

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8回会合）

令和8年6月25日

【神田座長】 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、本日は第8回会合を開催させていただきます。

皆様方にはお忙しいところ、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。

この懇談会では、昨年に、我が国の非上場株式を取り巻く環境を踏まえ、非上場株式の活性化に向けた検討を行っていただきました。今回は、その検討結果についてフォローアップを行うことになっており、御報告をするためにお集まりいただきました。

早速ですが議事に入らせていただきます。

本日の議案は、本懇談会報告書を受けたこれまでの対応及び今後の対応等についてとなります。

昨年2025年9月に本懇談会の報告書を公表してから現在に至るまでの対応の状況、そして今後の状況、対応等につきまして、はじめに事務局であります日本証券業協会と金融庁から御説明をいただきます。続きまして、関係団体となります東京証券取引所、資産運用業協会、第二種金融商品取引業協会の皆様方から、取組み等について御説明をいただきます。

なお、それぞれの説明に対する質疑応答については、皆様方の御説明をいただいた後に、まとめてお願いしたいと思います。

最初に日本証券業協会から御説明よろしくお願ひいたします。

【事務局（栗原）】 ありがとうございます。エクイティ市場部の栗原です。よろしくお願ひいたします。

日本証券業協会の資料として、本懇談会報告を踏まえたこれまでの実施事項及び今後の対応事項について御用意しております。

まず、2ページ目を御覧ください。本懇談会の報告書の概要として、こういった内容が提言されているかということについて、簡単に御説明いたします。

まず、全体像として、スタートアップ企業等への投資の位置づけにつきましては、リスクを正しく理解し、自己責任に基づく投資というのが前提だということ、また2つ目に、スタートアップ企業等への資金供給者としては、シード期においてはエンジェル投資家等、アーリー期以降においては大規模投資家等が重要であり、投資者の裾野拡大の観点から、リス

ク許容度や投資判断能力のある投資家による投資者も必要だということを提言しております。

その他、スタートアップ企業等の成長のためのセカンダリー取引の市場の整備や、市場仲介者として、自主規制規則による原則勧誘禁止に基づくことを前提に、個別の制度に基づき仲介を行うほか、F A業務や紹介などによる支援も、大きな役割を担っているといった認識でした。

また、赤囲いになっているところが、これまでの対応済事項や今後の対応事項として、御報告するものです。

本懇談会ではK G I・参考指標について、定めております。

まず、K G Iについては、市場仲介者が関与する資金調達額を、2027年度までに1,800億円とするとしています。こちらは、非上場の段階において、市場仲介者が現状のI P Oの資金調達額と同等程度の役割を果たすことを目指し、2024年のI P Oによる資金調達額である1,741億円と同等額として1,800億円に設定しています。

また、参考指標については、セカンダリー取引の状況、J-Shipsの利用状況、またS P Vスキームの資金調達額や苦情相談件数等についても、あわせて公表することを提言しています。

次に投資家別の考え方として、まず、大規模投資家等という観点です。こちらはV Cの魅力向上や、アセットオーナーの運用対象資産の多様化、官民ファンドの活用やオープンイノベーション税制の拡充、P E課税特例の見直し、市場関係者によるアドバイザーサービス等のさらなる取組みといった提言をしています。

S P Vスキーム等については、S P Vスキームのモデル契約の整備、非流動性資産を組み込んだ投信の規制緩和等について、提言しています。

さらにそれ以外でも、リスク許容度・投資判断能力のある投資家による投資も重要ということで、まずプライマリーの観点については、J-Shipsの利活用の拡大、特定投資家による投資の活性化、また準特定投資家を対象とした新たな勧誘・取引制度の整備、また、セカンダリーの観点においては、リスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合について、取次型登録P T S及び株主コミュニティにおける価格の公表等を見直すことを提言しています。

また、非上場株式の原則勧誘禁止については、当協会の自主規制規則に定める取引制度に基づく勧誘へ転換することとしています。

その他、制度周知についても非常に重要だとして、本懇談会の提言事項として記載されています。

以上の赤枠で書かれた部分につきまして、4 ページ目以降で個別に御説明いたします。

まず、K G I や参考指標についてです。背景として、規制改革実施計画において「金融庁は日証協と連携して適切なK G I やK P I を設定する」と提言されているものについて、御検討いただいた結果となります。検討の結果として、K G I については、市場仲介者が関与する資金調達額を2027年度までに1,800億円とすること、また、参考指標については、先ほど御説明申し上げた4つの事項について定期的に観測・公表していくということとなりました。

こういった検討事項を踏まえまして、証券会社などに対して、K G I や参考指標に係る調査の実施等について会員通知を発出していますので、今後、半期ごとに調査を実施し、取りまとめ次第随時公表していきたいと考えています。

5 ページ目を御覧ください。御参考として、K G I や参考指標の具体的な内容について、簡単に御説明をいたします。

まず、K G I の内容については、以下の①、②を合計した額としております。

①については、これまでも日証協の規則で取引が行われている非上場株式の勧誘制度に基づく資金調達額ということで、表のイからリまでのそれぞれの取引における資金調達額を合計するものです。

それ以外に②として、証券会社等のF A 業務等に起因した資金調達も、K G I に加算してまいります。

6 ページ目、参考指標です。まず①、非上場会社のセカンダリー取引の状況として、下の(i)から(iii)を合計した額とするということで、先ほどプライマリーの観点でも御説明したことと同様に日証協の規則に基づく制度として、セカンダリー取引額に該当するイからチまでを掲げていますが、プライマリーの観点と異なる点として、プライマリーのみに関する制度である株式投資型クラウドファンディングについては除外して、合計をしていくというものです。

また、(ii)は先ほど御説明した、F A 業務等に起因したセカンダリー、(iii)として、証券会社等が関与するM&Aも、セカンダリー取引の状況として金額に入れていきたいと考えています。

7 ページ目です。②J-Shipsの利用状況については、日証協において既に集計しているも

のですが、取引状況などについて、集計し、公表してまいります。

③SPVスキーム等の資金調達額については、現在投資信託等における非上場株式への投資状況等の額を集計する方向で、金融庁と関係団体において御検討いただいています。

また、④苦情相談件数については、日証協や金融庁、FINMACなどにおいて、それぞれ件数を集計していますので、それらをもとに集計して、公表してまいります。

8ページ目を御覧ください。まず、リスク許容度・投資判断能力のある投資者等におけるプライマリーに関する制度整備です。

まず、J-Shipsの利活用の拡大として、特定証券情報や発行者情報の見直しを行いました。

背景として、資料上段の2つ目のポツにあるとおり、特定証券情報や発行情報における株式総数や新株予約権等の状況の記載については、定款や履歴事項全部証明書等の別書類の添付によって省略を認めることで、負担軽減が期待されとの御提言を本懇談会においていただいています。

こちらは、日証協のワーキング等での検討を踏まえ、検討結果①として、特定証券情報や発行者情報について、会社法及び商業登記簿法等の法律に基づく書類の添付によって、一部記載の省略を可能とする措置をしています。

また、同様に②特定証券情報及び発行者情報における新株予約権等の状況の記載につきまして、これまで求めていた一律の表形式で記載することを求めないという合理化を実施しています。

これにより、例えば特定証券情報の作業負担の軽減が、平均で約54%見込まれ、また、QAによって、実務上の取扱いなどの明確化を図る対応も行っています。

9ページ目を御覧ください。同じくプライマリーに関する制度整備で、準特定投資家による投資についてです。

背景として、本懇談会において、特定投資家の移行要件を満たす投資家を準特定投資家と定義づけ、このような投資家が少人数私募等を利用した投資を可能とすることにより、スタートアップ企業等の柔軟な資金調達ニーズに合致する投資家の裾野拡大を図ることが可能となるという御提言をいただいています。

