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（第６回会合）

令和７年６月23日

【神田座長】　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６回会合を開催させていただきます。皆様方にはいつも御多忙のところお集まりいただき、誠にありがとうございます。

早速議案に入りたいと思います。まず、第４回と第５回の会合で御議論をいただいた内容を踏まえて整理したこの懇談会の論点と対応の方向性の案につき、事務局から御説明いただき、その後、皆様から御意見をお寄せいただければと思います。

それでは、御説明をよろしくお願いいたします。

【事務局（栗原）】　エクイティ市場部の栗原です。どうぞよろしくお願いいたします。

それでは、資料の御説明をさせていただきたいと思います。本懇談会の論点と対応の方向性（案）ということで、前回、前々回の議論を踏まえた整理をお示ししているものです。

１ページ目を御覧ください。これまでの議論と検討事項です。今回、赤枠で囲われている６月23日第６回といったことで、論点整理等③としてまとめを行います。また、次回第７回の会合は、７月31日に開催させていただきたいと思いますが、こちらで、皆様からの御意見を踏まえた報告書案を御提示させていただければと考えています。

それでは、内容について御説明申し上げます。３ページ目を御覧ください。まず、議論いただく際に皆様に報告書の案のイメージを見ていただきたいと思い、報告書のスケルトンを作成しています。

Ⅰとして、まず、本懇談会の位置づけは、規制改革推進会議等からの要請を踏まえて懇談会が立ち上がりました。

Ⅱです。本懇談会でのスタートアップ企業等への成長資金供給の議論・現状認識として、こちらは主に皆様から御議論いただいたプライマリー取引・セカンダリー取引について、海外の状況や日本の課題や現状といった切り口で取りまとめていこうと思っております。

ページ右側に進んでいただき、Ⅲのスタートアップ企業等への資金供給等の在り方（全体像）については、６ページ目にてイメージ②として改めて御説明させていただければと思います。

Ⅳ、本懇談会の議論などを踏まえた対応の方向性として、「具体的な方向性を示す項目」、

「懇談会での議論を踏まえさらに検討を行う項目」、「その他」として取りまとめるイメージです。

最後にＶ、「終わりに」です。

次に、４回目・５回目の本懇談会で御議論いただいた事項について簡単に議論の内容、そして取りまとめのイメージを御紹介させていただければと思います。

４ページ目は第４回会合の内容です。まず、左側でＫＧＩ・ＫＰＩの内容です。こちらではＩＰＯの資金調達1,800億円と同等の役割を非上場でも果たすというイメージです。資料中央に示した当日の議論ですが、①では仲介業における数値目標の位置づけとして、右側の記載のとおり、閣議決定を踏まえた対応と考えております。また、②のＫＧＩ・ＫＰＩの数値については実態を踏まえた設定が必要だということで、取りまとめについては、ＦＡなどサポート業務などを踏まえたＫＧＩの設定を検討してはどうかというところです。③セカンダリー取引の位置づけですが、右側では参考指標としての策定を考えてはどうかと考えています。

左側中段の原則勧誘禁止については、「原則勧誘禁止」から「規則に定める取引制度に基づく勧誘」への転換を考えてはどうかという論点でございます。御議論いただいた点については、①投資家への勧誘の在り方ということで、規則に基づく勧誘制度の実現、また、②未公開株詐欺への対応ということで、証券会社リストの策定、③適切な情報提供ということで、投資家などについて、その適切な情報提供を実施してはどうかという考えです。

左側、市場仲介者の役割については、ａ．非上場仲介業の役割の拡大、また、ｂ．登録ＰＴＳに係る規制の見直しとして、特にｂについては、対象顧客がリスク許容度などの高い投資家の場合には規制緩和を検討してはどうかという点に関して、異論はなかったと考えているところです。

これを踏まえて、右側、報告書の取りまとめでは、制度改正に向けた検討を行ってはどうかという内容です。

５ページ目を御覧ください。第５回会合の論点です。左側、お示しした事項ということで、まず、プライマリーについてです。大規模投資家等による投資の拡大といったことで、ａ．大規模投資家層の形成、ｂ．ＳＰＶスキーム、ｃ．ＶＣ、ＣＶＣによる資金供給の拡大といったことです。

中央にある会合での御議論・論点ですが、まず、①については、やはりニーズが高いのは大規模投資家であるということ、②については、大規模投資家については投資を促すような

推進施策が必要なのではないかといった御意見です。また、③、オープンイノベーション税制の促進が必要だといった御意見です。

これらについては、右側にあるとおり、現状認識について、また課題について報告書に取りまとめ、必要に応じて目指す方向性について示すこととしてはどうかと考えています。

左側に戻っていただき、リスク許容度などのある投資家による投資の拡大です。ａ．J-Shipsの利活用、ｂ．特定投資家による投資の活性化、ｃ．準特定投資家（仮称）による投資の活性化、ｄ．ＳＰＶを通じた投資、ｅ．投資信託を通じた投資の拡大、ｆ．エンジェル投資家による投資推進といったところです。

こちらについては、中央にあるとおり、①の部分、リスク許容度等が認められる投資家による活性化策について、賛成の意見が多かったと思っています。右側の①で、こうした状況について報告書に取りまとめ、実務上のニーズや制度等を踏まえた在り方につき、金融庁と日証協において検討してはどうかと考えています。

また、②から④については、現状認識や課題について報告書に取りまとめた上で、必要に応じて目指すべき方向性を示してはどうかと考えているところです。

左側、セカンダリー取引についてです。こちらについては、役職員のセカンダリー取引の実現やＶＣ等のセカンダリー取引の実現について御議論いただきました。

こちらについては、大きな枠組み・方向性について異論はなかったといったこと、また、②としては、プライマリーと同様に大規模投資家等の存在が必要不可欠だといった御意見をいただいています。

①については報告書に取りまとめ、②については、現状・課題認識について報告書に取りまとめ、必要に応じて目指す方向性を示すといったことでどうかと考えています。

また、最後の左側、制度周知については、積極的に周知活動を行っていると記載することでどうかと考えています。

６ページ目を御覧ください。先ほど、Ⅲ、報告書案の中でお示しさせていただいた全体像の大きな方向性の内容です。こちらについては、スタートアップへの成長資金の供給に関する議論についての現状認識として、大要以下のとおり記載することを想定しています。

１点目、スタートアップ企業等は事業等の不確実性が強く、投資に当たっては、リスクを正しく理解し、かつ許容度のある投資家による自己責任に基づく投資が前提ということ。

２点目、一般論として、スタートアップが望む資金調達というものについては、大規模投資家等による資金供給やＳＰＶ、投信などのビークルを通じた投資だとか、エンジェル投資

家による投資が重要という考え。

３点目、本件については、証券業界における議論だけではなく、広くこのような議論を行うときに共通するものだと考えられること。

４点目、こういった前提を明確にした上で、リスク許容度のある投資家による投資もやはり必要だといったことで、下にあるJ-Shipsや特定投資家制度の利活用、また、特定投資家と同等程度にリスク許容度等があると見込まれる投資家による投資も必要なのではないかという考えです。

また、下のアスタリスクに記載のとおり、一方で、株式投資型のクラウドファンディングのような一般投資家を対象とした資金調達ニーズも存在するといったことも付記させていただければと考えています。

７ページ目以降を御覧ください。ＫＰＩ・ＫＧＩの考え方についての記載です。

８ページ目です。こちらは第４回の本懇談会にてお示しした資料ですが、Ａ案はＩＰＯによる資金調達額と同等額ということで、現時点で1,800億円という数字を置き、こちらをＫＧＩにしてはどうかといった案を示したものです。９ページ目の図示は省略させていただき、10ページ目を御覧ください。こちらがＢ案といったことで、スタートアップ５か年計画の考え方に基づいて、2027年に2,500億円の調達を目指すこととしてはどうかといった考えです。

11ページ目を御覧ください。こちらＫＧＩ・ＫＰＩに関する考え方の下の部分、前提を確認させていただければと思います。規制改革推進会議から、ＫＧＩ・ＫＰＩを設定する趣旨については、非上場株式の発行・流通活性化のための制度の継続的な改善を図るとことが目的とされています。また２点目にあるとおり、流通市場の指標については、まだマーケットが存在しないといったような課題が存在します。また、３点目ですが、本懇談会におけるＫＧＩの指標については、先ほど申し上げましたＡ案とＢ案を御提示させていただいています。

