

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7回会合）

令和7年7月31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7回目の会合を開催させていただきます。皆様方には大変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。

早速ですが、議事に入りたいと思います。本日の議案は、「○ 報告書の取りまとめについて」です。本懇談会におけるこれまでの皆様方の御議論を基に報告書の作成をしており、先日、報告書案の第1校に皆様方から御意見を頂戴したところです。

その後、皆様方からいただいた御意見、御指摘を踏まえ修正し、本日の資料をご用意しております。

そこでまず本日は、この報告書案につき、事務局から御説明をしていただきます。よろしくお願いたします。

【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。よろしくお願いいたします。

資料「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 報告書（案）」の説明ということですが、まず、皆さまには事前に事務局案についてご確認いただきありがとうございました。

1 ページ目、「Ⅰ はじめに」ですが、1 行目の「スタートアップ育成5か年計画」が策定されたこと、また、6 行目に「規制改革実施計画」において、金融庁に対して「日証協と連携し、新たな視点を持った構成員を入れて議論する」旨の提言があり、本懇談会が開催されております。そのうえで、24行目からは本懇談会の検討事項を記載、28行目の「なお書き」の部分では、法令上の開示規制に関する事項は懇談会の検討事項に掲げていないが、意見について寄せられている旨を付記しております。

2 ページ目「Ⅱ スタートアップ企業等への資金供給等の在り方（全体像）」です。まず「1. スタートアップ企業等への投資の位置付け」を示しております。こちらでは、5 行目、スタートアップ企業等には、非上場株式の取引や上場市場を通じて適切に資金供給を図ることが重要で、新陳代謝も肝要である旨記載しております。また、8 行目では、スタートアップ企業等の特性として、「事業の不確実性が高い」、「開示情報が限定的であり、情報の非

対称性が大きい」や「不公正取引規制が適用されていない」といったリスク等を紹介しております。そのうえで、14行目以降で、こういったリスクを正しく理解し、リスク許容度のある投資者による自己責任に基づく投資を前提とすべき旨記載しております。

「2. スタートアップ企業等への資金供給者」についてです。こちらでは、アメリカにおける資金供給者が、シード期においてはエンジェル投資家、それ以降のステージにおいてもVCに加え、グロースキャピタルなどの適格機関投資家であるQIB (Qualified Institutional Buyer) を中心に各ステージにおいて分厚い資金供給が行われています。

それに比べ、日本では、3ページ目の3行目から、シード期を支えるエンジェル投資家による投資や米国のようなSPVスキームなどのビークルを通じた投資家の拡大が重要であり、また、大規模投資家などによる投資の拡大が重要である旨記載しております。なお、10行目ですが、投資者の裾野拡大という観点からは、リスク許容度等のある投資者による投資の拡大も必要である旨を記載しております。

「3. セカンダリー市場」です。ここでは、十分に整備されたセカンダリー市場が存在することは、プライマリーでの投資家のExitの多様化や活性化に寄与する旨記載しております。また、22行目で従業員等に付与したストックオプションの換金の場合やVC、SPVスキーム等のファンドを通じた持ち分の取引の場としても重要である旨記載し、4ページ目の2行目にあるとおり、セカンダリー市場はスタートアップ企業が非上場のまま成長するためには不可欠なものとしております。また、4行目以降で、アメリカでは、そういった取引の場が十分備わっていますが、一方、9行目以降では、日本においては、セカンダリー市場がほとんど存在しないため、プライマリー市場のさらなる活性化と併せてセカンダリー取引市場の活性化に向けた取組みが重要である旨記載しております。

「4. 市場仲介者の役割」です。こちらは、アメリカにおけるB/D (ブローカー・ディーラー) の役割として、プライマリー市場では、適切な勧誘対象を検討し、投資者への勧誘を実施することが基本となっておりますが、18行目で成長が進んだ比較的大きな資金調達には、B/Dが保有する投資者のネットワークへの期待に加え、各種手続きのリソースを外注する意図が見られる旨記載しています。また、セカンダリー市場では、24行目に記載のとおり大手のB/Dの役割は限定的ですが、中堅の専門B/Dや一部のATS (Alternative Trading System) がマーケットプレイスを提供する役割を担っています。

なお、アメリカにおけるスタートアップ企業等の主な資金調達については、5ページ目の2行目、注12に記載のとおり、レギュレーションDの506(b)(c)が多く利用されている旨を記

載し、対象となる投資家は、3行目に記載のとおり、エンジェル投資家やQ I Bとしております。

一方、日本では6行目に記載のとおり、証券会社が行う非上場株式の勧誘は日証協の非上場株式の原則勧誘禁止の自主規制規則のもと個別の勧誘制度に基づいて行われていると記載しておりますが、それ以外にも、17行目に記載のとおり、現時点では、F A業務や紹介などによる支援も大きな役割を果たしているとされております。なお、市場仲介者がスタートアップ企業の成長を支援していくにあっても、21行目に記載のとおり、市場仲介者の収益の観点からも持続可能であることが重要であるとされております。