こちらは、同じく日証協のワーキングにて検討を行った結果、今年の6月に特定投資家及び準特定投資家による勧誘・取引制度を新たに創設することで対応しました。これにより、新たな投資者からの資金が供給されることが期待されます。

10ページ目、11ページ目は、新設した特定投資家等に関する規則の概要になりますので、

説明は省略をさせていただきます。

12ページ目を御覧ください。セカンダリーに関する制度整備として、取次型登録PTSや株主コミュニティにおける価格情報等の公表等の見直しについてです。

背景として、現在両制度においては、価格情報の公表等が必要となっていますが、やはりスタートアップ企業等においては、取引価格などの公表を望まないために、セカンダリーが敬遠されているという懸念が示されています。

こちらを踏まえ、日証協において検討を行い、今年の3月に規則改正を実施しています。

内容としては、対象顧客を特定投資家等といった一般投資家以外の者に限定した上で、①取次型登録PTSにおける適時の情報提供や、価格情報等の公表を不要とする措置、また、②株主コミュニティ銘柄における参加者への情報提供の上乗せ規制や価格情報の公表を不要とする措置を講じています。

こちらを踏まえ、スタートアップのセカンダリー取引の活性化が期待されるというものです。

13ページ目を御覧ください。原則勧誘禁止の見直しです。

背景として、日証協による非上場株式の原則勧誘禁止という自主規制が、証券会社等の関与の支障となっているという御指摘をいただいています。

こちら日証協のワーキング等において検討を行い、対応結果として、今年6月に①原則勧誘禁止を個別の取引規則に定める取引制度に基づく勧誘に転換する規則改正、また、②非上場株式を勧誘可能な証券会社のリストを公表することで、安心して取引を行っていただくための措置を講じています。

この結果、スタートアップ企業等への資金供給について、証券業界におけるマインドチェンジが期待され、取引の活性化が図られることを期待しています。

14ページ目については、規則改正における新旧対照表ですので、説明は割愛させていただきます。

15ページ目を御覧ください。制度周知等についてです。

背景として、本懇談会において、複数の非上場株式の取引制度を設けているものの、十分に周知されていないと御指摘いただいていたことを踏まえまして、対応として、2025年10月に、金融庁によるJapan Weeksの取組みの一環として、スタートアップフォーラムを開催しました。本日御出席いただいている委員の皆様からも、多数パネルディスカッションなどによって御出席いただきましたことを改めて御礼申し上げます。

イベント当日は、海外参加者が39名、大規模投資家を含む幅広い市場関係者から500名超が参加されました。スタートアップの資金供給への課題や問題点などが協議されたと認識しています。

16ページ目は、プログラムの内容等になりますので、説明は割愛させていただきますが、17ページ目のアンケート結果においては、参加者の93%が大変満足、満足と御回答いただいています。

18ページ目を御覧ください。制度周知等として、市場関係者や関係機関との連携による周知活動について御報告いたします。

下表にあるとおり、例えば東京証券取引所や他証券取引所、また関西経済連合会等と共同して、各種セミナーや講演会等を実施し、非上場株式取引制度の周知を実施しました。

こちらについては、今後の対応で、継続的な周知活動が重要だという認識です。

続きまして、20ページは今後の対応事項です。

まず、(1) 法令等改正に伴う自主規制規則等における対応です。こちらについては、後ほど金融庁の資料説明でも詳細に御説明があると思いますので、簡単に触れさせていただきます。

まず、①ですが、令和8年の金商法改正関係です。1つ目の枠ですが、有価証券届出書の提出免除基準の緩和等として、例えば有価証券届出書の提出免除基準については、1億円から5億円に引き上げられています。

また、2つ目の枠では、特定投資家私募の対象範囲の拡大として、潜在的特定投資家といった新たな投資層が追加されるというものです。

②として、関係府令等改正関係ですが、1つ目の枠では特定投資家への移行要件の緩和や明確化、また2つ目の枠については、特定投資家向け有価証券に係るセカンダリー取引時の制約の緩和といった改正がなされる予定です。

これらを踏まえ、日証協規則やQ&Aなどにおいて、その取引について明確化していく予定ですので、また本懇談会に報告をさせていただければと考えています。

また、(2) 継続的な周知活動については、こちらも皆様からの御提言いただいたとおり、引き続き活発に周知活動を行っていきたいと考えています。

22ページ目は参考として、対応済み事項及び今後の対応事項の全体像といったものを、図示したものです。

また、23ページ目ですが、これまで実施してきた事項、また今後実施される事項の施行時

期等を図示しているものですが、先ほど申し上げた金商法改正等については、来年の4月に施行と聞いていますので、そちらに向けてまた日証協の規則等においても、規則改正等の対応してまいりたいと考えています。

私からの説明は以上です。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

それでは、続きまして金融庁から御説明をいただきます。よろしくお願いいたします。

【金融庁 齊藤市場課長】 金融庁の齊藤です。

では、金融庁の資料を御説明させていただきます。

まず、資料1ページ目ですが、金融庁の足元の取組みについて整理しているものとして目次のような形となっており、A、B、C、Dとそれぞれの流れについて取組みを示しています。

Aが、投資運用の専門家を通じた資金供給の強化に関する取組み、Bがプロ投資家等が直接投資する資金供給の強化、Cが非上場株式の流通市場の整備、Dが一般投資家による直接投資による資金供給の強化についてです。

右側に赤囲みしていますが、これは2026年春以降に改正をし、またはする予定の施策になっています。

そして右側に星印がありますが、こちらは現在国会に提出して御審議いただいている金商法等の改正法案の中で盛り込んでいるものです。

2ページ目は、これまで取り組んできた主な取組・施策の概要です。先ほど申し上げたA、B、C、D、それぞれについて取り組んできているところです。

3ページ目が、今取り組んでいる施策です。少し紹介させていただきます。

まず、A、投資運用の専門家を通じた資金供給の強化についてです。VCを通じた投資の活性化を図るため、VC向けの指針として策定しているVCRHsの改訂に向けて取り組んでいるところです。後ほど詳しく御説明します。

また、非上場株式に投資する投資信託等の枠組みの整備、柔軟化ということで、資産運用業協会や東京証券取引所において取り組んでいただいているものや、国家戦略特区の中で、プロ向けの少額ベンチャーファンドについて監査要件を不要にする取組みをしているところです。

続いて、B、プロ投資家の直接投資による資金供給の強化です。

1つ目が、改正法案の中に盛り込んでいるもので、J-Ships等の特定投資家私募の勧誘の

相手方を広げるというものです。こちららも後ほど御説明します。

2つ目は、潜在的特定投資家に対する投資勧誘制度の整備を日証協において取り組んでいます。3つ目が、特定投資家の要件のさらなる緩和を図ろうとしているものです。こちららも、後ほどスライドを用意していますので、そちらで補足します。

Cのセカンダリーについてです。非上場株式の流通市場の整備に関するもので、特定投資家私募が行われた後のセカンダリーによる譲渡をしやすいようにということで、特定投資家向け有価証券の譲渡の相手方を拡大しようとしているものです。

特定投資家向け有価証券の譲渡の相手方ですが、特定投資家、潜在的特定投資家等に加えて、当該有価証券の発行会社の役職員やその既存株主、発行会社との間でのM&A等を実施する相手方も有価証券届出書の提出なく譲渡可能とすることを、法改正に合わせて、2027年の春頃施行する予定で考えています。

そして、D、一般投資家の直接投資による資金供給の強化です。

先ほど、日証協からも説明がありましたように、有価証券届出書の提出免除基準を、1億円から5億円に引き上げるといったことや、簡易様式で資金調達できる金額基準について、今1億円から5億円になっている利用可能額を5億円から10億円に引き上げるといった内容に取り組んでいます。