12ページ目を御覧ください。皆様からいただいた御意見です。まず、上のＫＧＩと設定すべき数値ですが、Ａ案に賛成といった意見が多く寄せられていました。また、次の仲介業者の資金調達のサポートについては、ＦＡ業務などが主なものであるといったことで、そういった考え方も仲介業者の役割といったものに加味すべきだといった御意見が寄せられました。また、その下で、セカンダリー取引の金額も設定すべき、クロスオーバー投資の商品も含めてはどうか、その他に、追加すべき指標を定めるべきといった御意見をいただいていま

す。

中央の箱は、特定投資家の数についての御意見です。こちらについて、１つ目、定点観測的に特定投資家の数を公表することに意味があるのではないかといった御意見。また、１つ飛ばして、一方で、特定投資家の数が指標になりますと、そういった数字達成のために本来保護されるべき投資家が巻き込まれるといった御意見を頂戴しています。

最後の箱はその他の御意見です。マーケット全体を考えますと、証券業界以外も含めた全体目標をどう考えるかといったことが重要といった御意見をいただき、また、次の部分については、適格機関投資家等特例業務届出者が提出している事業報告書の数値を集計・公表するということで正確に把握できるのではないかといった御意見、また、数値目標については、外部環境の影響も受けるといったことに留意が必要といった御意見もいただきました。

13ページ目を御覧ください。頂戴した御意見を踏まえた考え方をお示ししています。一番上、当面のＫＧＩについてはＡ案でどうかと考えています。２点目については、そういった考え方から、仲介業者における資金調達のサポートとは大規模投資家等のアドバイザリー業務やマッチングイベントなどの照会業務で、これらを投資の契機とするところも多いことから、これらも含めた広義の資金調達をＫＧＩとしてはどうかといったこと。また、その下、セカンダリー取引の金額については、現状の利用がほぼないため、適切な目標設定が難しいだろうということと、また、苦情件数については、スタートアップへの資金供給を直接測定できる指標ではないためＫＧＩとしてなじまないのではないかと考え、参考指標として定点的に観測・公表することとしてはどうかという考えです。また、次は、特定投資家の数については、先ほど御説明したとおり、本来保護されるべき投資家が巻き込まれる懸念といったことで、代わりにJ-Shipsの利用状況等を参考指標として公表することはどうかといった御提案です。

これらを踏まえた対応案です。ＫＧＩについては、先ほど申し上げたとおり、Ａ案としてＩＰＯによる資金調達額と同等額の1,800億円として採択し、計上する金額は広義の資金調達額とするということ、また、その他、参考指標として公表する指標として、非上場会社のセカンダリー取引の状況や、投資信託・ＳＰＶ等ビークルを通じた資金調達額とすることを考えております。一方で、アスタリスクにあるとおり、適格機関投資家等特例業務届出者に関する事業報告書については、決算時点で保有する非上場株式の運用財産額や総出資額といったことになりますので、活用が難しいのではないかと考えられます。また、その次、J-Shipsの利用状況、未公開株に関する苦情件数も指標に含めることでどうか、という点を御

議論いただければと思います。

14ページ目を御覧ください。参考として、ＫＰＩ・ＫＧＩの考え方に関する全体像のイメージです。ミッションとしては、スタートアップ５か年計画で示されているとおり、2027年に10兆円といったことで、こちらの考え方については、左側の部分にあるとおりあくまでも証券業界というのはその一部にすぎず、右側にオレンジ色で記載した他業界における取組みが大部分を占めるのではないかという考えに基づき、イメージを示しているものです。

続いて、16ページ目を御覧ください。ここからは、投資家ごとに応じたプライマリー・セカンダリーの世界について御議論いただきたいと考えていります。まず、大規模投資家についてです。こちらプライマリーに関する考え方です。第５回に提示した資料ですが、以下の３つの点について皆様に御議論をいただきました。

その次、17ページ目を御覧ください。セカンダリーの取引です。こちらは赤枠で囲まれているとおり、大規模投資家によるＶＣ等のセカンダリー取引について御議論いただいたところです。

その結果については、18ページ目を御覧ください。まずはプライマリー市場における、スタートアップのニーズ・現状等についてです。１点目について、スタートアップとしては、個人投資家が株主になることについて、成長を阻害する要因となる可能性があるということで、大規模投資家へのニーズが高いといったこと。また、日本においては、事業会社及びＣＶＣが重要な役割を果たしているといったこと。３点目については、投資を促すような推進施策が必要だといった御意見がありました。また、その下、大規模投資家等による投資を促進するような推進施策といったことで、１点目は、資産運用立国の実現に向けた取組み、また、２点目は、官民ファンドの活用の重要性、また、さらにその下については、オープンイノベーション税制の促進ということで、対象をセカンダリーにまで拡大してはどうかといった御意見がありました。　続いてセカンダリーについては、海外投資家の誘致が必要不可欠であるといった御意見。また、セカンダリー取引についても、基本的に発行体の主導で、相対で行うことが多いのではないかといった御意見もありました。

19ページ目を御覧ください。これらの御意見を踏まえた対応案として、現状認識・課題として報告書に取りまとめ、必要に応じて目指すべき方向性を示すこととしてはどうかと考えています。

続いて、21ページ目を御覧ください。ＳＰＶ、投信、エンジェル投資家といったことに関する、プライマリーに関する御意見です。こちらは、それぞれの項目、赤枠で囲った部分に

ついて、皆様に御議論をいただいたところです。

また、22ページ目を御覧ください。セカンダリーに関する御意見です。こちらも赤枠で囲ったとおり、ＳＰＶ持分のセカンダリー取引に関して御議論いただいたところです。

その結果については、23ページ目を御覧ください。皆様からいただいた御意見です。まず、上の部分、ＳＰＶを通じた投資の実現といったところです。ＳＰＶ及び投資信託の果たす役割は大きく、個人投資家側からは直接投資というよりも間接的なスキームを推進していくべきだといった御意見。また、日本の個人投資家のリテラシーなどの環境を踏まえ、投信よりＳＰＶから始めることも考えられるのではないかという御意見。次に、ＳＰＶなどのファンド組成については、ＬＰＳの法律により国内企業に50％以上投資する必要があるため、この要件を満たさない可能性があると税制上の懸念から投資を嫌厭する投資家の存在があるため、これらの課題について検討してほしいといった御意見。また、個人を対象にした譲渡の手続きが整備されていないという問題意識から、契約書のモデルなどの作成も含め考えるべきではないかといった御意見もいただいているところです。次に、投資信託を通じた投資の拡大に関して、現在は非上場株式の組入れは原則15％までとされていますが、瞬間的な15％の超過を避けるべく抑制的な運用になっているといった問題が指摘されているところです。続いてエンジェル投資家に係る御意見の２点目ですが、日本版ＱＳＢＳについて投信経由での投資も認められるようにしてほしい、プレシード特例について、設立年数要件を見直ししてはどうかといった御意見。また、エンジェル税制について、以下の５点について御意見をいただいたところです。これらの御意見への対応案については、現状認識・課題として報告書を取りまとめ、必要に応じて目指すべき方向性を示すことでどうかと考えているところです。

続いて、25ページ目を御覧ください。こちらについては、プライマリーにおけるリスク許容度のある投資家についてでして、皆様から赤枠の内容について御議論いただいたといったところです。

26ページ目を御覧ください。「イ．J-Shipsの利活用に向けた検討」です。具体的な内容は27ページ目を御覧ください。

御意見といたしまして、まず、①特定証券情報の見直しといったことですが、こちらは発行体の負担減が期待できるといった御意見をいただいております。また、②特定投資家向け有価証券に係る取引制限といったことで、株式の一部について特定投資家向け私募・私売出しが行われた場合は、他の私募・私売出しを利用できなくなるといったことを問題意識とし