6ページ目の「Ⅲ 本懇談会での議論を踏まえた対応の方向性」です。まず、「1. K G I 及び参考指標の設定」です。「(1) K G I の設定について」ですが、こちらは、6行目から12行目にかけて記載のとおり、規制改革実施計画において、金融庁は日証協と連携し、P D C Aサイクルを回すうえで適切なK G I ・K P I を設定する旨の提言を受けて、13行目にございますとおり、スタートアップ育成5か年計画の「スタートアップへの投資額を2027年までに10兆円」も念頭に置きつつ本懇談会として考え方を取りまとめました。まずK G I の指標ですが、17行目のとおり、スタートアップ育成5か年計画で投資金額を指標として掲げていることと整合的な指標とするため、21行目のとおり、証券会社等の市場仲介者が関与する資金調達額をK G I の指標とすることとしました。具体的には、7ページ目の1行目にあるとおり、現状のI P Oの資金調達と同等程度の役割を非上場の段階でも果たすことを目指していくこととし、その金額を8行目にあるとおり、2027年度までに1,800億円とすることと設定いたしました。また、この金額については、11行目の日証協規則に定める非上場株式の勧誘制度による資金調達額に加え、証券会社等の市場関係者におけるF A業務やマッチングイベント等に起因した資金調達を含めることが考えられるといたしました。なお、15行目に記載のとおり市場仲介者が果たす役割は重要ですが、あくまでそれは目標額の一部であるため、外部の市場環境等の影響を受け変動しうることに留意が必要とも記載しております。

8ページ目「(2) 参考指標の設定について」です。こちらは、3行目にございますとおり、K P I には直ちに見出しがたいが、K G I を達成するうえで、参考指標として設定し、定点的に観測・公表することといたしました。

具体的には、①非上場会社のセカンダリー取引、9ページ目の②J-Shipsの利用状況、③その他として「非上場株式を組み込んだ投資信託・S P Vスキーム等のビークルを通じた資

金調達額」や「未公開株に関する苦情相談件数」を掲げています。

「2. 大規模投資家等」です。こちらは、資金供給については多様な主体から適切に行われることが重要であるものの、17行目にございますとおり、大規模投資家等による資金供給がスタートアップ等からのニーズが特に高いことが確認されました。

「(1) 現状認識について」です。プライマリー市場では、アメリカは、QIBを中心として複数の投資ステージにわたって資金を途切れさせない仕組みが整備されておりますが、25行目の日本では、VCや事業会社・CVCが中心的な役割を果たしている状況について、多様な投資家からのスタートアップ企業への投資が行われる環境整備が必要です。また、28行目にございますが、リスクを取って成長企業へ多額の資金を投じるグロースキャピタル等の投資家層が薄く、大規模な投資を複数の投資ステージにわたって供給されるような仕組み作りと資金量の増加が重要です。

10ページ目のセカンダリー取引については、米国では、2行目のVC等のセカンダリー取引のニーズに応える巨大な投資家層が存在するものの日本ではこのような投資家が不足しており、6行目に記載のとおり、海外投資家等の大規模投資家等の誘致や出現が強く求められております。

「(2) 課題及び今後期待される取組み等について」ですが、スタートアップ企業への、海外投資家も含めた大規模投資家等からの資金供給ニーズが高い反面、スタートアップ企業においては、これらを受け入れる事業基盤の確立やガバナンスの向上、継続的な情報提供等が必要になります。新たな大規模投資家等の市場参加を促すには、22行目に記載の規制改革のみならず、スタートアップ企業への投資のインセンティブを高めるような推進施策が必要である旨記載しております。その具体的な施策については、27行目から11ページ目の13行目までに記載しております。

「3. SPVスキーム・投資信託・エンジェル投資家」です。「(1) 現状認識について」です。アメリカにおけるSPVスキームについては、22行目にございますとおり、シード・アーリー期のクラウドファンディング等における活用に限らず、レイター期における後続ラウンドのVC等の大きな額の投資に用いられるなど、多様な場面で活用されております。

投資信託についても米国では、上場までの期間が長期化するなど、クロスオーバー投資が増加しています。12ページ目ですが、1行目、欧州ではEUのELTIFや英国のLTAFなどの枠組みが整備されおり、また、4行目、エンジェル投資家は、米国や欧州では、税制優遇措置等によりエンジェル投資を促進しております。

一方日本では、9行目からSPVスキームについて金商法上及び自主規制規則などの制度整備が手当てされている状況で、また、16行目から投資信託においても投資信託協会において、非上場株式の評価の在り方について規則の整備がなされ、クロスオーバー投資が実現しています。22行目のエンジェル投資家については、2023年にプレシード・シード特例が創設されております。

「(2) 課題及び今後期待される取組み等について」です。SPVについては、スキームの枠組みが整備されていますが、この普及には、13ページの1行目、契約書のモデル等の作成の対応が考えられます。また、投資信託については、公募投信への原則15%までの非上場株式の組み入れが可能となっておりますが、3行目のとおりの一時的な組入比率上限の超過を避ける抑制的な運用がされている等の課題が指摘されております。さらに8行目エンジェル投資家による投資額も米国に比べて極めて小さい状況です。こういった点を解消すべく、16行目から次ページの4行目までSPVスキーム、投資信託、エンジェル税制などに対する具体的な政策を記載しております。

14ページ目「4. リスク許容度・投資判断能力のある投資者」についてです。「(1) J-Shipsの利活用の拡大」の「①特定証券情報・発行者情報情報の見直し」です。特定証券情報や発行者情報については、上場準備が一定程度進んでいる企業でないと対応が難しいとの指摘や、定款などの別書類の添付による記載の省略を認めるなど発行会社の負担軽減が期待されるとの指摘も寄せられております。これらの指摘を踏まえ、19行目にございますとおり、日証協において、現状の規制や運用が過度なものになっていないか精査等したうえで、必要に応じて見直しについて検討することされております。

15ページ目「②特定投資家向け有価証券に係る取引制約の緩和」です。こちらは、J-Shipsを利用して資金調達を行った銘柄は特定投資家向け有価証券に該当し、法令上他の私募・私売出しに利用できないこととされています。こういった制約があることにより、セカンダリー取引の阻害要因等になっているとの指摘があります。これらの指摘については、13行目のとおり、引き続き金融庁及び日証協において協議することされております。