4ページ目、VC向けの指針です。「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」(VCRHs)の改訂に向けて取り組んでいます。これは、2024年10月に策定したものですけれども、現在、VCによるスタートアップへの支援強化や、機関投資家からVCへの資金供給の活性化を図る観点から見直しを検討するため、2026年6月18日に、金融庁、経産省の共催で、「ベンチャーキャピタルに関する有識者会議」を開催しています。VCRHsの内容としては、受託者責任やガバナンス、利益相反管理等のVCとして備えることが推奨される事項、また、スタートアップのエコシステムの発展、投資先の企業価値向上等のVCに期待される事項の2つで構成されています。

こちらについて、5ページにあるとおり、幾つか改訂をしたいと考えています。

まず、投資先の経営支援に関する項目として、投資先企業の経営体制の構築支援や海外展開の支援が期待されるということを追記しております。

投資先の資本政策支援は、エグジットの多様化に関するものです。IPOのみならず、M&Aの戦略的な検討や、エグジットの方法、タイミングについて投資先企業との早期からの対話が期待されることを追記するというものです。

また、VCがオルタナティブ投資の対象として機関投資家から選ばれるよう、VCのGPに対して、より高いアップサイドのリターンをLPが期待しているということを意識し、投資方針を明確にして分かりやすくLPに対して説明を行うことが推奨されるということを追記しようとしています。

資料中の下2つがガバナンス等に関するものです。受託者責任に関する事項として、最近、上場直後に投資先企業の不祥事が発覚するケースが見られていることも踏まえ、LPに不測の損失が生じることのないよう、コンプライアンスも含めた経営状況について、十分な把握が推奨されることを追記することとしております。

最後ですが、VCからスタートアップに対するハラスメント、あるいはVCの中でのハラスメントへの防止体制も推奨される事項として見直しを図ろうとしているところです。

6ページ目です。金商法等の改正法案に含まれている、スタートアップ企業への資金供給の促進に関するものです。こちら、2026年4月10日に法案を国会に提出しており、現在衆議院は通過して、参議院において御審議いただいているところです。

改正事項として(1)、(2)、(3)を記載しています。

(1)は開示規制の緩和です。有価証券届出書の提出免除基準を1億円から5億円に引き上げるとのこと、また、簡易な様式を使える少額募集の金額基準について、現在1億円以上5億円未満となっているところから5億円以上10億円未満に引き上げるとのことです。

(2)は特定投資家向けの資金調達であるJ-Shipsなどを使いやすくするという一方で、潜在的特定投資家と記載していますが、本懇談会で御議論いただいた準特定投資家と同じであり、特定投資家でなくても特定投資家に移行することができる能力等が備わっている者について、特定投資家私募の相手方の範囲に追加できるようにするといった内容を盛り込んでいます。

次の7ページ、8ページは、今申し上げた内容の御参考ですので、お時間があれば御覧ください。

9ページ目を御覧ください。特定投資家の移行要件の見直しについてです。図下側の青で塗っている内容については、2025年3月に、複数ある要件の中で一部必要となっている特定の知識経験について明確化を図ったものです。例えば、有価証券報告書の提出会社の役員や、スタートアップの役職員等であって、企業財務や経営戦略策定等の業務経験のある方等については、特定投資家になる知識、経験があるということで明確化しています。この特定の知識経験についてさらに明確化を図るため、注書きにおいて、明示したカテゴリーに該当し

ない者についても内容次第では同等以上の知識経験を有すると認めることができることと
しているところ、例えば他の非上場会社やVC等への出資経験が1年以上ある非上場の役
員等も含まれる旨、記載を追記することとしております。こちらは、地方の有力な企業等を
経営されている方であって、投資経験があれば、特定投資家になることができる知識経験を
有するということが分かるようにしたいという趣旨でございます。

また、資料上部に記載されています、年間の平均取引頻度が月4回以上という要件につい
て、つみたてNISA等もある中で、こういった基準を設けることが実効的なのかという点
を踏まえ、年1回以上の取引頻度へと緩和したいと考えています。

10ページ目ですが、2025年の12月に金融庁及び経産省において開催した「スタートアップ
への成長資金供給に関するラウンドテーブル」では、全体としてのエコシステムがより回る
ように、スタートアップへの資金供給に関連する各団体等の方々に御参加いただき、それぞ
れの取組状況等について、認識共有を図ったものです。

11ページです。金融庁として目指すべきエコシステムの姿を図示しているものです。

スタートアップの活性化を図ることが重要ですが、それはスタートアップのため
にということではなく、エコシステムに参加される方々全てに裨益する形で、全体としてう
まくいくようにといった視点が重要ではないかということで、こういった図を使って説明
しているところです。

金融庁からは以上です。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

続きまして、東京証券取引所から御説明いただきます。よろしくお願いいたします。

【菊地オブザーバー】 東京証券取引所上場推進部の菊地です。

本日は、東証におけるスタートアップ関連の取組みを御紹介します。1ページ目を御覧く
ださい。

グロース市場改革についてです。東証では、グロース市場において、上場後の高い成長を
後押しするための改革を進めています。

よく御注目いただくのが、上場維持基準の見直しであり、上場5年経過後から時価総額
100億円以上という基準に見直すという話です。

この点、本日ぜひ申し上げたいのは、新規上場基準は意図的に変えていないという点です。
グロース市場改革の目的は、繰り返しとなりますが、上場後の高い成長を後押しすることに
あります。そのため、引き続き100億円未満の規模で上場し、その後の成長を目指すことが

可能となるような設計としています。

一方で、この時価総額100億円は重要なマイルストーンでありつつも、決してゴールではありません。グロース市場には、未来の日本経済を担うような大きなスタートアップを輩出していくことが期待されていることからすれば、100億円を超えた後も1,000億円、1兆円と大きく成長いただきたいと思いますし、東証としてもそれを後押ししていきたいと考えています。

そこで、他の施策もパッケージで進めており、2番目は、高い成長を目指した経営の働きかけです。時価総額100億円を超えている、超えていないに関わらず、グロース市場の全ての上場企業を対象とするもので、投資家の期待も踏まえて、これまでの成長状況の振り返りをしていただくとともに、成長戦略のアップデートをお願いしています。

そして、前向きに取組みを進めようとしている企業には、東証としてもサポートしていきたいと思っており、それが3番目の施策、積極的に取り組む企業のサポート、メリットの創出です。

これまで、企業の検討材料となる情報提供、機関投資家との接点づくりなどを進めてきましたが、今後は2026年春に実施したグロース市場上場企業・上場検討スタートアップへのアンケート結果も踏まえ、スタートアップ関係者を交えて新たな施策を検討していく方針です。

そして、上場後の高い成長を実現していくためには、上場前の段階からしっかりと上場後を見据えて準備を進め、高い成長につながる良いIPOを実現いただくことが重要です。そこで、IPOを目指す経営者の皆様への情報発信を進めており、引き続き関係者が一丸となって進めていければと考えております。

2ページ目はTOKYO PRO Marketについてです。グロース市場改革から約1年が経つ中で、将来を見据えてIPOの時期や規模の見直し、M&A等の選択肢を検討する企業が増えており、その結果、非上場と一般市場の間に位置するTOKYO PRO Marketの活用ニーズが高まっています。

例えば、知名度、信用力を向上させたい、体制整備のステップアップにしたいというニーズが増えているほか、資金調達や株式流通の場として使えないか、M&A相手を探すために使えないかといったニーズも出てきています。