ていただいています。また、③50名以上のセカンダリー取引における特定証券情報の簡素化といったところですが、こちらは投資家保護の側面も重要である一方、スタートアップ企業の負担になっているといったことですので、費用対効果を踏まえた見直しが必要だといった御意見をいただいています。以下いただいた御意見に対する対応案です。①については、現状の運用が過度になっていないか精査し、日証協において確認し、必要に応じて見直しを行う。また、②、③については、他の開示規制との平仄や具体的に想定するケースなど、金融庁や日証協において協議すること。また、④J-Shipsの更なる拡大に向けた検討については、中長期的な検討課題としてはどうかとしています。

28ページ目を御覧ください。「ロ. 特定投資家による投資の活性化に向けた検討」として、２つの論点、特定投資家に移行するためのさらなる要件の緩和や更新手続の見直しといった項目があります。こちら御意見としては、１つ目、移行要件については、米国の制度も踏まえて保有資産１億円以上としてはどうか。また、２つ目、更新手続については、投資家から明示的にやめてほしいという申出があるまでは継続してはどうかといった御意見があります。寄せられた意見を踏まえた対応案として、下にあるとおり、日証協・金融庁のほうで検討課題として受け止めてはどうかと考えています。

29ページ目を御覧ください。「ハ. 準特定投資家による投資の活性化に向けた検討」については、特定投資家の意向要件を満たすが移行申出を行っていない投資家を「準特定投資家」として、それに関する自主規制規則の改正について御議論いただきました。意見としては、適合性に沿った形でリスクマネー供給の機会が増えるということは歓迎するといった御意見。また、証券会社におけるスタートアップ投資について実質的な適合性原則を踏まえた確認手続や体制整備がされることが必要だといった御意見。次は、有望なスタートアップほど資金調達を自ら行う傾向があり、証券会社を介在させない逆選択の状況があるといった御意見。一方で、インサイダー取引規制や不公正取引規制が不十分だといったことで、一般投資家に損失が押しつけられる事態が生じる可能性があるといった御意見をいただきました。これらの御意見を踏まえた対応案として、特定投資家及び準特定投資家等に、新たな勧誘制度として、原則勧誘禁止の見直しの議論を踏まえ適合性原則や投資家保護に配慮しつつ、今後、日証協のワーキングにおいて検討を行うといったこと。また、このような検討を行うに当たり、日証協規則に定める事項を盛り込んだ社内規則の制定を義務づけることや、日証協から指定を受けた協会員のみ取引を認めるといったことの検討が考えられるとしています。

31ページ目を御覧ください。セカンダリーについては、登録ＰＴＳでの保有株式の取引を

実現する役職員等のセカンダリー取引について、主に御議論いただきました。

32ページ目は４回・５回でお示しした資料ですので、割愛させていただきます。

33ページ目を御覧ください。セカンダリー取引全般に対して、従業員の保有するストックオプションをセカンダリーで取引する場合については、取引対象者や取引量が多くなるため、仲介者の介入が必要だといった御意見がありました。下段の登録ＰＴＳ等については、取次型ＰＴＳの価格情報の公表、適時の情報提供の見直しに賛同する御意見として、スタートアップとしては、価格情報の公表が求められると制度を利用しないといった御意見。また、次は、投資家の範囲を限定した上で情報提供を行うということは利用可能性を高めるといった御意見。また、そういった場合にあっても、投資家に周知徹底する必要があるといった御意見もいただきました。一方で、慎重な検討を要する御意見として、むしろ、自社顧客型の情報提供の内容についても、取次型に合わせるべきではないかといった御意見もありました。続いて、株コミュの価格公表等の見直しに関する御意見です。こちらは自社顧客型登録ＰＴＳで株主コミュニティを利用する場合に、リスク許容度等が高い投資家に限定されるというときは、価格公表を要さない措置を講じてはどうかといった御意見もいただきました。その他として、ＰＴＳ取引に多くの投資家が参加するといったことを踏まえると、価格情報や不公正取引について留意が必要と御意見もいただいています。

34ページ目を御覧ください。寄せられた御意見を踏まえまして、投資者保護を配慮しつつ、今後、日証協で検討を行い、参加者が特定投資家等に限定される「取次型登録ＰＴＳ」の場合には、価格情報の公表及び「適時の情報提供」については、「自社顧客型登録ＰＴＳ」に近づけ、また、参加者が同様に特定投資家等に限定される株主コミュニティについては、価格情報等の公表を要しないこととしてはどうかとしています。

続いて、36ページ目を御覧ください。原則勧誘禁止に関する論点です。第４回の議論において、現在、原則勧誘禁止とされている規則について、矢印の下、規則に基づき勧誘可能といった見直し案について御議論いただきました。37ページ目については、規則のイメージですので割愛します。

38ページ目を御覧ください。いただいた御意見です。賛成意見が多数寄せられたといったことです。しかし、賛成の意見の中には、勧誘禁止を撤廃されても、規則に多く付されているディスクレームに意味があり、適切にガバナンスが効いた形で勧誘が行われることになるということ。また、原則取扱可能というマインドチェンジが重要だといった御意見。また、その上で投資詐欺対策といったことについては、「未公開株を勧誘できる体制を整備してい

る証券会社のリストの公開」をしてはどうかといった御意見もいただいています。また、中段は、一般投資家に対しては原則勧誘禁止を維持すべきといった御意見です。下段に、圧倒的に一般投資家が多いといったことで、リスクについて誤解を生じさせる危険性があり、慎重に検討すべきという御意見をいただいています。これを踏まえた対応案として、投資家保護を考慮した上で、「原則勧誘禁止を見直し、規則に定める取引制度に基づく勧誘へ転換する」という改正案について、見直しを行う方向で日証協ワーキングにおいて検討を行うこととしてはどうか、また、非上場株式等の勧誘を行う証券会社のリストを公表し、情報提供及び説明の在り方も継続して検討していくこととしています。

最後の論点である制度周知については、各種施策が行われる場合は積極的に公表すべきであり、周知活動すべきだといった御意見をいただいています。こちらについては、日証協・金融庁において積極的な周知活動をし、検討を行っているといったようなことでどうかといった対応案とさせていただいています。

41ページ目については、先ほど御説明した取りまとめ方向性（案）の一覧ですので、割愛させていただき、また、42ページ以降は参考資料ですので、こちらも割愛します。

長くなりましたが、事務局からの説明は以上です。

【神田座長】　御説明をいただきまして、ありがとうございました。

それでは、今日残りの時間は、今御説明をいただいた論点と対応の方向性の案について、皆様方から御質問、御意見を出していただく時間とさせていただきます。

それでは、坂委員、どうぞよろしくお願いいたします。

【坂委員】　ありがとうございました。私のほうからは、主として個人の投資家保護の観点から、準特定投資家と勧誘禁止原則を中心に述べ、関連するその他の論点について述べさせていただければと思います。

まず、29ページの準特定投資家についてです。私は、特定投資家の制度の外に準特定投資家の制度を設けるよりも、特定投資家制度内の柔構造化が望ましいと考えています。準特定投資家の提案に賛成意見が多いということも伺い、意見としては賛成し難いところではありますが、この制度を検討する場合に留意すべき３つの点と検討の方向性について述べたいと思います。

第１に、金融取引において情報の非対称性、情報格差は、資金需要者、組成者及び金融仲介業者に過大な利益、不適切な利益をもたらし得る一方、投資者にとっては過大なコストやリスク、不適切な不利益をもたらす原因となり得ます。新たな商品が新たな市場に投入され

ますと、新たな情報の非対称、情報格差の問題によって投資被害が生じます。ここでは往々にして、コストやリスクの存在やその内容自体が争いとなります。例えば、仕組債は20年以上前から販売が行われていましたが、長く利用価値や組成コストなどがブラックボックスとなっており、これらの点についての認識の共有や監督対応、情報開示に至るまで長い年月を要しました。非上場株式においては、その特性や制度の在り方も含め、情報の非対称性あるいは情報格差が他の金融商品取引に比しても格段に大きいと考えます。投資家保護の観点から、できるだけ事前に情報格差を埋めておき、関係機関による調査や情報提供により情報格差を埋めることができる枠組みを用意する必要があります。