「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等」です。これは、J-Ships銘柄において、50名以上の者を対象にセカンダリー取引を行う場合には、特定証券情報の作成が必要とされており、スタートアップ企業においては大きな負担となっているという指摘がございます。こちらについても、23行目のとおり、引き続き金融庁及び日証協にて協議することとされております。なお、26行目ですが、特定投資家制度は、金商法上の行

為規制と開示規制の双方の観点をも有する制度であるため、検討が必要ではないかとの指摘もございました。

16ページ目です。「(2) 特定投資家による投資の活性化」の「①特定投資家に移行するための要件の弾力化」です。これは一般投資家から特定投資家への移行要件について、海外の制度等を踏まえ、要件を緩和することで取引の活性化が期待できるとの指摘がございます。一方、10行目でございますとおり、特定投資家の移行要件については、本年3月に金融庁からQ&Aの改定による特定の知識経験の明確化が図られるなどの措置が講じられておりますが、14行目でございますとおり、引き続き、特定投資家の移行要件の緩和について金融庁において検討を行い、令和7年度中に結論を得ることとされております。

「②特定投資家への移行手続きについて」です。現行特定投資家制度では、一般投資家から特定投資家に移行した者については、1年が経過する日までに毎年、更新申出が必要とされております。こちらについて特定投資家等の負担を軽減することを検討する意見がある一方、特に高齢者においてリスク評価能力が1年間で変化することもあるということにも鑑み、慎重な検討が必要であることとされております。

17ページ目「(3) 準特定投資家による投資」です。こちらの、スタートアップ企業への資金供給の拡大については、投資家保護に留意しつつ投資者の裾野拡大をしていく方策も求められることから、特定投資家の移行要件を満たす投資者を準特定投資家として、8行目にあるとおり、少人数私募や少額免除などを利用して投資を行うよう、新しく制度整備をするというものです。ただ、本件措置に当たっても、13行目の最後のとおりの日証協において、適合性の原則を踏まえつつ、投資者保護の観点から規則を整備し、16行目では、取引を行う協会員に対して日証協規則に定める事項を盛り込んだ社内規則の制定の義務付け、日証協からの指定の必要性、銘柄の審査などの措置が必要であるとされております。こういった点を踏まえ、21行目で勧誘取引制度に係るルール整備について、今後、日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令和7年度中に結論を得ることとされております。

「5. セカンダリー取引」です。「(1) 現状認識」についてですが、これまでもご説明してきましたが、米国においては、セカンダリー取引にかかるプラットフォームやセカンダリーファンドが多数存在しており、18ページ目、1行目で記載のとおりの多様な投資者によるセカンダリー取引が行われております。一方、2行目で日本においては、こちらもこれまでご説明申し上げてきましたが、セカンダリー取引をする場が乏しい状況です。ただ、今後、9行目では、登録PTSや非上場仲介業の創設など非上場株式のセカンダリー取引にかかる

制度整備がすすめられてきており、今後のセカンダリー取引における利活用が期待されており、
おります。

「(2) 課題及び対応策について」の「①取次型登録PTSにおける情報の公表・提供」
です。現状、登録PTSについては、取次型と自社顧客型の取引形態があり、異なる規制が
課されておりますが、顧客の広がりがある取次型登録PTSについては、認可PTSと同等
の規制が課されております。このことから、取次型登録PTSについては、適時の情報提供
と価格情報の公表が求められております。これらについては、スタートアップ企業において
利用の障害となる恐れがあるとの指摘があることから、19ページの7行目で対象顧客がリ
スク許容度等の高い者に限り、取次型登録PTSにおける適時の情報提供及び価格情報の
公表を見直すことについて、今後、日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令
和7年度中に結論を得ることとされております。

「②自社顧客型登録PTSを利用した株主コミュニティにおける価格情報の公表に関す
る要望」です。こちらは、自社顧客型登録PTSで不要とされている価格情報の公表につい
て、株主コミュニティ銘柄では、株主コミュニティ規則において価格情報を含む取引情報に
ついて、日証協に報告を行い、日証協のウェブサイトにおいて公表されております。こちら
についても、25行目にございますとおり、対象顧客がリスク許容度等の高い者に限られるな
どの場合には、価格情報を含む、取引情報の公表を見直すことについて、日証協のワーキン
グ・グループにおいて検討を行い、令和7年度中に結論を得ることとされております。

20ページ目です。「6. 原則勧誘禁止の見直し」です。日本の証券会社による非上場株式
の勧誘は日証協の非上場株式の原則勧誘禁止の自主規制のもと、個別の勧誘制度に基づい
て勧誘を行うこととされております。この点について、8行目にございますが、規制改革実
施計画等において、「金融庁は日証協と連携し、日本証券業協会が定める非上場株式の取扱
いに係る自主規制について、12行目で勧誘の在り方を検討し、結論を得る。」と提言がされ
ております。このことについては、19行目にもございますとおり、本規則が証券会社等の関
与の支障となっている可能性があり、見直すべきであると指摘をされております。一方、注
53にございますとおり、「非上場株式の特性に鑑み、一般投資家に対しては原則勧誘禁止は
維持すべき」とのご意見もいただいております。また、当該規則の見直しに当たっては、21
行目に適切な社内管理体制の整備や顧客への説明義務等が規則に規定され、さらに、24行目
でそういった証券会社のリストの公表など投資者保護策とセットで検討すべきとの指摘も
されております。こういったご指摘を踏まえ、21ページ目の3行目からあるように、非上場