こうした状況を踏まえ、2026年2月、TOKYO PRO Marketの位置づけを「一般市場上場と非上場の間の多様な活用ニーズに対応する市場」と再定義し、その機能発揮に向けた取組みを

進めています。

その第1弾の施策として、今年4月には、各上場企業が各々のニーズを実現していける環境を整備するために、なぜTOKYO PRO Marketに上場するのか、TOKYO PRO Marketをどのように活用していきたいのかという上場目的を開示するようお願いしました。依頼から2か月余りで、市場全体の6割を超える企業に開示いただいております、初動としては好調と捉えています。

そして今後は、各社の上場目的の実現をさらに後押しすべく、市場関係者と連携しながら支援を進めていく方針です。例えば、2026年7月2日には、TOKYO PRO Marketから一般市場への上場を目指す企業に対して、その後の成長も見据えて取組みを進めていただけるよう、準備のポイント等を発信するセミナーを開催する予定です。今後も、各社の上場目的を踏まえて施策を検討していきたいと考えています。

3ページ目を御覧ください。上場ベンチャーファンド市場についてです。

上場ベンチャーファンドは、主に非上場株式に投資する会社型のファンドです。2001年に、幅広い投資家がファンドを通じて非上場スタートアップへ投資できる商品として、上場制度を整備しましたが、現在、本市場に上場するファンドはありません。

こうした中、内外の幅広い投資家からスタートアップへの資金循環を強化すべく、投資先企業が上場後も当該株式の継続保有を可能とするクロスオーバー投資の制度化など、本市場が成長資金供給の基盤として機能するよう制度の再整備を進めてきました。

さらに、日本成長戦略会議においても、本市場の活性化に向けて、ポートフォリオの構築期間に係る要件を緩和すべきとの議論をいただいています。

現行の上場基準では、ファンドの上場後6か月以内にファンド資産の50%超を非上場株式へ投資する見込みであることを求めています。この期間を延ばすことで、より柔軟な運用を可能とするものです。

上場ベンチャーファンドは満期のない上場ファンドという特徴を生かし、レイター期から上場後まで一貫したクロスオーバー運用の担い手として、また、非上場株セカンダリー取引の担い手としても、期待されるところです。

海外投資家や個人投資家にとっても、スタートアップの成長性により、より投資しやすい市場としたいと考えています。

説明は以上です。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、資産運用業協会から御説明いただきます。よろしくお願いいたしますします。

【伊野オブザーバー】 2026年4月1日に発足した一般社団法人資産運用業協会で、副会長をしております伊野です。よろしくお願いいたしますします。

資料に沿って、当協会の取組状況について御報告します。資料の1ページ目を御覧ください。

2024年に当協会において制度整備を実施した内容を、改めて掲載しました。

内容としては、日本における公募投資信託への非上場株式の組入れについて、米国のミューチュアルファンドの取扱いを参考に、原則として投資信託財産の15%以内の組入れ、公正価値測定に基づく時価での評価等の規定を整備の上、日本における公募のクロスオーバーファンドの組成の枠組みを整備したところです。

一方、資料の2ページ目ですが、2025年9月に取りまとめられた本懇談会報告書において、「投資信託を通じた非上場株式投資においては、公募投資信託への原則15%までの非上場株式の組入れについて整備がなされたところではあるが、一時的な組入れ比率上限の超過を避けるべく、抑制的な運用となっている等の実務上の課題が指摘されている」という実務上の課題認識と検討の必要性について言及されたと認識しています。

これら御指摘の課題解決のために、当協会の自主規制委員会に設置した運用専門委員会にて、組入れ比率を超過した場合の対応について検討し、金融庁とも密接に連携して、2026年4月15日の当協会理事会の決議をもって、資料の3ページ目に記載された内容についての整備を実施しましたので、その内容について御報告いたします。

まず、投資信託等の運営に関する規則の概要ですが、非上場株式の組入れ比率上限を超える事態が発生した場合には、①新たな非上場株式等を組入れない、②組入れ比率適正化計画を作成する、③当該計画に基づき組入れ比率を上限内に調整するよう取り組むことを規定しました。

次に、投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則の概要ですが、①作成した組入れ比率適正化計画を運用会社のホームページに開示すること、②販売会社と連携の上顧客への勧誘時に適切な周知を実施すること、③組入れ比率上限を超え30日以上継続している場合には組入れ比率適正化計画の内容を精査し再度運用会社のホームページにアップデートを実施すること、④以後30日ごとにアップデートを実施すること、⑤月次レポートにおいて組入れ比率適正化計画の内容を委託会社の判断により適切に記載すること、⑥目論

見書改定時には、運用会社のホームページに組入れ比率適正化計画が開示されている旨を記載することといった情報開示に関する必要な対応を定めています。

以上の点について、2026年4月15日の当協会理事会において、これら規定整備が承認されたことから、同日付でこれらの規則を実施したところです。

この整備により、一時的な組入れ比率上限の超過を避けるべく、抑制的な運用になるといったことは、是正されるのではないかと考えています。

以上、当協会の取組みについて、御報告いたしました。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、最後となりますが、第二種金融商品取引業協会から御説明いただきます。よろしくお願いいたします。

【田中自主規制業務部長】 第二種金融商品取引業協会の田中と申します。本日は、当協会の取組みに関する御説明の機会をいただき、ありがとうございます。

お手元に配付いただいております資料に沿って説明いたします。

1 ページ目に、昨年9月に公表された本懇談会の報告書のうち、SPVスキームに係る部分を抜粋して記載しております。SPVスキームに関しては、セカンダリー取引環境整備のためのモデル契約の整備が期待される取組みとして取り上げられました。

こちらの内容について、SPVスキーム持分が集団投資スキーム持分に該当し、販売が第二種金融商品取引業に当たるため、当協会に当該取組みに係る検討について金融庁より依頼があったことを受け、当協会では、SPVスキーム持分に係るモデル契約として、資料赤字で記載しております、①匿名組合契約書（プライマリー取引）、②持分譲渡契約書（セカンダリー取引）、③秘密保持契約書（セカンダリー取引）、④解説という4点を作成し、当協会ホームページで公開できるよう、現在作業を行っております。

なお、セカンダリー取引に関しては、第三者対抗要件の具備も重要ですが、こちらは持分譲渡契約書で兼ねる構成を考えております。

また、これらのモデル契約書を作成するに当たっては、第二種金融商品取引業協会の協会員・有識者で構成する「SPVスキーム持分に係るモデル契約有識者検討会」を設置し、検討会における委員の皆様の御意見を踏まえながら作業を進めております。

なお、この検討会の設置運営におきましては、金融庁市場課の皆様には、委員の御推薦やオブザーバーとして検討会に御参加いただく等、御協力いただきました。

また、本懇談会に参加されているHiJoJo Partnersのメンザス委員やオブザーバーである

スタートアップ協会の砂川様、またFUND INNOの鶴飼CLOに本検討会に御参加いただき、貴重な御意見を賜りました。この場をお借りして御礼申し上げます。

2 ページ目に、これまでの取組状況を簡単に記載しております。

まず、はじめに、モデル契約の作成に当たっては、検討会の準備段階で、西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の本柳祐介弁護士にモデル契約の執筆の御協力をお願いしております。本柳弁護士におきましては、昨年、経済産業省が開催した「新たなモデルLPAの作成等のための有識者検討会」の委員を務められております。

その後、本年3月に第1回検討会を開催し、モデル契約に先立つ論点整理を行い、4月の第2回検討会においてモデル契約の草案について検討を行いました。なお、第1回、第2回の検討状況につきましては、当協会ホームページで資料、議事概要を公開しています。

第2回以降、これまでの検討内容を踏まえたモデル契約の修正作業を行い、現時点でおおむね内容が固まっており、今後、当ホームページでの公開に向けた準備を進めているところです。