第２として、個人の投資家目線から非上場株式の特性を改めて挙げてみますと、まず、非上場企業は企業自体の変動や不確実性が大きく、成長できない可能性や破綻の可能性も相当程度高いです。特にシード、アーリーの段階ではこの傾向は顕著です。次に、企業に関する信頼できる情報は限られており、外部からその実態を知ることは容易ではありません。価値評価ないし時価評価も難しい。さらに、少なくとも現状では、一般の投資家には投資資金の回収の機会が限られ、不利な条件による換価のリスクも相応に存在します。これらに加えて、不公正取引規制やインサイダー取引規制が十分でないことも相まって、不正な取引に巻き込まれるリスクも相当程度高いです。こうした他の金融商品取引と異なる特性、特に上場株式とは根本的に異なる特性を有することを十分に踏まえ、これらを報告書などにも明記するなどして、広く認識を共有する必要があると考えます。

第３に、個人の投資者の投資の姿を具体的に考えるべきです。投資判断能力を有する投資家も、非上場株式の投資判断を行うのに十分に時間やその能力を割くことができる状況にあるとは限りません。また、ＳＮＳ等による働きかけに十分な適性・耐性を有しているとも限りません。投資家に対して非上場株式投資の自覚と構えを促す機会が必要ですし、また、できるだけ容易に必要な情報が得られる環境を用意することや、ＳＮＳ等への耐性などのスクリーニングも必要と思われます。

そこで、検討の方向性として、適合性の原則や実質的説明義務によって十分な対応が可能かは、慎重に検討されるべきと考えます。適合性原則や実質的説明義務に沿った対応を行う場合も、現行の一般の金融商品と同等の内容では足りないと考えます。非上場株式取引の実情を前提に、例えば、適合性原則の具体的な基準と実効的な確認手続を設けることや、実質的説明義務内容も非上場株式の特性とリスクを十分に理解できるルールを具体化すべきと考えます。また、日証協で指定した協会員のみに取引を認めるという措置が必要だと考えま

す。

こうしたことを前提に、原則勧誘禁止の在り方は、「規則の定める取引制度」や情報環境が投資家保護等にかなうものとして整うかどうかという観点から検討し、それを踏まえて決せられるべきと考えます。現状、私は基本的には一般投資家への勧誘禁止原則は堅持すべきと考えておりますが、これは基本的に、投資家保護等の観点からは、一般投資家と非上場株式の取引の間に、相応の明確なハードルが制度的にも、また社会認識の上でも必要と考えるからです。

次に、手短に、関連するその他の論点について３点ほど申し上げたいと思います。

まず、第１に、制度周知については、取引の拡大のみを周知するのではなく、非上場株式の特性やリスクについて十分に周知されることが必要です。この点に関し、非上場企業の各段階における特性や成長可能性に関する客観的な情報やデータは必要かつ重要だと思います。情報の非対称性、情報格差が大きい場合、ポジティブな情報もネガティブな情報も偏った形で過大に流され、過大に評価される傾向が強まります。そのような事態に対し、投資家をはじめ関係主体に適切な対応を促すためにも、客観的な情報やデータは極めて重要です。資金提供後の非上場企業の成長の状況に関する客観的なデータや統計データは、この点からも重要と考えます。

第２に、投資者の範囲を拡大する場合、適切な監視・監督がなければ不正な行為が行いやすくなります。現状どのような監視・監督、是正措置が可能か整理するとともに、このような対応のさらなる充実のために必要な措置を検討すべきと考えます。

最後に、大規模投資家による投資に関してですが、こうした大規模投資家の先にも個人の投資家も含めた投資家が存在します。こうした大規模投資家の先にいる投資家に対しても十分な配慮をすべきと考えます。この点、ＳＰＶスキームは、投資運用業、第二種金商業、適格機関投資家特例業務によるものと考えられますが、脱法的な形態によって一般投資家への販売勧誘が行われることがないよう留意が必要です。

また、株式一元化スキームについては、2024年７月の金融審議会市場制度ワーキング・グループの報告書の注19においても、株式一元化ファンドは、非上場株式の勧誘と同等の性質を有することを踏まえ、日本証券業協会における店頭有価証券に係る勧誘規制との整合性が確保される必要があるとされているところです。この点についても留意が必要と考えます。

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、有吉委員、どうぞお願いします。

【有吉委員】　　有吉です。まだ骨子の段階だと思いますが、丁寧にまとめていただいて、本当に感謝申し上げます。私としては、基本的にこの中身に書かれている方向性や方針について賛成するところでありまして、その上で４点ほどコメントを申し上げたいと思います。

まず、ＫＰＩ・ＫＧＩの考え方について、２点、若干の質問も含まれると思いますが、申し上げたいと思います。ＫＰＩないしＫＧＩということで、金融制度の文脈で金額の数値目標というものがなじむのかどうか、よく分からないところでありますが、そのような目標を設定することで、既に実施されているものも含めた各種の施策によって、金額面でも証券会社が関与することでスタートアップの資金調達が伸びていくことは期待したいと思っております。一方で、このＫＧＩが達成できないときの影響についてよく分からないところがございます。この懇談会の議論がうまくなかったというだけなのかもしれませんが、数値目標を達成するために、適合性のない投資家に非上場株式を売りつけることや、資金調達手法として、新株発行やエクイティ・ファイナンスを非上場会社に不合理に促すことにはならないように、ぜひ留意していただきたいと思います。

それから、２点目として、資料の13ページで、参考指標として非上場会社のセカンダリー取引の状況や、非上場株式を組み込んだ投資信託・ＳＰＶ等のビークルを通じた資金調達額を公表すると示されていますが、このような数値の集計方法に疑問があります。日証協の会員証券会社が関わった案件のみを対象にするということなのかもしれませんが、例えば、非上場会社の株式のセカンダリー取引については、通常の大企業の子会社の売却やカーブアウトなど、証券会社も関わっているものの、スタートアップとは関係のないＭ＆Ａ取引も非上場会社の株式のセカンダリー取引になると思いますし、場合によっては、設立直後の会社の株式の売却の取引も該当すると思います。また、ビークルを通じた資金調達といっても、これは捉え方によってはＶＣファンドやＰＥファンドもビークルを通じた非上場株式の取引行為に含まれると思います。また、少し目線を変えると、資産管理会社を通じた株式保有も日本で多数行われているわけでありますが、こういった取引もビークルを通じた株式保有ということに該当する可能性があると思います。そういった取引をここで対象にすることを意図していないということは十分承知していますが、そういったものと対象にすべきものとをどのように区分けするのか、線引きが曖昧なスキームでの取引も多く行われるのかもしれませんので、日証協において、有効な数値の把握方法について、現段階でお考えが

あれば教えていただきたいと思います。

また、資料の29ページ、先ほど坂先生もおっしゃられた準特定投資家制度についてですが、私はこの制度自体は、創設の方向で検討していくことに賛成するところであります。一方で、坂先生の御指摘のとおり、リスク許容度のない投資家まで巻き込むような形での取引というのは非常に問題があると思います。そういった意味で、証券会社の方は適合性について厳格に判断するということが必要だと思いますし、当局、協会におかれましては、しっかり監督していただく必要があると思います。ただ、非上場会社からは、多くのデータが公表されるものでもありませんし、会社ごとに状況が全く違うということになりますので、データ提供や、証券会社による審査及び体制整備のような要件をあまり形式的に課していくと、結局制度としてワークしないと思われるため、個別で確認する必要があると思います。先ほどの坂先生のご発言に半分賛成で半分反対ということですが、一般論として非上場株式について取引に非常にリスクがあるということや、統計的なデータはしっかり公表してほしいと思うわけでありますが、個別の取引についての定型的なルールは、この準特定投資家制度を機能させない方向に進めてしまうのではないかと思います。

４点目のコメントとしましては、今回のペーパーに書かれていない点で、できれば書き加えていただくべきではないかということでありますが、本懇談会の以前の回でもコメントしたと思いますが、成長資金の供給について、仲介者がビジネスとして成り立つような枠組みで行うことが非常に重要だと思います。競争法の観点には留意する必要があると思いますが、どのような非上場株式の仲介を行う枠組みが証券会社の収益につながるかという観点で、個社での検討だけに任せるのではなく、業界として正面から議論するということも必要なのではないかと思います。これは証券会社が儲かるかどうかというだけの話ではなく、そういったことが企業の成長資金の供給や資本市場の発展にも直接的につながると思いますので、各官庁の皆様、それから日証協の皆様からも後押しをするような取組みを進めていただきたいと思っております。