株式の勧誘・取引については、投資者保護上必要な措置についても併せて検討を行うことを前提に、原則勧誘禁止から一定の取引制度に基づく勧誘取引制を行う規制体系へ転換する方向で今後、日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令和7年度中に結論を得ることとされております。

「7. 制度周知等について」です。こちらはJ-Shipsをはじめ日証協で定める非上場株式の取引制度について知名度の低さや周知が不十分だとの指摘を受けております。こちらについては、17行目にございますとおり、金融庁及び日証協において市場関係者に積極的な周知活動を実施するとともに、効果的な周知活動・推進施策について検討を行うこととされております。

22ページ目「IV 終わりに」です。こちらでは、本懇談会での検討の結果として、プライマリー市場とセカンダリー市場は相互密接に関連する市場の両輪として発展していくものであるとして、報告書で示した対応策や課題の着実な進展について記載しております。さらに、14行目のKGIの達成状況や講じた施策のフォローアップなどを含め、継続的に検討していくこととしております。

23ページ目以降は参考資料として、資料1として、本懇談会の設置要綱、24ページ目は資料2として本懇談会の名簿、25ページ目は資料3本懇談会の開催実績、26ページからは資料4として、海外調査結果の概要、30ページ目は資料5として日証協が所管する非上場株式取引制度の概要をお付けしたものです。

事務局からの説明は以上です。

【神田座長】 どうも御説明ありがとうございました。今御説明いただいたものが報告書案ということになります。本日はこちらについて、最終的な何か御質問、御意見があれば承りたいと思います。

それでは落合委員、よろしく申し上げます。

【落合委員】 御指名いただきまして、どうもありがとうございます。

まず、日証協・金融庁の事務局の皆様には、非常に充実した議論の取りまとめをさせていただいて、感謝を申し上げます。特に措置の年限やタイミング、ロードマップについて書いたところについては非常によい内容になっていますし、KGIの設定などについても議論をいろいろ行っていただき、非常に重要な今後のステップになったのではないかと考えています。

その上で、最初に1つだけ御質問させていただきたいところがございます。7ページで、

1点だけ気づいたところがございます。2024年の市場仲介者を通じたスタートアップ資金調達額が約420億円、注釈19では、日証協非上場取引制度のうち、スタートアップの資金調達に使われている株式投資型クラウドファンディング制度及びJ-Ships制度の合計額となっておりますが、KGIである2027年度1,800億円につきましては、おそらく10行目から14行目ということになるかと思いますが、市場仲介者の関与する資金調達額としては、日証協規則に定める非上場株式の勧誘制度（J-Ships、株主コミュニティ制度、株式投資型クラウドファンディングなど）による調達額に加え、証券会社等の市場関係者におけるFA業務やマッチングイベント等に起因した資金調達を含めるとされております。若干、現状の説明をしている定義と今後の定義を比べると、今後のもののほうが少し広いのかなと思いついて、ここの点をどのように見るといいのか気になりました。この点のみ最初に御質問させていただければと思いましたが、いかがでしょうか。

【神田座長】 ありがとうございます。今の点はいかがでしょう。事務局 松本様よろしく願いいたします。

【事務局（松本）】 ありがとうございます。今、落合委員より御質問いただきましたとおり、7ページ4行目の420億円というのは日証協の制度に基づくものです。ただ、我々としては、このKGIを決めるときの指標としては、今、上場の段階で資金調達の金額である1,741億円、これをめどとして1,800億円として定めるということになりましたので、基本としては、今現在の420億というものよりも、今のIPOの資金調達額に重きを置いて1,800億円と定めているというところです。

一方、そのような1,800億円を目指す中におきましては、もちろんこの420億のリレバントの数字でありますJ-Ships、株コミュニティ制度、クラウドファンディングに加えて、証券会社の役割はFA業務等も重要ということも本懇談会で確認されたと思っておりますので、そのようなところも含めてKGIの中に含めるということとしたいと思っております。この420億円と1,800億円という数字の内訳が整合していないというのは御指摘のとおりですが、今申し上げたような考え方を持っているというところです。

【落合委員】 どうもありがとうございます。おそらくですが、今、差分になっている部分は、現時点で必ずしも大きい金額が発生していることはないような気もいたします。つまり、差分としてある、株主コミュニティ制度や、証券会社等のFA業務、マッチングイベントについて、現状の420億円の算定の中で、仮にこれを足したとしてもさほど変わらないのではないかと推測します。これは後に内閣府で検証されるかもしれないので質問させて

頂きました。この部分はあまり大きい差異ではないのではと私はこれまでの議論を聞いていて思ったのですが、それはそういう認識でよろしいでしょうか。

【岳野副会長】 ありがとうございます。日証協の副会長の岳野です。そのような認識で結構だと思っておりますので、よろしく申し上げます。もちろん検証した結果、また、新たなファクトが出てきた場合には、引き続きこの懇談会のフォローアップの中で御相談していきたいと考えております。

【落合委員】 どうもありがとうございます。今御説明いただいたとおりでと思いました。この部分は、前後の部分が違っていたりすると後の検証時に指摘があるかもしれませんので、今議論で確認させていただきました。私のほうでもそこは直感的にはあまり重要な数字の差異は出てないのではないかとはい思いましたので、その点について確認させていただきました。

【神田座長】 すみません、今の点について、おっしゃるとおり、ぱっと読むと分かりにくい面があると思います。ですから、あくまでKGIとしてはIPOの資金調達額だから1,800億円だとし、次に、これは、現在統計が取れている420億円という数字の4倍以上になりますという程度に書いて、あくまで1,800億円はIPO額で、その1,800億円に到達するにはFAなどを含めて検討するというように、読みやすいように変えたほうがいいと思います。てにをは等の修正になるかと思いますが、考えさせていただければと思います。