3 ページ目以降は、御参考として検討会の委員一覧、及び設置要綱をつけております。

私からの説明は以上となります。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

以上で、全ての御説明が終了したことになります。

それでは、意見交換に入らせていただきます。

御説明のありました本懇談会の報告書を受けたこれまでの対応及び今後の対応、さらにはスタートアップ企業への成長資金供給に向けた今後の期待等について御質問、御意見ございましたら、御発言いただければと存じます。

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。

私からは準特定投資家による投資制度について、5点、発言させていただければと思います。

1 点目、非上場株式への投資における投資判断についてです。投資者は投資判断にあたり、投資対象企業ないし投資対象事業の健全性や成長性、及び投資資金回収の方法の2点について検討するものと考えられます。

前者は、非上場企業は価格変動リスクや倒産リスクが高いことを念頭に、具体的な企業情報を検討し、後者は、投資者が投資資金の回収方法を知ることを前提に、各方法の実現可能

性や、どの程度の回収が期待できるかを検討するものと思料されます。非上場株式への投資判断では、前者もさることながら後者も重要です。

2点目、制度の対象となる準特定投資家の範囲や情報提供についてです。投資者の上記の投資判断のあり方を前提に、準特定投資家の範囲や情報提供の内容を具体化したうえで運用されるべきと考えます。

対象投資者の範囲については、企業や事業のリスク、あるいは投資資金の回収方法など投資判断に必要な情報を得て、合理的な投資判断ができる能力のある者を対象とすべきです。

また、情報提供については、合理的な投資判断に必要となる情報が当該投資者に理解できる方法及び程度によって、提供される必要があります。例えば、リスクについては、非上場株式は流動性が著しく低く、換金できない可能性についてリスク情報として情報提供されるべきですが、この点を実質的に知るためには、具体的な換金方法の有無や、換金時の価格情報の取得方法などについて、投資者は具体的に知る必要があるだろうと考えられます。

インベストメントチェーンの中で、起点となる投資者層の質は極めて重要です。洗練された投資者を見出す、あるいは実質的な情報提供によって適切な投資判断を引き出すことを通じてそうした投資家を育てることも重要だと考えます。

3点目、銘柄審査についてです。不適切な銘柄の取扱いにより、不適切な事業者に資金提供がされることがないように留意が必要です。上場企業においても会計不正が生じており、悪質な主体が高度に洗練された手法によりスタートアップ企業を装うなどということも懸念されるところ、こうした動きには十分な留意が必要です。銘柄審査は、2点目で触れた情報提供の前提となる情報を生産するという観点からも、極めて重要だと指摘しておきたいと思います。

4点目、非上場株式の原則勧誘禁止の見直しについてです。今回の見直しは規制の緩和ということではなく、新たな資金供給の制度を創出するものと捉えるべきだと思います。

新たな制度において肝となるのは、銘柄審査及び対象となる投資家の限定・選定だと思います。証券会社において、適切な銘柄の発掘と適切な投資家の範囲の限定が期待されます。

インベストメントチェーンにおいて、投資者、証券会社、対象企業が、ルールに基づいた適切な役割分担、緊張関係、ガバナンスのもとで、投資家から成長する企業、可能性ある企業に資金が提供されて、経済成長が実現されることを期待します。

その実現のため、銘柄審査と、投資家の選定をより洗練されたものとする不断の取組みを期待したいと思います。

5点目、セカンダリー市場についてです。今後、セカンダリー市場は重要となっていく一方で、投資者がいかなる情報環境に置かれるかが、市場の発展を左右すると考えます。

信用できる情報が得られない市場、情報が乏しい市場には、合理的な投資者の参入は期待できず、洗練された市場へと発展するためには、信用できる情報が豊富にあり、容易に得られることが重要です。

この点、今回の制度見直しは、スタートアップ企業等の負担軽減に比較的重きを置いておりますが、投資者がどのような情報、あるいは情報喚起を求めているのかという観点から、さらなる検討が必要だと考えます。個別銘柄に関する情報、非上場株式の出口戦略の内容及び割合、統計的な情報等に関する分析情報など、投資者が必要とする情報の共有の促進、情報産業の発展を期待したいと考えます。

この間、本懇談会報告書に基づいて様々制度整備していただいたところですが、整備された枠組みを今後さらに洗練されたものにしていくことも重要です。引き続きよろしくお願いいたします。

以上です。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

続いて今村委員、お願いいたします。

【今村委員】 今村証券の今村です。

当社は株主コミュニティ銘柄を取り扱っているところ、スタートアップ企業というよりも、地域のエコシステムの中で流通している株主優待付きの銘柄に限定しており、これまで会議の内容を踏まえると、この分野でこれ以上の深掘りは難しいと感じております。

こうした中で、日本証券業協会や金融庁の説明によると、特定証券情報の作成負担が大幅に軽減されるということや、特定投資家の移行要件が緩和されるということで、J-Shipsの取扱協会員となる環境が整ってきたと感じており、当社も取扱協会員となることを検討したいと思っております。

一方で、当社の意見として、現状、プライマリーを取扱った協会員が、事実上、セカンダリーも支配する構図が制度上の課題として見えるように思います。セカンダリー市場の真の活性化を実現するには、プライマリーには関与していない複数の仲介業者がセカンダリー市場において活動できる規制枠組みが必要なのではないかと思いました。

結果的に、市場流動性の拡大や地域経済の資金供給の円滑に、この制度がつながっていけば良いと思っています。

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、有吉委員、お願いいたします。

【有吉委員】 西村あさひの有吉でございます。

関係団体の皆様がスタートアップ企業等への成長資金供給に関する様々な取組みを進めてきたことについて、非常に高く評価したいと思っております。

取組みの中には、直接的には数字に結びつかない施策もあるとは思いますが、各種施策の効果は実際に取り組まないと分からないところもありますので、できることを幅広く実行していくスタンスが、非常に重要だと思います。

その上で、私から3点ほど、御質問とそれに付随するコメントをさせていただきます。

まず1点目は、主に資産運用業協会への御質問として、非上場株式を組み込んだ投資信託の金額を把握して公表することを検討中ということですが、それが可能なのかという点です。投資信託を通じた非上場株式への投資はスタートアップ企業等への資金供給という文脈の中において非常に重要な要素であると思いますので、本懇談会で掲げているKGIとは別のものとして、そういった非上場株式への投資信託による資金供給額の推移について把握し、もし数値の伸びが芳しくない状況であればまた次の施策を打っていくということをぜひ検討していただきたいと考えています。

その前提として、運用報告書などを通じて数値を集めていくものと思料するところ、集計が可能かどうかについて、状況をお聞きしたいというのが1つ目です。

2つ目と3つ目は、主に東京証券取引所のTOKYO PRO Marketに関する御質問、コメントです。東京証券取引所の資料2ページ、TOKYO PRO Marketに上場している社のうち、107社が上場目的等を開示している旨、記載があるところ、御質問させていただきたいのは、資料上部で、TOKYO PRO Marketへの上場目的として、プロ投資家から成長資金を獲得する場として活用したいというニーズがあるということですが、これまでTOKYO PRO Marketに上場した企業が、実際に資金調達した例がどれくらいあるのか、また、資金調達額はどれくらいかという点が、2つ目の質問です。

3点目は、このTOKYO PRO Marketが拡大されていった場合、日本証券業協会で取り組まれているJ-Ships等のプライマリー、セカンダリーの非上場株式取引の取組みとTOKYO PRO Marketの位置づけをどのように考えているのかお伺いします。