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。

御質問があったＫＧＩに関する指標の収集方法について、事務局からお答えいただければと思います。

【事務局（松本）】　ありがとうございます。

今御質問いただいた参考資料として、公表、定点観測する具体的な数字について、これか

ら詰める必要があると思っていますが、日証協もしくは金融庁として、きちんとデータを取得できるものを検討しています。

したがって、例えば、非上場株式のセカンダリー取引の状況であれば、登録ＰＴＳでの取引の取引量や、セカンダリーでも利用できる日証協の制度があるので、そのような数値を考えています。

同様にＳＰＶのところについても、第二種金融取引業協会とは今後相談の必要がありますが、今般認められたクラウドファンディングの一元化で、ＳＰＶを使った数値であれば数字としては集められるのではないかと思っています。J-Shipsは今も各社からを取引の状況を報告いただいておりますし、未公開株の苦情相談件数についても、ＦＩＮＭＡＣ経由で取得できると思っています。

私から以上です。

【神田座長】　こちらは、今後検討することも含めての回答だと思います。どうもありがとうございました。

それでは、関委員、どうぞお願いします。

【関委員】　野村資本市場研究所、関です。前回、前々回の本懇談会では発言ができなかったため、まとめて発言いたします。ただ、実務的な点に関しては各委員から御指摘があったので、私からは、全体観を述べようと思います。

まず、41ページ目の論点の取りまとめ方向性案では、今まで思っていた違和感が少し解消された感じがします。

それはなぜかというと、前半の説明では、ＫＧＩ・ＫＰＩや原則勧誘禁止の議論が前に出て、投資家やプライマリー・セカンダリーの制度のほうが後ろという順序になっていましたが、この順番どおりに報告書が取りまとめられると、原則勧誘禁止のところは、少し後ろ側、かつ中長期的な課題ということで、今後のワーキングで検討する位置づけになると理解していまして、ぜひともこの並び方のほうが違和感なく、いいと思っている次第です。

なぜ順序について発言するかというと、原則勧誘禁止を原則勧誘可能とすることの重さをとても感じていまして、大方向転換する理由について、十分な議論がされていない印象があることが理由の１つです。

それから、もう一つ、今も坂先生とか有吉先生から御指摘がありましたが、「準特定投資家（仮称）」に対して、仮に原則勧誘可能ということになると、この制度をつくる意味がないというか、論理矛盾になると思います。

原則勧誘禁止に関しては、このような方向感で議論を進めても、ある程度時間もかかりますし、客観的なニーズや実務的な対応可能性、リスクを検討しながら議論するならば、現状の、J-Shipsや特定投資家の制度の拡充、利便性の向上が重視されるべきと思っています。

その書き方というか考え方、論理構成でいくと、準特定投資家についての記載もかなり変わる印象を持っていまして、その辺りについてぜひ検討いただければと思います。

もう一点追加として、この資料41ページで、大規模投資家・ＳＰＶ等々の項目ですが、私はアメリカの実態調査に関与しておりまして、ここの部分がかなり重要だという認識を持っています。本報告書のプライマリーな読み手を証券業界とすると、おそらく大規模投資家の議論やファンドの組成というのは一般的な業務とは趣が少し異なると思いますが、本懇談会のこれだけの委員が指摘した知見や意見をぜひ協調していい形で取りまとめをしてもらい、これはどちらかというと齊藤市場課長のところだと思いますが、資産運用立国構想など、より広い視点でスタートアップに関する資金供給策を検討するという形で、議論の成果を残すようお願いしたいです。

以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございました。

私も正しく理解していないかもしれませんが、この取りまとめの項目の順番と、今後の実現時期は必ずしも比例していないと思うので、例えば、日証協のワーキング・グループにおける検討などが必要以上に時間がかかるとは限らないと思います。念のためですが、御趣旨はよく理解します。ありがとうございます。

それでは、ＦＵＮＤＩＮＮＯ、柴原委員、どうぞお願いいたします。

【柴原委員】　改めてとなりますが、当社は仲介業者として、非上場株式市場の健全な発展のために尽くしていきたいと考えています。その上でコメントをします。

まず、１つ目は、資料９ページと13ページ目のＫＧＩについて、1,800億円というＩＰＯにおける資金調達額と同等額というこの目標は賛同します。一方で、先ほど少し御意見が出たと思うのですが、考え方はＩＰＯと同等額としつつも、アドバイザリー業務やマッチングイベント等を契機とする資金調達額が含まれているように思われまして、仲介業者は届出を行うかと思いますが、登録外業者の業務については集計が難しくなると想定されます。よって、集計しやすくするために、具体的な集計方法を明記したほうがよいと考えています。

一方で、集計方法については、可能であれば監督官庁側で数字の集計をお願いできると、適正な数字の集計につながるのかと考えています。

続いて、Ｐ18ページにて、個人投資家が株主になることがスタートアップ自身の成長を阻害するという指摘がありましたが、当社としては、個人投資家の参加を促進することこそがグロース市場株価形成発展につながると考えています。

また、現状としては、実際に個人投資家という文脈で当社もサービスを拡張していますが、むしろスタートアップ企業の成長に協力的な投資家が多いと考えています。

また、個人投資家の参加という文脈ですと、上場後の出来高の確保というところで、個人投資家の参加を非上場のうちに誘致していくことこそが重要になるかと思っています。例えば、個人投資家が分散して多くの株式を保有してもらいますと、日々の売買が活発になって、株価形成機能、プライスディスカバリーの機能が促進されやすいと思います。また、大口投資家の呼び水ともなると考えていまして、流動性の少ない銘柄はどうしても機関投資家にとって取り扱いづらくなってしまいますが、そうした個人投資家の参加によって一部緩和されるかと考えています。

また、上場後のＩＲ、リテール戦略が楽になるのかと思っています。上場後にゼロから個人投資家を獲得しようとすると、ＩＲコストが莫大に膨れ上がっていくなど、昨今、個人投資家様を獲得しようと様々な動きがありますが、そうした文脈の中でも、非上場のうちに個人投資家を誘致することがこうした戦略にもつながると考えています。

続いて、19ページ目の大規模投資家の勧誘については、当社も大いに賛成しています。具体的に、仲介業者が行う施策を検討してもらいたいと考えていますので、今後、可能であれば、当社も継続的に議論に参加したいと考えています。特に、例えば、大規模投資家の誘致、大規模投資家が何か組成を行う際に、監督官庁が指定されている証券会社などと連携して検討するほうがいいと考えています。

続いて、23ページ目のエンジェル税制の要件拡大については、引き続き見直していただきたいと考えています。ＳＰＶやファンドへの出資を通じたスタートアップ投資については、既に投資事業有限責任組合を通したエンジェル税制の仕組み等もありますが、そのほかのビークルについても、引き続きエンジェル税制の緩和について検討してもらえると嬉しく思います。

続いて、27ページ、28ページ目のJ-Shipsや特定投資家の要件については、現在非常に伸びている領域なので、意見に記載された要件緩和についてはぜひ検討を行ってもらいたいと考えています。

続いて38ページ目の原則勧誘禁止の撤廃については、歓迎して賛成したいと考えていま

す。また、非上場株式等の勧誘を行う証券会社のリストの公開も行ってもらいたいと考えています。

続いて、40ページ目のJ-Shipsやその他制度周知は、投資家にも発行会社に対しても周知を行ってもらいたいと考えています。

最後に、全体を通して、非上場株式に関する議案として本懇談会で議論されていない継続課題もあると思いますので、ＫＧＩ・ＫＰＩ達成のためにも、引き続き検討してもらいたいです。

以上となります。

【神田座長】　どうもありがとうございました。

それでは、宮田委員、どうぞお願いいたします。

【宮田委員】　ありがとうございます。私からは１点あります。５ページ目のセカンダリーの項目の②に、プライマリーと同様に大規模投資家等の存在が必要不可欠という記載をいただいて、ありがとうございます。

この大規模投資家等として、主に海外投資家のことを指すかと思いまして、私が「必要不可欠」という言葉の重みを理解できていないだけかもしれませんが、「調査が必要」ですとか「対応が必要」など、それぐらいもう少し踏み込んだ表現にしたいと思っています。

