラタに応じることができるようになりました。しかし、最近、ＳＰＶだけつくる業者がレイトステージでも急速に増えています。アメリカは投資家の層が非常に分厚く、例えば１つのＳＰＶが１件のリード投資家として１か月で５億ドル集めるといった事例もあって、そこにファミリーオフィスなど様々な投資家が投資しているのですが、ＳＰＶであれば発行体側からすると１社しか株主が増えないので、ＳＰＶの中に20社、50社といたとしても、管理は１社でいいということになります。先ほどのレポートにも出ていましたが、スタートアップからすれば投資先の管理、株主名簿の管理の手間は少ないほうがよく、ＳＰＶがよく使われていて、今はＳＰＶ専属でファンドレイズするファンドマネージャーが増えています。

御報告にあったＲＩＡというのは、証券会社だけではなく、ＳＰＶを組成している業者も、運用資産が一定程度になったらＲＩＡとして登録し、投資しているファンドを全部監査しないといけなくなります。これにより、業務の信憑性も出てきて、多額の資金を扱っているのであれば監査を受けなさいとなるので、一つレベルが上がります。

最後に、有吉先生の質問２点目のクラウドファンディングについて、私の知る限りでは、

スタートアップはスマートマネーを強く意識するので、まずクラウドファンディングでレイズしようという事例は聞いたことがありません。まずはインナーサークルというか、著名なＶＣなどから投資してもらえたら、その後お金が入りやすいというのがあり、上位のユニコーン企業である例えばOpenAI、SpaceＸ、Stripe、Epic Gamesなどでは聞いたことはなく、クラウドファンディングから大きくなるというよりは、まずインナーサークルとか、優秀なＶＣに声をかけて、その後のシリーズで彼らからも投資家を紹介してもらうというパターンが多いと認識しています。

【神田座長】　ありがとうございました。それでは、坂先生お願いいたします。

【坂委員】　ありがとうございました。私のほうからは、米国の制度に関して、プライマリー、セカンダリー、投資家保護等について発言させていただければと思います。

前提として、市場の特徴を捉えて、市場の効率性、実効性というものを確認しながら、そうした市場を成り立たせている社会経済的な要因、あるいは規制や制度の寄与というものを見ていくということが重要と思います。

要素としては、担い手と情報ないし情報環境が重要と思いますし、また、先ほどからお聞きしていますと、規模等によってもかなり状況や実務は異なっていると考えられます。

プライマリーについては、スタートアップへの資金がその成長を促して、その成果が投資家に還元されるという循環が拡大すること、そのためには、成長が見込まれる発行者が適切に選ばれることが必要です。プライマリーの市場構造を見ますと、特にシード、アーリーでは、ベンチャーキャピタルとエンジェル投資家が重要な役割を担っているようです。その健全な発展あるいは育成というものがもし日本で拡大していくとすれば、この点が課題のポイントと考えられます。

ブローカー・ディーラーの勧誘実務を見ますと、財務諸表、株式名簿、定款などによる発行体の適切性の判断及び投資家の適格性の確認が行われているとのことでした。これらによって、ある程度適性のある発行者が市場に提示をされ、相応の判断力のある投資家が投資判断を行うという状況が実現されている面があるようです。

もっとも投資家側がいかなる情報を得ることができて投資判断をしていくのかという点については、今日様々なお話が出てきておりますが、丁寧に見ていく必要があると思いますし、ここにおける規制の役割というものを確認する必要もあろうかと思います。

また、価格メカニズムについては、プライマリーにおける直接取引、ブローカー・ディーラー経由の価格決定では、リード投資家、これは具体的にはベンチャーキャピタルのようで

すが、こちらが価格を算定し、他の投資家がこれを信頼するという構造がみられるということがございます。かかる構造を可能としている条件について検討が必要です。なお、シード、アーリーでは直接取引も存在感がありますが、我が国では一足飛びに直接取引を促進するような対応は社会的リスクがかなり高いという印象を持っております。

次に、セカンダリーですが、特にシード、アーリーでは、発行体の関係者が売り手となって、ベンチャーキャピタルが買い手となっていることが報告をされております。ベンチャーキャピタルの需要が市場を牽引しているとも見えますし、また、先ほどからお聞きしますと、機関投資家の役割も重要ということが出ております。そうであるとすれば、ベンチャーキャピタル、あるいは機関投資家に使い勝手のよい市場、仕組みを目指すという視点もあり得るかと思います。