また、東京証券取引所と日本証券業協会の間で協議、協調してTOKYO PRO MarketやJ-Ships

の整備を進めていくということなのか、それとも市場間競争のような形でそれぞれ整備していくということなのか、どちらの方向でお考えなのかをお伺いします。

一方で、どちらでもなく、東京証券取引所と日本証券業協会ですべて独立して進めているという場合には、非常にもったいないと思いますので、協調もしくは競争という互いを意識した進め方を見せてもらいたいと思いました。

私からは、以上3点でございます。よろしくお願いいたします。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

御質問の部分について、まず資産運用業協会から、いかがでしょうか。

【伊野オブザーバー】 非上場株式を組み入れた投資信託の数値の公表については、L P Sを通じた投資が主体となっており、どこまで我々としてできるのかという難しい点がありますが、現在アセットマネジメント会社を通じて、開示ができる情報の内容を確認しているところです。

今後、どの程度金額が伸びていくのかといった展望は、実際に取り組まないと分からないところですが、いずれにしても、スタートアップへの資金供給という観点から資産運用業協会としてできることは、引き続き金融庁含め関係各所と相談しながら検討していきたいと考えています。

【神田座長】 ありがとうございます。

続いて、東京証券取引所、いかがでしょうか。

【菊地オブザーバー】 東京証券取引所の菊地です。

1点目の調達の実例についてですが、TOKYO PRO Marketに現在上場している企業のうち、上場時に資金調達を行ったのは、6件に限られています。金額は大きいところだと約10億円程、小さいところだと約2億円の調達となっています。一方、これは現時点で上場している企業についてであり、先ほどご説明しましたとおり、足元では、グロース市場改革もあるなかで、TOKYO PRO Marketでの調達ニーズが高まりつつあるものと考えております。

2点目のご質問につきましては、J-Shipsとのすみ分けといった点では、今回ヒアリングを行っている中で、TOKYO PRO Marketは上場という位置づけもあるところ、企業のプレゼンスが上がることによって取引先との関係強化や人材採用で優位になったといった事例もありますので、そういったことが上場のメリットとしてあろうかと思えます。

その上で、セカンダリー市場という観点については、J-Shipsで調達した企業などの流通市場としての活用も想定されますが、先日の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会

議」でもお示ししたとおり、今後、グロース市場に関する検討会を新たに設置予定ですので、その場で活用方法を検討していくことも想定しています。

【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、お願いいたします。

【村田委員】 インキュベイトファンド、村田です。

VCから見た直近のスタートアップのエグジット環境について、概況を申し伝えられればと思います。上場維持基準の見直しや、その他の市場環境も含めて、IPOという出口戦略は良くも悪くもかなり絞られてきていると認識しています。

一方で、M&Aが推奨されるべきだというモメンタムが訪れて、IPOとM&Aのデュアルトラック経営を考えるスタートアップ経営者が非常に増加しており、非常に良い流れかと思っておりますが、まだ買い手の存在自体が非常に限られており、まだまだ意味のある金額感でのエグジットが出てきていないと思っています。

そういった状況で、VCの目線から見たエグジット環境において、セカンダリー取引が極めて重要な位置づけになってきていると考えています。

アメリカ市場では、昨年のニューマネーの調達額が3,000億ドル、日本円で約48兆円で、セカンダリー取引の金額が1,000億ドル、約16兆円と言われているところ、アメリカのスタートアップやVCから見ても、セカンダリー取引が出口戦略として最も有力な選択肢になっているのが足元の状況となっています。

SpaceXやAnthropic、OpenAIといった企業規模のメガIPOが日本で出てくれば、資金供給の環境は変わってくると思いますが、まだ日本にそういった環境がございませんので、セカンダリー取引をより推進することが、極めて肝要かと思っています。

そういった意味で、本懇談会の中で議論された非上場株式の原則勧誘禁止の見直しに係る協会規則が改正されたことは非常に大きな動きになったと思っています。

一方で、日本証券業協会の説明資料の5ページに2025年の証券会社経由での資金調達総額が約588億円との記載がありますが、これが規模感としてはまだまだ少ないと考えています。日本のスタートアップの新規資金調達は約8,000億円あるとすると、アメリカとの比較として申し上げれば、大体この金額の3分の1にあたる2,500億円程度のセカンダリー取引が行われるべき金額感かと思っており、現状のセカンダリー取引額も十分ではないのではないかと考えます。

証券各社の話を聞いていても、純粋なセカンダリー取引のみで取り扱うことは基本的に

避けたい場合が非常に多く、プライマリーにおいて関与する金額が少なくとも資金調達額のうち三、四割ある場合に初めてセカンダリーの取扱いが成り立つという声も出てきているのかと考えておりますが、ぜひ証券会社におかれましては、セカンダリー取引に係る取組みの強化を考えていただけると大変ありがたいと考えています。

併せて、非上場有価証券特例仲介等業務や登録PTSに係る法改正が2025年に行われたものの、事業者がまだ1社も登録されていないという状況は非常にもったいないと考えます。事業者全てを許可すれば良いということではありませんが、当局の皆様と話をしていると、SpaceX等の海外の有名なスタートアップへの投資機会を求めている個人投資家に向けて、外国籍ファンドの投資勧誘を行うことを目的とした非上場有価証券特例仲介等業務の申請にひっ迫されているという話も聞いているところ、非上場有価証券の流通活性化という制度趣旨を踏まえて、スタートアップのセカンダリー取引を促す新しい事業者の取組みの推進を進めていただき、証券会社も含めて、市場拡大に努めていただけると大変ありがたいと思っています。

以上です。

【神田座長】 ありがとうございました。

砂川オブザーバー、お願いいたします。

【砂川オブザーバー】 オブザーバー、スタートアップ協会の砂川です。

スタートアップ協会の目線からしますと、皆様が各種対応いただいていることについて、発行体の認知が取れていないというのが正直なところでございます。スタートアップの資金調達の手続きは非常に複雑である中で、並行して自身の事業もやらなければいけない経営者のマインドシェアの中に、どのようにして各種施策を周知していくかという点に、非常に関心を寄せているところであり、我々スタートアップ協会としても、一緒に協力をしながら、普及活動に邁進していきたいと思っています。

我々スタートアップも自分たちがどれくらい認知されているかを定点観測しマーケティング活動を行っているところ、証券業界としても、例えばセカンダリー取引の話や、新しく準特定投資家を対象とした投資勧誘制度が創設されたことがどのくらいの人まで認識できているのかといった点について、定点観測的にデータを取っていくことが必要なのではないかと考えています。

【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、お願いします。

【松尾委員】 金融庁の説明において、個人が特定投資家へ移行するための基準を引き下げというお話がありましたが、各証券会社の中には法令で求められる基準よりも社内の規定を高く設定されている社もあると聞いており、法令の要件よりも低い基準で設定している社については指導等の理屈もつけやすいと思いますが、保守的に慎重な対応をしている場合は、どのように対応されるのか御意見を伺います。

よろしくお願いします。

【神田座長】 ありがとうございます。

では、金融庁、お願いします。

【金融庁 齊藤市場課長】 個人が特定投資家に移行することができる要件は、法律及び内閣府令で定まっているところですが、どういった方が特定投資家としてサービスを提供することが適当かということについては、それぞれの証券会社における判断があつてしかるべきだと思っています。

したがって、各社のポリシーに基づき法令の基準よりも高い目線を持たれることが、必ずしも悪いものだとは思っておらず、それぞれの個別事例に応じて考えていくべき話かと思っています。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