【落合委員】 ありがとうございます。座長のおっしゃるとおり、そのような形で御整理していただければ十分かと思えます。目標自体は、実態としてはほぼ4倍ということで、若干の細かな差異はあるかもしれませんが、そこで打ち出していければ十分いい目標になっていると思いますので、そのようにしていただければと思います。

その上で幾つか、報告書自体の御修正をお願いするというような箇所は基本的にあまり考えていませんが、何点かコメントをさせていただきたいと思っております。

まず、Ⅲの1の6ページ、7ページ辺りのKGIの設定自体についてです。これは何回か議論させていただいておりますが、KGIの測定は、実際のこの制度の改善や見直しをした結果の現れ方を見つつ、必要に応じて施策を見直していただくことが重要かと思っております。評価をしていく中でまた改めて必要があると判断された場合には、ぜひ継続的に、どういう施策をしていくのか、場合によっては金融の話だけではなく、経産省などにも御協力いただく必要があるかもしれませんが、いろいろな形で見直しをしていただけるとありがたいと思っております。

第2点として、9ページから11ページにかけて大規模投資家の点がございませぬ。新たに申し上げる点があるわけではありませぬが、やはり大規模投資家が入ってくる中で大きな調達額につながる場合が出てくると思われますので、この大規模施策の点は、規制改革だけでなく様々な施策を総合してしっかり対応していただくことは非常に重要なことかと思しますので、ぜひこの部分についてはより充実した取組みになることを期待します。

続きまして13ページの辺りで、SPVスキームなどについて契約書のモデルの作成や、投資信託を通じた公募投資信託の15%までの組入れの話、また、15ページの特定証券情報の簡素化等の記載もございませぬが、このような点は運用の中で、制度自体はよかつたとしても、やはり工夫をしていかないと実際に使われなかつたこともあります。このような制度の見直しにあたっては、実際に使われる方々にとって使いやすいものになるように、制度利用者の声をよく聞きながら見直しを進めていただければと改めて申し上げたいと思します。

最後に、21ページの制度周知の点です。ここで制度周知等ということでまとめていただいでいませぬが、今回の取組みは非常に網羅的であり、プライマリー、セカンダリーにそれぞれまたがっている取組みでもありませぬし、また、様々な見直しも行つていただいでいませぬ、非常に充実した取組みになってきていませぬと思つていませぬ。ただ、例えばJ-Shipsなどは特に議論がございませぬが、もともとなかなか周知がされていませぬというお話もございませぬ。また、今回の取組みの中で新たな取組みになってきて、例えば金融の関係者だけではなく、スタートアップそのものや、アドバイザーをしている方も含め、制度変化を捉えていただかなくと実際に利用していただかなくと思します。実際これからの見直しの議論が進んで詳細化していく部分もありますが、いろいろな方に実際に知つていただいで使つていただくために、併せてこの周知のところはぜひ充実した取組みをしていただくことを期待したいと思します。

私の発言は以上です。改めて、取りまとめ、どうもありがとうございました。

【神田座長】 どうもありがとうございました。それでは次に、大和証券の木地委員、それから、先ほどから御発言希望をいただいでおります順番で、永沢委員、有吉委員、村上委員、そして坂委員の順でお願いします。

それでは、大和証券、木地委員、お願いいたします。

【木地委員】 御指名ありがとうございます。大和証券の木地です。発言に先立ちまして、先ほどの落合委員と同様に、今回の取りまとめのほう、御尽力いただきまして、誠にありがとうございます。

私からは2点です。まず、1点目としては、先ほど落合委員の御指摘があった最初の部分、KGIに関わる部分で、一連のやり取りを聞かせていただきまして、さきほど神田座長がおっしゃられた文章の順番を入れ替えることに関しては、私も賛成をさせていただければと思います。

といいますのも、7ページの現状の420億円という金額を合計している対象となるものから、FA業務あるいはマッチングイベントに起因した資金調達が加わって1,800億円を目標にするという形に関しては全く御指摘のとおりですが、実際のところ、現状においてもこのFA業務あるいはマッチングイベント等の開催というのは、私どもも含めまして証券会社でも執り行っているところです。

ただ、難しいのは、例えばマッチングイベントで御紹介したスタートアップがその後資金調達まで進まれたのか、イベントと資金調達を必ずしもつづけることが難しいために数字として把握することが非常に難しく、その差分は小さいのかというお尋ねに対しては、現状、それを小さいか大きいか判断する材料がなかなかないというのが実態だ、というお答えになってしまうと考えております。

そのため、神田座長が御提案いただいたような文章の組替えによって、その部分が必ずしも大きな問題点として浮かび上がってくることはないかと思っておりますので、文章の組替えについては賛成をさせていただきたいと考えております。

それから、2点目です。17ページにある準特定投資家による投資に関しまして、様々議論がなされていることは承知をしておりますが、1点御指摘をさせていただければと思います。私は、特定投資家と準特定投資家に関する一番の大きな差異というのは、投資者本人の意思表示という点に尽きると考えております。なので、逆に言いますと、証券会社が様々な態勢整備をして適合性の原則に照らして判断していくという形にはなっていますが、実際のところでは、投資者の意思表示を欠いた状態で外形的要因の充足度合いから推認するというような形で準特定投資家と特定投資家を分けるという施策しかないと思うので、この点について業界統一的な明確な線引きがなかなか難しいのではないかと考えております。