ただ、この点については、慎重な設計が必要と思っておりまして、規制を緩和をするという方向については慎重である必要があると考えます。

それから最後に投資家保護の点ですが、報告の中では、認定投資家の範囲設定と、それから情報開示、不正防止策によって投資家保護が図られているとの報告をいただきました。不正防止策については、その実効性が極めて重要です。処分例も示されておりますが、法執行が十分機能しているのか、また、法執行に手間暇がかかる、時間がかかるということになりますと、対応が遅れることになりますので、迅速かつ効率的な法執行の実現ができるのか、できているのかということを米国で見る必要がありますし、また我が国でもその実現可能性について慎重に考える必要があります。

以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございました。続きまして、落合先生に御発言いただきたいと思います。

【落合委員】　どうも御説明ありがとうございます。４点ほど申し上げたいと思います。本日御発表されたお二方に、もし可能な範囲であればそれぞれコメントいただければと思います。

今回のスタートアップに関する成長資金の供給という観点で一番重要だと思っておりますのが、個別の制度そのものがどうあるべきかもあるとは思いますが、結局、制度自体は市場環境やほかの制度が組み合わさったりしてできている場合もあります。このため、も議論して比較をしていく中で、これが合理的ではないかと整理し、そこで何か結論を出して進んでいくことはあると思うのですが、そのときに発見した解になるような制度が、それだけで

全体の市場をよくするような解になっているかどうかは、その後検証されないといけないということです。結果として制度は改正されたけれど、結局、成長資金の供給は増えていないということになると、それは結果が出ていないということになると思います。そうすると、何を目標にして議論しているのだろうかを決めないと、制度が出来上がった後で、よかったのか悪かったのか、もう少し改善すればいいのか、入れ替えないとまずそうなのかといった、見直しの議論ができないのではないかと思っております。そういう意味では、抽象的に言うと、要するにＰＤＣＡを回すことや目標を立てるということが重要だとは思います。日本としてはスタートアップ５か年計画があるものの、資本調達の環境だけでなく総合的に捉えて実施されるものだとは思いますので、資本市場としてできる、ないし勧誘に関するマーケットを形成する中でできる目標を設定していくことが重要ではないかと思っております。この観点で、米国や欧州において、証券業界やＶＣ業界、スタートアップ、政府といった何らかの主体が設定した目標のようなものはあるのでしょうか。今日の御発表も含めて私は存じ上げない部分ですが、何を目標にして様々な施策が組まれているのか、定量的なものまでは難しいかもしれませんが、何か分かることがあれば教えていただけるとありがたいと思いました。

２点目といたしましては、金融庁のほうで施策を打っていただいている中で、今回、資料１の４ページの中で、特定投資家に関する要件の明確化をしていただいています。これ自体、非常に踏み込んで調整をしていただいている部分もあると思っておりますが、一方で、米国ないし欧州と比較していったときに、今回このように特定投資家の層を整備している中で、改めて、欧州や米国だと、どのような層が本当に実際にセカンダリー、プライマリーともに参加をして、主たる参加者になっているのかを把握できるとよいかと思います。今回見直しをしていただいている内容との関係では、もちろんもともとの単位自体が欧米のほうが閾値が高いといったこともあるかと思いますので、１対１ということではないと思うのですが、この辺りがどのように見えるのかが気になりました。

３点目としましては、非上場株式に関する勧誘の実務などについてよく把握することができました。一方で、資料３参考も拝見したうえで、ここまでの質問も含めて直ちにお答えいただくのは難しいとは思いますが、自主規制の中でどのような取組みがされているのかというところで、例えば、発行体側の情報をどの程度どのような形で確認しているのか、勧誘を行う者の体制の要件はどのようなものか、勧誘に当たってどのような情報提供をしているのかがあります。情報提供については、付加的なものを意図的に提供しないといった実

務もあるようですが、単に実務的なものなのか、制度的な意味合いもあるのかというのは、おそらく投資家保護に関わってくるのだろうと思います。また、マーケットプレイスなどを形成するときに、一般的な上場のマーケットと比べてどのような違いがあるのかも把握できると、セカンダリー・プライマリー含め、非上場株式で勧誘を行っていくときに、注意しないといけないところを特定するために有益なのではないか、とも思いました。