本日、改めてセカンダリーにおける仲介の重要性を少しお話ししたいと思っていまして、これはスモールＩＰＯを防ぐためにもとても重要だと思っています。というのも、スタートアップ企業がユニコーン企業クラスの規模感になりますと、まずストックオプションの期限の問題が発生してきます。

私が創業したSmartHRは2016年創業でして、初期に発行したストックオプションの期限が10年ですので、来年が最初のストックオプションの期限が来るタイミングになります。加えて、会社は大きくなっているものの、社員の生活がよくならないとして、社員からの不満が出始めます。

一般的な例のようにお話ししますと、例えば、30代独身で入社した方が、当時は、収入は気にならないと話していたとしても、10年経つと40代になり、結婚したり子供がいたりして、子育て・教育資金が必要となり、現金化のためのＩＰＯのプレッシャーとなることがよくあります。

このような「いつＩＰＯしますか」という声は、数件だけでも経営陣としてはかなりプレッシャーに感じるものがあり、ＩＰＯのタイミングとしてベストでないと思っても、その判

断を間違えそうになる瞬間がやはりあると感じていて、このプレッシャーを下げる必要があると思っています。

現在、日本では、既に相対の取引で株等を非上場の段階で売却することができますが、相対の人数を経営陣だけではなくて社員まで広げるとなると、100人、200人規模のＳＯを行使し売却していくことになるので、これを金商法に抵触せずに行うことはかなり難しいと思っています。そのため、仲介業者が必要だと思っており、Nstockにおいても仲介業を行おうと考えています。

しかし、時価総額が大きな会社であるユニコーンクラスになると、社員のストックオプションの含みが100億円から200億円単位になりますが、それを買える国内の投資家はかなり限定的になります。もちろん全てが売りに出されるわけではないですが、海外投資家がいないと買い手がつかずに需要を満たせないことがあると思っています。

そうなると、結局スモールＩＰＯに流れてしまう問題は解決できないと思っています。海外投資家がセカンダリー仲介を介して買うことが問題ないという整理をするため、調査や、もし難しい場合はその対策などを講じる必要があるかと思っていて、この１点についてコメントしました。

Nstock、宮田からは以上となります。

【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、どうぞお願いします。

【メンザス委員】　ありがとうございます。今回、議論のポイントも多くて、非常に難しい問題だと思いますが、論点を綺麗にまとめていただき、基本的に全て賛成です。

ただ、このＫＧＩとして、市場仲介者が関与する資金調達額を1,800億円にするというのは簡単な問題ではなく、これに向けて議論したり法改正をしたりして、昨年の資金調達額が420億円であったということで、非常に兆しは出てきていると思いますが、やはり1,800億はかなり高いハードルだなと感じました。これは第１回から言っていますが、実績値と目標値の差をどのように埋めていくかは、レイターステージが重要だと思っていまして、逆にアーリーだと、どれだけ頑張っても相当な件数を行わないと、この1,400億円の差は埋まらないと思います。

資料ではシード・アーリー・ミドル・レイターと４段階に分けられており非常に分かりやすいと思いますが、実際はかなり幅広く、情報を提供すると一言で言っても、レイターステージの中でもプレＩＰＯで上場の準備している会社が公開できる情報と、従業員３人で２

か月前に立ち上げた会社では公開できる情報は大きく違います。創業間もないスタートアップ企業が情報をすべて開示しますと言ったところで、それを本当に実現できるのか疑問があり、ビジネスをピボット（方向転換）するなど、思い通りにならないことのほうが多いと思います。したがって、情報の対称性など様々な問題が間違いなくあるとは思いますが、これをどの段階のスタートアップに適用するかによって全く状況が違うと思っており、そこの議論を行うことは非常に大事だと思います。

先ほど宮田さんがおっしゃっていたセカンダリーは、当社も長らく行っているので非常に賛成しますし、目標値の1,800億まで持っていくためには絶対に重要なものだと思っています。アメリカはテンダーオファーなども含めたセカンダリー取引が非常に多くて、Nasdaq Private Marketが累計で何兆円も取引しているという中で、従業員の株を買うということを多くやっています。逆に言うと、それがあるからこそ、Space X、OpenAIやStripeは、早く上場せずに非上場のままでも、従業員や既存株主、ＶＣを含めて、株式を売る機会があるので、急いで上場しなくてよく、その間にどんどんバリュエーションが上がっていっているということがあるので、日本でもそのようなことは起こり得ると思います。

ただ、１点少し違うと思ったのは、海外の投資家が入ると案件のサイズは間違いなく大きくなると思います。１億円、２億円規模のセカンダリー投資のために、弁護士費用等のコストや手間をかけるのは、正直あまり現実的ではなく、大きな案件が前提となると思います。とはいえ、もう少し小さめの案件であれば、日本国内の市場でも十分に消化できるかと思っています。

今、実は当社がファンドを組成し募集しているある銘柄は、いわゆるターゲットファンドでして、ＳＰＶで、大体１か月弱で10億円程度集める予定のうち、現在８億円程度集まっています。レイターステージの会社を、弊社がファンドでくるみ、投資家のための説明などを行っており、買われる方はいわゆる機関投資家ではなく富裕層の方々なので、取りまとめをする業者がいれば、個人投資家による非上場株式投資の需要は間違いなくそれなりにあります。ただ、どういう仕組みでやっていくかということが大切です。そういう意味でいうと、弊社の今回１つのディールで10億集まると、2023年における証券界による資金調達額が、全体で20億円なので、その１つのディールで半分を占めます。

今後、外国投資家が大きな案件に投資しつつ、証券会社などでＩＰＯ前の主幹事を行っている場合に、ＶＣが来年エグジットしないといけないので早くＩＰＯをしたいという問題が絶対に出てきます。でも、そのような状況でセカンダリーを提案できる先は当社以外にも

出てきているので、連携していけばそれなりに取引はでき、その分ＩＰＯを遅らせれば会社が大きくなっていく可能性はありますし、ディールのサイズも大きくなっていけば、この1,800億円という目標に近づいていくのかなという気はします。

繰り返しになりますが、レイターステージの大きめの投資家となるＶＣやＣＶＣ、あとはクロスオーバーファンドについて非常に細かいことを言うと、ＣＶＣなどもアメリカと仕組みが少し違うので、アメリカのように例えばGoogleやAmazonが数千億規模の買収を行ったりセカンダリーで買ったりというものは、日本では今のままでは起こるのは難しいかと思いますが、ニーズは間違いなくあると思います。数字だけを追い求めるわけではないと思いますし、もちろん、その予備軍をつくるために、創業間もないスタートアップを多くつくらないといけないと思いますが、数字という意味では、そこに注力するのは１つかと思います。

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、村田委員、どうぞお願いします。

【村田委員】　インキュベイトファンド、村田です。

３ページ目の報告書スケルトンのＩ、本懇談会の位置づけということで、規制改革推進会議等からの要請を議論する場であるということを改めて書いてありますが、ここに記載の内容の中で消化され切っていない部分として、少額募集の上限金額の件と少人数私募の人数カウントの件があると思います。後者に関しては何度も発言してしまい大変恐縮ですが、規制改革実施計画の中でこれの必要性の有無を確認すると記載があったので、このアウトプットの中でその位置づけをクリアにされたほうがいいのかと思いました。

それから、13ページになりますが、私が言い出したものではありますが、下から５行目の※印の適格機関投資家等特例業務届出者（以下、「63業者」という）の事業報告書のデータを活かしてみてはどうかという部分について、投資をした金額がここに書いていないのではないかという話がありますが、具体的に言うと、63業者の提出資料の様式３というところに、非上場株式の運用財産額、それから有価証券の運用残高と現金の運用残高という記載があります。

これを経年で見ていくと、要は、国内のベンチャーキャピタルファンドが幾らファンドレイズをしたのか、幾ら非上場株式への投資によってアセットが増えたのか、現金残などといったドライパウダーが業界で幾らあるのかということが全部分かるようになります。

そのため、年で切り取るのではなく経年で、日本の63業者が提供している事業報告書に記載のデータを使用してファンド全体の総額を推移としてデータで出すだけでも、かなり有用なデータになると思います。