そのため、特定投資家ないしはJ-Shipsの利活用に関しては、今回の報告書でも参考指標として掲げられていますが、準特定投資家においてはそうではないということで、この点の問題認識は日証協も含めて共有されているものかとは感じておりますが、ここに準特定投資家も含めて参考指標的な取扱いで何らかの成果を示すものという形にすると、投資家保護という部分において若干のリスクが招来するのではないかなと思いました。もし、現状の

とおり参考指標として採用するのであれば、J-Shipsあるいは特定投資家の数に限定して考えておくほうがよいかと考えております。

加えて、この段の最後の段落、準特定投資家を対象とする非上場株式の勧誘・取引制度に係るルール整備について、今後、日証協のワーキング・グループにおいて検討を行うと書かれています。これに関しましては、私ども大和証券はじめ証券会社でも慎重な議論を進めていこうと考えております。先ほど申し上げたとおり、特定投資家と準特定投資家の境界線が本人意思表示の有無というようなところをごさいます、我々、準特定投資家の方々の実際のリスクテイクの能力やリスクキャパシティーに関しましては、御本人様の明確な意思表示がない状態で行うという形になりますので、これはなかなかその判断が証券会社によって分かれるところになり、業界統一的な基準を設けるといのはやはり難しいのではないかと考えております。

そのため、一つ、私案として考えているのは、特定投資家と準特定投資家においては、例えば金融商品が持つリスク度合いに応じて、これは特定投資家向けである、これは特定投資家も準特定投資家もいずれにおいても投資可能なものであるというように、具体的に例を申せば、個別企業の株式については特定投資家のみ、プロの目が一定介在する投資ファンド等への投資に関しては準特定投資家も含めた形で投資可能というような形で商品によって区別をつけるなど、何らかの形で区分けを明確化したほうがいいのではないかと考えております。こちらは日証協のワーキング・グループで議論されるということですので、一旦私からの問題提起ということでコメントさせていただければと思います。よろしく願いいたします。

【神田座長】 どうもありがとうございました。それでは、永沢委員、どうぞお願いします。

【永沢委員】 御指名ありがとうございます。報告書をお取りまとめいただき、ありがとうございました。報告書につきましては異論はございません。その上で、今回のお話はどこか上から下りてきた話のようで、事業者や行政の皆様は抗うことが難しいお話なのかなと思って参加させていただきましたが、私はフリーな立場ですので、最後にお伝えしたいことを述べさせていただこうと思って発言します。

報告書の3ページから5ページのところです。私は過去にも、個人投資家という立場で、成長資金供給のための改革に向けた施策を検討する会議に参加させていただき、その時にはグリーンシートや大阪ベンチャーファンド市場が創設される等、ありましたが、どれも思

ったとおりに進みませんでした。今回の懇談会では過去の失敗の反省に基づいて進めていただいております。一つには、プライマリーとセカンダリーが市場の両輪であることを確認できたこと、そして、市場仲介者の役割の重要性について今回は明確に触れていただいたこと、それから、ビジネスとしての持続には収益の確保が非常に重要だという視点を入れることができたことも、私は個人投資家の立場ではありますが、とてもよかったのではないかと評価しています。今度こそ、掛け声だけに終わることがないことを願っております。

続いて、6ページ以降のところですが、脚注ではありますが、特定投資家の数をKGI・KPIとすることは不相当と考えられると明示的に書いていただいたことは良かったと思います。ありがとうございました。

それから9ページについて、他の方からも御発言がありましたように、KPI・KGIは、制度の見直しをしていく上で重要なものであり、定量的なものだけではなく、健全な発展がなされているかを確認していくためのものも必要であり、私からは苦情相談件数を提案させていただきましたが、市場が健全な成長をしているのかを測るための適切なものさしは他にもあるかもしれません。数字だけではなく、定性的な評価も重要ではあるとも思います。引き続き御検討をお願いします。

それから11ページ以下ですが、SPVスキームと投資信託の順序について、前回、入れ替えをお願いしたところ、希望どおりの順序にさせていただきありがとうございました。投資信託については思い入れが強いこともあり、何度も発言をさせていただきました。確かに昔からアメリカのミューチュアルファンドには未公開株が組み入れられてきました。ただ一方で、繰り返しますが、未公開株を組み入れるのはアクティブ運用のファンドであり、パッシブのファンドでは起こり得ないわけです。日本のアクティブ運用の投資信託はアメリカのミューチュアルファンドと違って、その規模が極めて小さく、非上場株式を組み入れて問題ない規模のファンドはないのではないのでしょうか。

非上場株式の組入れの上限について15%という規則を整備されたということですが、規則が整備されれば投資して大丈夫という問題ではないと思います。非上場株式への投資を行うおうとする投信会社、そして投資信託協会において、この問題をどのように扱っていくのか、しっかりと検討していただくことが大事だと思います。その場合、ファンドへの資金流入の管理について、実務経験に基づくスキルを備えたスタッフや、意思決定の訓練をされた方々を選定いただくこと、そして、こうした分野への投資を行うことについての責任態勢に

ついてもしっかりと準備をしていただきたいと思います。

また、投資家にも「注意せよ」と警告していくこともすごく重要になると思います。後のページで出てくる未公開株の勧誘のところとも関係しますが、例えば非上場株式を組み入れている投資信託については「特定投資信託」というような別の分類や呼称を設けて、ここに投資する投資には「より注意せよ」という扱いがあってもいいのではないかと思います。御参考までに、証券取引所では、ブルベア型と呼ばれるETFについて、トラブルが多発したことから、投資家が普通のETFと混同しないよう、商品性が違うことをはっきり認識し区別できるような取り扱いと表示をされるようになっていきます。参考になるのではないのでしょうか。