村上委員、お願いいたします。

【村上委員】 野村証券の村上です。証券会社の話も出ましたので、お話しさせていただきます。

野村証券はいわゆるJ-Ships制度のセカンダリー取引まで行っているので、唯一多くのことをお話しできるかと思っています。

我々は若干会社としてリスクを取り、実質的な収益性は度外視で行っているというのが現実です。その中で取扱協会員として言えることとしては、やはりそもそもなかなかマーケット全体がよくないという状況が根本的な状況です。非常に厳選してよいものだと信じて扱ったものに関しても、やはり未上場企業ということで何らかの問題があり、相当程度御説明しながら進めていても、やはり投資家の方の御期待からはギャップが大きいです。未上場並びにIPO等に関する世の中のリテラシーと、皆様ここにいらっしゃる方の期待感には、大きなずれがあるのかと思っています。

坂先生が言われたように、やり方を間違えると未上場株式の取引が大きな問題となる中で、バランスを持たないといけないところが、単なる形式要件だけではなく、本質的に、投

資家の方が御理解すべき事項があるかと思います。きちんと企業が世に出てきて、そこに対してしっかりと資金循環がされるという根本に、問題があると思います。少なくとも今、皆様御認識のとおり、お金が向かう先は大型株であり半導体であり、防衛でありという中で、それがこれだけマーケットが上がっていても、それ以外は上がっていない状況です。

グロース銘柄に関しては、なおさら、数字はあくまで現時点の断面図であって、改めて長く見たときの視点を考えながら粛々と資金循環でやれることをやっていくものだと思っています。多分、FUNDINNOさんもいらっしゃるのでよく分かると思うのですが、要は販売したお客様は一度自分の期待値と違うと、悪いものだ、よくないものだというふうな風潮がお客様の間に広まってしまって、市場が拡大しないという問題があります。この期待値と、実際がある程度合っている、もしくはそれを上回るということがあって初めて、市場に期待していくことになると思います。しっかりと理解と、なるべく良いものをお届けするという、両輪があって初めて順回転するかなと思いながら、我々としても苦労しながらやっています。

ただ、先ほど数字の話がありましたけれども、野村証券においては少なくとも昨年よりも上回るペースで、証券会社が関与する資金調達が増えている状況です。この状況においても野村証券なりにはやることはやっていますが、そんなに簡単な状況ではないですし、いい会社様には皆さん自分でお金を入れたいという話が来る中での関与ということも、御理解いただきたいと思います。

【神田座長】 ありがとうございました。

では藤野委員、お願いいたします。

【藤野委員】 今の村上委員の意見とほぼ一緒ですが、私は大学を卒業してから30年以上、中堅中小企業である今のグロース市場の投資を割と長くやっています。もちろん、日本の大型株や、世界株の投資もしていますが、中堅中小企業、JASDAQ、店頭市場と言われていたときからずっと見ています。

その中で、個人投資家の方にはいつも、村上委員の発言を別の言葉にするだけですが、マーケットには2匹の動物がいるという話をしています。マーケットには、ゴジラとミニラがいて、このゴジラとミニラが同時に動くことはない。過去30年間以上、ゴジラが動いているときはミニラが寝ていて、ゴジラが寝ているときにはミニラが動くというような循環があります。現状は、ゴジラが大爆発していて、ミニラが寝ているという状態だと思います。

私はこの会議に加え、日本の成長戦略である17の戦略分野を支える8つの横断的な重要

テーマの1つである「スタートアップ」について議論するスタートアップ政策推進分科会でも議論に参加していきまして、現時点で、政策効果がぱっと見られていないけれども、やるべきことを全部やったと思います。

ですので、ここからは、その中での努力や、砂川オブザーバーがお話しされたとおり、IIRや広告等認知されるための努力による要素があると思いますが、やはりマーケットの要素があまりにも大きいと思います。

そのため、とにかくやけにならないというか、いつか政策効果が出ることを信じて、業界関係者が腐らずにやることが、実は一番重要かと思っています。

必ずマーケットは変化し、少なくともこれほどの大型株の上昇は数年続く可能性もあるとは思いますが、必ず逆回転するので、その後、中堅中小企業やスタートアップへの資金フローが来るときに、今行った政策効果が全部出てくると思います。

私からすると、皆さんよくやったと思っていきまして、もちろんこれが全てではなく、まだ改善すべきところはあると思いますが、効果が上がらないことに対して腐らないで継続することが重要かと思っています。私の個人的な意見というところで、皆さんに共有したいと思いました。

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、お願いいたします。

【関委員】 野村資本市場研究所の関でございます。

皆さんがあまり御指摘しなかった点で、一言だけ申し上げたいのですが、日証協説明資料の1ページ目にある本懇談会の報告書の概要の中で、多くの事項が進んでいると理解できたわけですが、この中で一つ、分野としては、大規模投資家について、モメンタムが落ちなければいいなと思っています。他の施策と比べると、なかなか業界や日本側からコントロールしにくいところもあると思いますが、日本の既存のベンチャーキャピタルの人にまた頑張ってもらうとか、あるいは金融庁の御説明の中でもあったように、新興運用業者の育成プログラム等もあったと思うので、日本のアセットオーナーにより強く取り組んでいただく方策について、今後ぜひ議論いただければと思っています。

以上です。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

メンザス委員、お願いいたします。

【メンザス委員】 HiJoJo Partners、メンザスです。

皆さんと意見が正反対というところで、自分は違う惑星から来てしまったのかなと思うくらいです。

当社は、日本の資産を海外向けに持っていくということが多いので、それこそSpaceXの上場でもそうですし、投資家の意欲が非常に旺盛で、昨年よりもファンドの販売も倍以上のペースで進んでいる状況です。

そのため、弊社はもちろん日本のスタートアップにも出資をしていますので、日本の状況もよく把握しているつもりですが、やっぱり日本から日本への投資のみを考えると、どうしてもマーケットがあまり伸びていないような捉え方になるというのは、今日非常に勉強になりました。

制度に関しては、やはり2025年に皆さんと時間をかけて議論して、ほとんどの要望は通ったといいますか、色々な改正をしていただいて、投資できる人たちも増えましたし、証券会社や運用会社にとってのビジネスチャンスは非常に増えているというのが実感としてあります。

弊社としては、第二種金融商品取引業協会と一緒にSPVの契約の作成に関わらせていただいて、今月頭にプレスリリースを出したとおり、グローバルユニコーン投資法人という投資法人を設立しました。こういったところも、投資者さんの意欲が非常に大きいと肌で感じていることが背景にあります。

2027年までに1,800億円という目標が立っている以上は、なるべく大きく貢献したいと思っています。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。

落合委員、お願いいたします。

【落合委員】 本日は様々御報告をいただきまして、ありがとうございます。

前回議論した内容も踏まえて、かなり様々な施策が進んできていると感じております。この中で、何点かコメントをさせていただきたいと思います。

まず1つが、準特定投資家の点についても整備を進めていただきまして、非常に難しい論点であると思います。やはり単なる形式的な要件としての投資家の区分ではなくて、投資家が本質的に理解していることなど、他の委員からの御指摘もあったように、私も期待や実態が合うことが重要ではないかと思います。

ぜひ、しっかり理解をしていただいたうえで進めていけるような実務が進んでいくこと

を期待しております。

また、もう一つ、セカンダリー取引についての部分について、コメントさせていただきます。

やはりセカンダリー取引は、出口として非常に重要なのではないかと考えております。これは、様々な投資家がスタートアップの取引の中に関わってくる中で、フェーズによって投資家層の変動があると思います。ファンドの償還期限等様々な条件を鑑みますと、やはりセカンダリーがしっかり準備できていくことで、上場だけがゴールになるという形を変えていけると思います。改めてこのセカンダリーのマーケットについて、本日は必ずしも御紹介がなかったと思いますが、先般のV Cの検討会で、経済産業省もM&Aについてのガイダンスを整備されていたお話もあったかと思っておりますので、そういったセカンダリーやM&Aといった、必ずしも上場によらない形での一部または全体的なエグジットができるようになっていくことは、非常に重要ではないかと思っております。