そこに加えて、売却に関連するデータも、金融商品取引行為の相手方の状況という欄があり、ここに証券会社を介した売却というのが幾らだったのか、その対象有価証券はどの銘柄なのか記載する欄があります。これも非上場株式の取扱いということも含めてカウントしていけば、証券会社の取扱いボリュームもこれで把握できるようになると思いました。

いずれにしても、このＫＰＩ・ＫＧＩ設計はとても重要だと思いますが、数字の根拠よりも、ファクトが分からない状態で数字設計をしようということのほうが、本来の意味をなさないと思います。なので、民間の事業者に頼ったものではなく、当局として間違いなく63業者について把握している数字がありますし、法務局で登記簿謄本をあげれば、株式会社が幾ら増資をしたのかという履歴は全部残っていますので、それを経年で数字を追っていけば、ニューマネーが、日本の株式会社が幾ら調達したのかということも全部分かるはずです。

最近、ＡＩも出てきたところで、人間が集計しなくてもロボットが集計できるものになっていることも含めて、正確なファクトデータをどのように公表すべきなのかという点は、このＫＰＩ・ＫＧＩも含めて重要性が高いと思っていますので、ぜひ、その取りまとめも含めて検討いただければと思います。

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。落合委員、どうぞお願いいたします。

【落合委員】　どうも、ここまでまとめていただきありがとうございます。かなり論点が詰まってきているように思っています。

私からは、まず、13ページのＫＧＩの検討について、以前も少し議論をしましたが、規制改革実施計画の中で議論している内容は、本検懇談の内容よりもさらに広い内容を含んでいるものと理解していまして、その意味では、その後の14ページに出ているようなそのほかの指標とも合わせながら、最終的には国として評価できるような数字が集められていくことが非常に重要ではないかと思っています。

そのような意味では、今回のこのＫＧＩ・ＫＰＩだけでスタートアップ５か年計画の内容を実現できるわけではなく、達成するための補助的な数値であると理解していますが、もともとの規制改革実施計画にも書いてあるので、金融庁や経済産業省と相談しながら、ここでのＫＧＩ・ＫＰＩの測定を通じながら、いろいろな制度の効果を測定しながら必要に応じて

見直していくことが一番重要な点であると思っています。

そういった意味では、今回の目標設定自体もさることながら、どこかでこのＫＧＩ・ＫＰＩ、また参考指標として設定していただいた情報の変化の状況も見ながら、施策がこのような内容でよかったのか、それとも少し手直しをしたほうがいいのかと、ぜひ振り返られるようなことも見据えて設定いただければと思っています。

規制改革実施計画の中でも、そういった部分も含めて、このＫＧＩ・ＫＰＩについては、ＰＤＣＡの実施を設定していたと思いますので、この目標設定自体についてもありますが、さらにそれをどのように使っていくのか、という点もぜひ報告書の中には入れてもらいたいと思いました。

また、ほかの業界に関する取組みも重要だと思っていまして、実際にここの証券業界で検討を行っていたものが、量的にはＫＧＩ・ＫＰＩで見えるところがあるとしても、質的な観点や、全体のエコシステムの中での状況を見てもらうという意味では、今後、金融庁や経産省と引き続き連携して、他業界における取組みも見ながらぜひ運用していただきたいと思います。

また、先ほど登記簿のお話がありましたが、現在、デジタル庁のほうでベース・レジストリの整備を行っていますが、どちらかというと民間よりも公の部門、政府内での利用のほうが先行して検討されているように理解しています。こちらのベース・レジストリの情報をどう使えるかというのも、まだ整備途上のところもありますが、登記情報の収集などを仮に金融庁や経産省で検討する場合には、ぜひそういったベース・レジストリの進捗や、それの利用も御検討いただければと思いました。

続いて、19ページの大規模投資家の点について、先ほども少し御意見があった、取組みの進め方は、証券業界の方々にとっても、国際金融都市や外国投資家誘致に関する取組みとうまく連携していくような、そういう会議体や施策が併せて準備されるとよりいいと思いました。

レイターステージが主に想定されるのではないかというお話や、特にその際には海外の投資家が重要ではないかとお話もあったところ、そのとおりだと思っていましたが、資産運用立国に関する取組みないし国際金融都市構想などとの取組みを、証券業界として、個社の証券会社や金融庁、自治体、国際機関の金融都市担当の方とうまく連携をして、どういう状況があるのか、どのように協力できるのかについて、作戦会議をしたり情報交換をしたりして、会議体や施策をつくってもらうとよりいいと思いました。

そのような中で、ぜひ、海外投資家向けの情報提供や情報発信をどういう形で行っていくといいのか、最終的には、いろいろな海外投資家などから、このような情報提供があるべきではないかというお話があれば、それも将来的な施策に反映していくことも含めて、今後検討するといいと思いました。

最後に、27ページでは、取引制約の緩和や特定証券情報・発行者情報の見直しなどについてもまとめていまして、内容としてはこのようなもので問題ないと思っています。

一方で、この部分に限らないところではありますが、実務的な負荷やコスト、手続の合理性という意味で、本懇談会ではスタートアップの関係者などもかなりの人数を呼んでいただいていて、これまでにないような構成だと思います。このような要件の検討に当たっても、もちろん証券会社の御意見もあろうかとは思いますが、ぜひスタートアップですとか、場合によっては必要な監査実務などを行う方々なども含めて、しっかり様々な関係するステークホルダーの意見を聞きながら、具体的な要件設定やコストの合理性について検討いただきたいと思いました。

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、野村證券の村上委員、どうぞお願いいたします。

【村上委員】　野村證券、村上です。ありがとうございます。

まず、ただ今落合委員がコメントされた点については同様の意見です。本懇談会のまとめの位置づけについては、証券業界だけで成り立つものではなく、市場全体の中での方向性とその中での証券業界の位置づけを整理したという点を分かりやすくする必要があると思います。

また、今回提示しているＫＰＩ・ＫＧＩは、取りあえず現状の中で設定し得るものということだと思いますので、実際に運用していきながら、より適切な指標や数値へと必要に応じて見直す必要があると思いますので、ＫＰＩ・ＫＧＩの見直し、もしくは改善の可能性ということを報告書にも記載いただきたいと思います。

また、前回もお伝えさせていただきましたが、日本の未上場市場における１つの大きな海外との違いとして、海外市場に比べて逆選択の可能性が高いという点が、大きな市場をつくっていくという観点ではポイントになろうかと思っています。そのような意味では、本懇談会の検討の趣旨としては、有望なスタートアップ企業を非上場段階から資金調達を行えることも含めてしっかりとした体制の整備を促し、より大きな企業の創出に寄与することと

理解しておりますが、そのように大きな企業であれば、スタートアップ自身で資金調達を行う可能性が海外に比べてあるという中で、市場を創出するという観点と併せて、スタートアップを育成するという観点も考慮して、今回のＫＰＩ・ＫＧＩの設定においては、改善すべき、考慮すべき点も報告書に記載いただければと思います。

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。

続いて松尾委員、お願いいたします。

【松尾委員】　松尾です。前回申し上げたことと若干重なりますが、先日、株主コミュニティ制度の運営会員である証券会社にインタビューを行い、そこで見聞きした知見を基に申し上げますと、先ほどの有吉委員の御指摘のように、証券会社のビジネスラインに乗りにくいという問題がございます。さらに、小さな証券会社であると、企業の発掘や審査に関わる人材も十分ではない状況下で何とかやりくりしているのが、株主コミュニティの現状だろうと思います。

したがって、その点をもう少し今回の懇談会で改善するようなアイデアがあればと思うところ、１つは、今村委員に御紹介いただいた地方証券会社連携コンソーシアムのような、多数の証券会社が行政や大学とも協力してスタートアップ企業の発掘をしていく、あるいは、それを通じてスタートアップの資金調達を支援していくという試みは個別の証券会社ではやりにくいことですので、まだ萌芽的ではあるとは思いますが、このような懇談会で議論し、その内容を金融庁の金融レポート等で宣伝することも一案ではないかと思う次第です。