続いて、20ページからの原則勧誘禁止の見直しについてです。原則勧誘禁止の見直しについては時代の流れかなとも思い受け入れますが、ただし、特殊詐欺が多発する中で、未公開株詐欺が比較的低水準に収まっているのは、これは日証協が十数年前に未公開株詐欺への対策として協議会を設置され、努力をされてきたことが大きいことを忘れてはなりません。協議会は1年に数回の開催ですが、金融庁、証券取引等監視委員会、警察庁、国民生活センター、消費者庁、弁護士会などから関係者を招集されて、それぞれの取り組みについて報告し、情報共有をされています。地味な取組みですが、こうした陰ながらの活動があつての今なので、未公開株詐欺は特殊詐欺の中では少ない方だと単純に考えてほしくない、この機会に改めて申し上げたいです。

そのような思いもあり、24行目のところからになりますが、勧誘の原則禁止を見直としても、全ての証券会社に解禁するのではなく、適切な態勢の整備された証券会社においてのみ取り扱えるようにしていただきたいと思います。証券業協会で適切な態勢整備がされた証券会社を認定いただき、リストを公表していただくとともに、そこに名前の挙がった会社は責任を持って勧誘行為をしていただきたいと思います。と思っています。

最後になります。グロース市場にIPOした生成AIのスタートアップ企業の粉飾決算について報道されています。会計監査や情報開示の面で緩くすることの結果なのかもしれないと思うと同時に、一般の個人投資家が巻き込まれるようなことはあってはならないことだと思います。日本の経済成長のために必要な流れだとは思っていますので応援したい気持ちは山々ですが、うそは絶対にいけません。スタートアップ企業の方々が上場を急ぎたい気持ちも分かりますが、誠実な情報開示をお願いしたいと思います。

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。それでは続きまして、有吉委員、どうぞお願いいたします。

【有吉委員】 有吉です。この懇談会では、様々な立場のメンバーが参加して様々なことをコメントしている中で、報告書案の形できれいにまとめられたことについて、事務局の皆様にご礼申し上げます。この報告書案として現在まとめられている内容につきましては、私からは特段コメントはございません。その上で、この報告書案に沿って今後実務なり制度の見直しが進んでいくとなった際に参考にさせていただきたいという趣旨で、2点ほどコメントを申し上げさせていただきたいと思います。

まず、1点目は、先ほどの木地委員の発言に通じる問題意識とも感じていますが、この非上場株式の取引を促進する施策を進めるにあたっては、やはり適合性の原則、適合性を管理するということの重要性について改めて強調をしておきたいと思います。特定投資家や準特定投資家といった概念を用いて取引を進めていくにあたって、形式的に要件は満たしているものの実質的な適格性がないような投資家に非上場株式を売りつけるということは、決してあってはならないと思います。一方で、適合性の原則をあまりにも保守的に捉えて、証券会社の皆様も、制度は変わったものの非上場株式は全く売れないとなってしまっても本末転倒だと思いますので、ここをうまくバランスを取って実務を進めていくことが非常に重要であると思います。

そういった中で、日証協で、ガイドラインの形にするのかどうか分かりませんが、会員の方々に周知していくことが必要になると思います。また、個々の証券会社におかれましては、それぞれの業務の運用の中で、あまりに保守的になり過ぎないということも含めて実質的な適合性をうまく管理していくという発想で対応していただくことが非常に重要だと思います。そのような適合性の観点をもっと取り扱って実務が進んでいくことを期待したいと思います。

それから2点目として、今回のこの報告書や、ここで提案されている施策というのは、事務局が金融庁、それから日証協であることから、主に金融商品取引業者の目線ででき上がっているものであります。ただ、成長資金の供給というのは、当然ながら資金調達をするスタートアップ企業がいないと始まらないですし、また、そのようなスタートアップ企業が投資家からお金を出したいと思われるようでないとなれば成長資金は流れないということになります。したがって、この制度の見直しが進んでいった先も、仲介業者たる証券会社と、それからスタートアップや潜在的なスタートアップになられる方々とがうまく協調したり協議したり

するということで、実務を円滑にしていくという発想がますます重要になってくると思います。

そういった中で、今後、制度の枠組みが一旦できたとしても、どうしても実務的に目詰まりが生じてしまうことも出てくるかもしれません。そのような場面において、どのような場がよいかは分かりませんが、仲介業者側と資金を調達しようとする側とで、協調・協議を進めることによって実務的な目詰まりを解きほぐしていくということを柔軟に進めていただけるような関係性を築いてもらいたいと思います。

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。それでは次に、野村の村上委員、どうぞお願いいたします。

【村上委員】 野村証券、村上です。御指名ありがとうございます。また、皆様コメントされたとおり、多様な意見をこの短期間にきれいにまとめていただきありがとうございます。弊社からも、大枠のところにコメントはありませんが、その中で、資料に注釈も含めて載せることも検討いただければということが2点あります。

1点目は、冒頭に落合委員から発言があったと思いますが、スタートアップ企業の資金調達への寄与について、少なくとも弊社では、いわゆるマッチングやFA、もう少し幅広く捉えると投資家を紹介するという対応を行ってきており、そうした対応の中で実際の資金調達につながったというものがございます。木地委員からは実際に資金調達までつながった案件について把握が難しいものもあるとございましたが、マッチングのところは確かにそうですが、実際に紹介をして、フィーをいただくずに行っているものもそれなりにあります。その中で、既に弊社として活動している部分は多分にあるので、そこが今新しく始まったみたいなニュアンスになってしまうのは少し本意ではないと思っています。