そういった中では、非上場有価証券特例仲介等業務や、登録P T S等がしっかり使われるようになることが必要かと思えます。後程申し上げたいと思いますが、やはり全体としてP D C Aをしっかり回して使われる制度にしていくことも重要だと思います。あまり件数が伸びてこない場合には、どのような工夫をしていけばよいのか、また考えていくことも重要なのではないかと思います。

続きまして、上場や上場の在り方との関係です。本日も、東京証券取引所からスタートアップの上場に関する基準の整備や、プロマーケットの議論が進んでいることを改めて御報告いただいたと思います。

もちろん、上場後のファイナンス全般は、明らかに本懇談会の射程を超えているとは思いますが、スタートアップが上場して、一定規模の上場企業になって、スタートアップとしての特殊性が薄れていくまでの間の資金調達の可能性を見ておくことが重要なポイントではないかと思えます。

上場した後の資金調達方法は、そもそも上場のタイミングの判断にもつながる部分だと思います。また、上場維持基準の時価総額として100億円という数字も出てきておりますが、上場後に500億円や1,000億円、こういった企業価値に到達するまでは、なかなか調達自体に課題があると考えられます。

結局、スタートアップ企業においても、様々なタイプのスタートアップがおられると思います。非上場の場合や、上場をして必ずしも規模が大きくない場合がある中で、それぞれど

のような形で資金調達をしていけるか、また上場後等は、証券会社が力を発揮する場面ではあると思いますが、非上場についても証券会社が力を発揮することは、検討の中で整理していただいていた点だと思います。上場後も含めてある一定規模に成長するまでの、ファイナンスの体系について考えていけるとよいと思いました。

また、この様々な議論を御報告いただきまして、非常に多くの施策を行っていただいているという印象を受けております。

一方で、それぞれ各協会に割り振って、各団体や金融庁に議論を実施していただいた部分もあったと思いますが、全体像をどういう形で束ねているのかと思います。

つまり、最終的にPDCAを回すときにも、様々な事項を調整していく必要がある中で、対応できないのではないかと思います。私がこだわる点ではなく、金融庁が対応するのか日証協なのか分からない点ですが、腐らずに取組みを続けるためにも全体像を束ねることが必要だと思います。

有吉先生なども、どういった施策が伸びてきているのか御質問いただいていたと思いますので、こういった全体像の進め方に関しては、今後、KGIの数値を見つつ、ぜひ全体感を持った形で取りまとめて、施策の整理やブラッシュアップにつなげていただけるとよいと思います。

最後に、大規模投資家や海外投資家などの点についてです。先ほど、時価総額500億円から1,000億円くらいまでの企業価値になるまでは資金調達が課題になるという話も申し上げましたが、日本の資金調達環境でいいますと、やはり100億円を超えたところから1,000億円の範囲等、ある程度の機関投資家に向けた部分については、なかなか容易ではない状況だと思います。

海外の投資家にも、しっかり投資をしていただいて資金調達をできるようにしていくことが、非常に重要な状況ではないかと思います。

この点自体は、もう既に十分検討していただいたと思います。必ずしも規制の話だけではなくて、様々な推進施策や環境整備とも重なってくる点だと思いますので、証券会社の方々に御協力していただいたり、金融資産運用立国といったモメンタムを踏まえて、海外からの投資家も呼び込んでいったりすることともセットで、ぜひ継続的に取組みを進めていただけるとよいと思いました。

私からは以上です。全体的に非常に精力的に進めていただき、感謝を申し上げます。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

加藤座長代理、お願いいたします。

【加藤座長代理】 御報告、御説明、御意見、いずれも大変勉強になりました。

皆様の御意見等を伺って、2点ほど特に印象に残ったことがあります。1つは制度周知の話です。日証協の資料16ページで、スタートアップフォーラムについて発行体からの申込みが一定程度あったことは、非常に重要であると思いました。

先ほど、オブザーバーの砂川様からお話があったとおり、発行体側に対する周知を考える必要があるわけですが、やはり日証協の手が伸びるのかというところが非常に難しいと思います。その周知においては、何ができて何ができないのかということも含めた制度の正確な理解を、発行体の皆様にも正確に伝えていくということが非常に重要だと思いました。

もう一点は、落合先生や有吉先生の御意見と関係するのですが、制度の全体としてスタートアップのエコシステムを考えていく際に、どのようなニーズに対応している制度なのかを整理した上で、それを発行体の側に伝えること等も考えていく必要があると思います。

以上です。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

今日対面で御出席のオブザーバーの皆様方からは、全て御発言いただいたと思います。

大変貴重な御指摘や、御質問、御意見を多数いただきまして、誠にありがとうございました。

最後に事務局である日証協の岳野副会長と松本常務執行役から一言お願いします。

【松本常務執行役】 ありがとうございます。松本でございます。本日も活発な議論をいただきまして、ありがとうございます。

私事になってしまいますけれども、7月1日付で自主規制本部を離れて、管理部門に異動することになりました。

この懇談会は、日証協の中でも初めてののような試みでして、1つは金融庁との共催という形で設立したということ、また、メンバーも、証券会社以外に、有識者の皆様、投資家の皆様、発行体の皆様、また、これから日証協に入ってくるであろうという会社で構成されました。事務局としましては、はじめはどのような会議になるかと心配していたのですが、神田座長、加藤座長代理のもと、皆様から非常に活発な御意見をいただき、昨年9月の報告書の公表、またその後の制度改正につなげられたと思っています。ありがとうございます。

今後も、この懇談会自体は続いていきますので、引き続き御協力のほどお願いできればと思います。

私からは以上でございます。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

では、岳野副会長、お願いいたします。

【岳野副会長】 恐れ入ります。副会長の岳野でございます。

まず皆様に対する謝辞として、非常に困難な課題に対しまして、また大変多様な立場の皆様にご参加をお願いして、建設的な御議論をいただいたことに感謝を申し上げます。

施策としては、金融庁から御説明がありました金融商品取引法改正が重要なパーツになっていまして、現時点で、日証協の取組みのみを説明してもびんどこないと思いますが、国会を無事通過して2027年に施行されると、全体の制度が整ってくると思います。制度改正が行われ、潜在的特定投資家がJ-Shipsの対象になるまでの間は、K G I の議論も大変になると思っておりますが、引き続きフォローアップが続きますので、皆様方に御指導をよろしくお願いしたいと思います。

また、金融庁の御説明資料の11ページにある全体像において、スタートアップへの資金供給における目指すべきエコシステムの姿を示していただいています。上場後のスタートアップの部分も含めて、全体として資金供給の主体、それから仲介業、証券取引所も含めた市場インフラの貢献方法を比較的分かりやすく整理いただいていると思っておりますので、このような世界観の中で、引き続きしっかりと対応していきたいと思っておりますので、よろしくお願いいたします。

私も、残念ながら6月末で退任いたしますが、日証協として引き続きしっかりとこの懇談会の運営をしてまいります。

神田先生、加藤先生には、座長、座長代理をお願いし、また他の団体の皆様にもオブザーバーをお願いしていますし、本懇談会の事務局は日証協と金融庁市場課との共同事務局ですので、引き続き我が国にとって重要なスタートアップへの資金供給というテーマについて、皆さんとともにしっかりと前に進んでいきたいと思っておりますので、よろしくお願い致します。

これまでの皆様の御協力と貢献に感謝を申し上げまして、私の御挨拶とさせていただきます。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

それでは、以上で本日の会合を終了いたします。皆様ありがとうございました。

— 了 —