最後に、本懇談会では少人数私募の話も出ておりますが、投資家自体の属性を確認するための手続、ある種のＫＹＣになっている部分の実効性などが日米で実質的に同等であるのかというのを考えていくに当たって、どのような範囲の人にどのようにアクセスしているのかを実効性ある形でコントロールできているのか、は重要な観点になってくるようにも思います。どういう形で、最終的に勧誘をする相手方などを特定するプロセスを行っているのかについて、少し詳細に議論できるといいかと思います。

以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございます。それでは、鳩宿様、もし御発言いただける部分があればお願いいたします。

【鳩宿副本部長】　目標というところの１点目ですが、完全に個人的、感覚的な見解になりますが、私が回った中で、何か政府なり国なりが目的、目標を持って制度設計をしているというよりも、例えばアメリカでは企業や生活者の活性化、イノベーティブな活動をいかにフリクションなくやるところに重きが置かれているのかと思いました。やはり様々な意見はあっても、506(b)はコスト負担が低いので利用されているといったことも含め、多くがスタートアップの活動が円滑になるように、活性化している部分のエネルギーを国としてどれだけうまく吸い上げるかというところで、様々な参加者がつくり上げているのではないかということで、何か明示的に目的・目標をつくっているよりも、国、総体としての動きの中で徐々に動きが決まっているのかと考えます。

一方でＥＵの実務家が言っていたのは、例えばドイツの規制は個人投資家の保護にかなりウエートを置いており、逆に投資する先の企業が育っていないので、投資サイクルも厳しいというようなことでした。おそらく国の方向性があるのかと思いますが、これも別に誰かが目標を決めて設計しているわけではないという中で、我が国はどちらの方向に行くのかというのは皆様で議論ができればよいかというのが、個人的な感想です。

【神田座長】　関委員からのご回答につきましては、次回にご発言いただくということにさせていただきたいと思います。また、鳩宿様方にもお聞きするかと思いますが、引き続き

教えていただければと思います。どうもありがとうございます。

それでは、加藤座長代理、どうぞよろしくお願いします。

【加藤座長代理】　１点、質問させていただきます。アメリカの非上場株式のセカンダリーマーケットにおいて、発行体が株主構成をコントロールする権利の実効性はどの程度かということです。法的には譲渡制限や先買権によって発行体の利益が保護されているということですが、先ほどの御説明では、相当大規模な投資家や買い手などもいるということでした。このような中で、先買権がどのくらい行使されているのか興味があります。株式の上場は発行体の申請によるものであり、発行体は株主構成をコントロールする権利を自ら放棄していると評価できます。これに対して、非上場株式のセカンダリーの場合、譲渡制限や先買権で株主構成をどの程度コントロールできているのか、若干気になりました。

あとは感想ですが、アメリカでは譲渡制限や先買権などの株主間契約をベースにしてという御説明がありましたが、同じようなことが日本でできるか確認する必要があります。日本の株主間契約の効力には不明確なところもあるので、発行体に積極的にセカンダリーマーケットを使ってもらうためには、譲渡制限や先買権に関する現状の日本の実務の見直しも要るかもしれないと思いました。

以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございました。

【関委員】　加藤先生の観点は、何かフィードバックさせていただけることがあれば、次回コメントさせていただきたいと思います。

【神田座長】　ありがとうございます。株主間契約については米国のデラウエア州会社法も改正されましたし、動きがあるところなので、また何らかの形でお教えいただければと存じます。

意見交換につきましては以上とさせていただければと思います。

貴重な御意見を多数いただきまして、ありがとうございました。なお、時間の関係で十分発言いただけなかった方もいらっしゃると思いますので、第１回会合と同様、これから意見照会という形で事務局から御案内をさせていただきますので、今日の部分について、追加での御意見、御質問、資料についてお気づきの点等ございましたら、そこでメール等でお知らせをいただけますと大変助かります。

最後に、この懇談会の今後のスケジュールについて事務局から御説明をお願いいたします。

【事務局】　今後のスケジュールということで、次回（第４回）は、５月13日の火曜日の15時から17時ということで御予定させていただいておりますので、皆さん、御予定いただければと思っております。

５回目以降は御覧のとおりですので、割愛させていただきます。

事務局からは以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございます。次回は５月13日の火曜日ということですので、よろしくお願いいたします。詳細は後日御案内させていただきます。

本日はこれで終了とさせていただきます。どうもありがとうございました。

―― 了 ――