したがって、そのような試みについて、本懇談会の報告書で言及していただければと思います。

以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございました。

それでは、スタートアップ協会の砂川オブザーバー、どうぞお願いいたします。

【砂川オブザーバー】　今回の資料をまとめていただきまして、誠にありがとうございます。３点ほど申し上げさせていただきます。

まず１点目、冒頭のところにぜひ書いていただきたいことがあります。それは何かというと、名前のせいなのか、プライマリーの議論が優先されてセカンダリーの論点はその後から検討されております。皆さん非上場株式への投資について知見が深く御存じだと思います

が、出口があるから投資がされるという実態をぜひ強調していただきたく思います。

セカンダリーに限るつもりは全くありませんが、現在、上場の維持基準の引き上げが検討される中で、M&AやMBOといった出口戦略が拡充されないと、リスクが高く投資することができないと考える投資家が増え、スタートアップ・エコシステム自体が縮小してしまいます。したがって、必ず出口戦略や非上場株式の流動性があることを前提としてプライマリーの誘致をしていかないといけないという優先順位を明確にしていただきたく思います。これはインドでも議論されている話でして、インドのモディ首相がなぜ一生懸命キャピタルマーケットをつくっているかというと、投資を呼び込むためであるので、出口戦略ありきの投資というところをぜひ議論いただきたいと思っております。

２つ目ですが、私が第２回会合で発表させていただいた内容にも関係しますが、どうしても特定投資家のリスクの話が非常にフィーチャーされていますが、今回の議論を通して種々調べてみたところ、店頭株式投資詐欺に遭った方々のデモグラフィックについて平成25年に消費者庁の委員会が出しておりまして、無職が51.6％、家事従事者が31.1％、60歳以上が84.1％、また日証協の令和6年度「株や社債をかたった投資詐欺」被害防止コールセンター通報状況によれば、証券会社と取引経験のない人の割合が83％ということで、基本的に投資に関する知識に明るくない方々に対して投資詐欺が行われているという実態が浮き彫りになりました。

この調査内容をもって特定投資家であれば問題ないと言うつもりは全くありませんが、一般投資家保護は非常に大事な論点である一方で、同じフィールドでデータも示さず、十把一絡げに、特定投資家を非常に厳格に運用することによって投資を促していこうという議論をしていくことは、かなり危険な話ではないかと思っています。特定投資家あるいは準特定投資家は、適切にリスクを判断できる投資家であるということ前提に、一般投資家とはしっかり区別した上で議論したいと思っている次第です。

また、このような方々が投資をできる範囲という論点はプライマリーに限られます。セカンダリーの場合、ある程度成長したスタートアップの株式の売買に該当しますので、投資金額がどうしても大きくなり、個人投資家が参入する余地がありません。第２回会合でもお話をしたとおり、個人投資家が株主になることはスタートアップも求めていないという点についても、きれいに整理して記載していただきたいと思います。

３つ目、これは今後どうするかという話だと思いますが、スタートアップを運営していると、実務的にうまくいかないポイントが必ず浮き彫りになります。この点をきちんとフォロ

ーアップで解消していくということをぜひ報告書において明文化していただければと思います。

以上です。

【神田座長】　ありがとうございました。大和証券、木地委員、お願いいたします。

【木地委員】　ありがとうございます。大和証券の木地です。

委員からも御発言がありましたが、スタートアップへの効率的な資金の供給において重要な役割を果たす投資活動として、あまねく様々な投資家に対して魅力ある商品を提供していかないといけないということはありますが、やはり需要側・供給側の双方の観点からいって、大規模投資家等が第一に順番としては現れて、特定投資家等も含んだ別の投資家は補完的な位置付けということが整理されたということは、非常に大きな意義があるかと思います。

どうしても、後者の特定投資家を含めた投資家層は、これまで規制に守られている存在ということもあり、規制を緩和するという観点では話題の中心になりますが、逆に申し上げますと、大規模投資家等をどのように呼び込んでくるかという部分については、抜本的な規制改革等は難しいとの整理だったと思います。これは言葉を換えて言えば、これまで、我々証券会社が従来から取り組んでいたことを継続的に丹念に続けていくことに代わるものはないと思いました。

一方で、非上場企業への投資という点で議論が進んでおりますが、様々な投資家からの資金供給という上では、未上場企業にあまりにも偏って議論するというよりは、日本の企業全体に対しての投資意欲というものを喚起する上では、現状高まっている日本株投資への関心を改めて短命的なもので終わらせないように、まず上場企業に着目し、そこを足掛かりに日本企業全体への関心を持っていただいて、非上場企業への資金流入を促すというような流れが改めて重要になっていると考えました。

そのような意味では、今、東証で動機づけていただいている上場企業のガバナンスの在り方の見直しや株主との対話の形、大きく日本企業のカルチャーというものが変わってきている中で、我々としては非上場の成長性豊かな会社を積極的に投資家に対して働きかけていくことがこれまで以上に重要だということを再認識いたしました。

感想めいたお話で申し訳ありませんが、私がここまでの議論で感じたところを申し述べ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。

続いて松尾委員、お願いいたします。

【松尾委員】　私は４つの大学の授業やゼミで、株式投資型クラウドファンディングや株主コミュニティ制度のような新しいスタートアップのマーケットに、学生も自分たちのアルバイトで稼いだお金でも参加できるということを教えていますが、自分たちもスタートアップに投資できるということを初めて知ったという学生が非常に多いです。逆に言えば、株式投資型クラウドファンディングがなければ、若い世代がスタートアップなどに触れる機会は非常に少ないと思います。そのような意味では、長い目で見ると、個人、特に若い世代がこのようにスタートアップ投資に参加できるということは、啓発的・教育的な効果もあるのではないかと思います。確かに個人投資家をスタートアップ投資に巻き込むことについては賛否両論あると思いますし、慎重であるべきだとは私も思いますが、そのような意義も少し意識してもいいのではないでしょうか。

以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございました。

続いて、坂委員、お願いいたします。

【坂委員】　ありがとうございます。２点だけ申し上げます。

１点目ですが、御指摘のとおり、未公開株詐欺の案件に関係する詐欺グループあるいはその被害者の案件と、今日議論をしている、特定投資家や準特定投資家の議論というのは、かなり場面が異なると思います。

私が幾つか申し上げさせていただきました内容は、基本的には後者の場面を念頭に申し上げているところです。

もう一点は、有吉委員からお話のあった適合性原則の運用の仕方についてです。定型的なルールを定めるよりも適合性原則を個別に実質的に判断するという御意見とお伺いしました。私はそのような方向性というのはあり得なくはないとは思いますが、適合性原則の個別実質判断が機能するためには、原則を適用する上でのある種の基準や視点が相当程度共有されていないと機能しないと思いますし、また、それをどの機関がどのように実行的に判断、監視していくのかが問題になると思います。

現状、私は立場的にはどちらかというと問題のある案件を見ることが多いですが、その感覚からすると、少なくとも当面の間は、ルールベースのものがないと、実効的な投資家保護は機能しないのではないかという印象を持っております。この点は、投資家像あるいは非上場株式のリスクや特性をどう捉えるか、いかなる制度が実効的かの観点から検討すること

が必要と考えます。

以上です。

【神田座長】　どうもありがとうございました。本日も沢山の貴重な御意見、御指摘を皆様方からいただきまして、どうもありがとうございます。

本日いただきました御意見、御指摘を踏まえ、次回の会合に報告書の案をお示しさせていただき、取りまとめをお願いしたいと思っております。

事務局から何か追加で御発言ありますか。

【事務局】　ありがとうございます。

今、神田座長からお話しいただきましたように、次回で報告書の案を示させていただきたいと思います。その過程で、本日いただいた意見を含めて、委員の方に個別に御確認をさせていただくこともあろうかと思いますので、御協力のほどよろしくお願いいたします。

以上です。

【神田座長】

それでは、今御説明いただいたように、皆様方にまたご協力いただくこともあると思いますし、それから、皆様方から追加でお気づきの御意見等ございましたら、事務局まで御連絡いただければ大変ありがたく存じます。

次回の会合につきましては、7月31日の木曜日になりますので、御予定いただければありがたく存じます。詳細は後日事務局から御案内をさせていただきます。

それでは、本日の会合はこれにて終了とさせていただきます。皆様、どうもありがとうございました。

―― 了 ――