一方で、どのようにカウントしていくかというところは、日証協や金融庁の皆様もしくは証券会社でどこに基準を置くかと考えていかないといけないと思います。いずれにしても、そこに対する積極的な姿勢は過去より行っており、今後についても、数字ありきというよりは、今までやっていることをさらに拡大していく、そのようなことをしっかりやっていくことが重要だということが誤解なく伝わるようにしていただきたいです。

その中では、弊社では単なる資金調達のマッチングだけではなく、例えば事業に役立つような顧客企業の紹介として、事業会社や逆にウェルス層の顧客をつなぐビジネス上の送客を相当程度やっています。そういった証券会社ならではの様々なサービス、サポートを、ユ

ニコーンをつくっていこうという文脈の中で、我々は当たり前のように非常に力を入れてサポートしています。その辺りが全く触れられずに、やられてないように受け取られるのは少し本意ではないので、その辺はしっかりと御認識いただきたいと、改めてこの場でコメントさせていただきます。これが1点目です。

もう1点目は、自己責任のところですが、ここは私が、従前から言っているところで、これをしっかりと徐々に浸透させていくことや、エデュケーションを行っていくことが重要だと思っております。一方で、そこにおけるもう片側、うそのない仕組みもしくはそこに対する責任が問われる仕組みというのが両輪だと思っております。

そこに関しては、本懇談会というよりも世の中の仕組み全体だと思っておりますが、日本においては、個々人がそれなりに誠実に行うという前提で物事が成り立っていると思っており、その前提において、中間者がしっかりと役割を果たすという責任において物事が成り立つというところであります。

IPOのプロセスは、監査法人や主幹事証券会社含めてやれることはまだ一定程度あるとは思いますが、ただ、これを突き詰めても難しいケースはあると思えますし、コストが上がるだけで、本質的なところで意味のあるところまで行くのかということもある中で、騙す側における責任をしっかりと問える仕組みをビルトインしないと、非上場株式の取引は広がっていかないのではないかとこの大きな問題として持っております。

上場に至った会社でもこのようなことが起こっている一方、上場ができると思っても問題が起きて上場に至れない会社というのは多々あり、その中にいわゆる本当の問題と、事業の達成が難しいという問題の両面があります。そのような未上場の領域に突入することを認識した上で、そのような領域の中で問題が起きない仕組みはどうしたらいいかということを考えないといけないというのが今回、非常に大きな話としてあります。そこで、これは問題が起きないようにというよりも、問題が起きにくいシステムや、起きたときにきちんと責任を問える仕組みを入れながら、両輪でアクセルを踏めるようにしないといけないと考えています。そうしなければ、結局、数年後に何かしらの問題が起きてしまい、それによって、取組み全体が問題だと捉えられ、過去の二の舞になってしまいます。そのようなことを避けるために、多様な関係者から責任を持って見られるということ、仲介者のみならず、当たり前のように持てるという仕組みを入れておくことが、諸外国に比べても必要なことではないかと思っております。

この話は、日本における全体の話だと思っておりますが、そのような対策の必要性は、欧米と違

った日本の脆弱性として、提言、問題意識を載せていただきたいと思います。

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、坂委員、どうぞお願いします。

【坂委員】 ありがとうございます。取りまとめについては、非常に多様な意見がある中、ありがとうございました。これまでの議論というよりも、むしろ今後の議論という観点から幾つか発言させていただければと思います。

まず、スタートアップ等への資金供給については、量もさることながら質が重要であるということは重ねて申し上げておきたいと思います。様々な制度がある中で、資金提供先のスクリーニングが適切に機能しない整備枠組みがあれば、そこが弱い環となってしまうと、不適切な先への資金の供給ルートとなり、様々な問題が生じることになります。この点、大規模投資家等では、相応に情報収集力、専門的な分析・判断力を有する投資家によって、資金提供先の適切なスクリーニングが相応に実現すると思われま

す。他方で、リスク許容度・投資判断能力のある投資家による資金供給、特に準特定投資家の枠組みにおいては、適切なスクリーニングが実現し得るかは今後の制度の具体化に懸かると思います。準特定投資家の制度の具体化については、17ページに、協会による銘柄審査、勧誘対象の投資家の範囲、投資家に対する情報提供などが対応すべき内容として挙げられておりますが、これらによって全体として投資先が適切に選択され得るかかどうかというところが問題です。

上記の問題意識の下、制度の具体化に際し留意が必要と考える点について、项目的に6点ほど述べたいと思います。今後の参考にしていただければと思います。

第1に、協会による銘柄審査は極めて重要と考えます。上場株式では、上場審査と上場継続の要件の制度が重要な役割を果たしておりますが、非上場の株式の取引においても、J-Ships規則の検証審査、あるいは株式投資型クラウドファンディング規則の発行者の審査などが重要な役割を果たしております。こうした審査は、適切な非上場株式を市場に供給するという意義を有するとともに、特に悪質な発行者を的確に排除するという観点からも極めて重要です。銘柄審査は制度の重要な要となるものと考えます。

第2に、勧誘対象の投資家について、リスク許容度はあっても投資判断能力のない投資家を含めると、そこで必ず投資被害等の問題が生じると思います。したがって、対象投資家は、リスク許容度を有し、かつ投資判断能力のある投資家に限定すべきと考えます。また、非上場株式の特性やリスクに鑑みますと、対象となる投資家の範囲は特定投資家に移行可能な

投資家の範囲よりもかなり限定されるはずですが、さらに、取引に際し投資家に相応の手続的ハードルを設けることも検討すべきと考えます。

第3に、情報提供については、非上場株式の特性やリスクについて十分な理解を得るとともに、個別の企業に関する情報も適切に提供される必要があります。特に少人数私募・私売出しや少額免除では、開示規制による情報提供が行われませんので、これに代わる情報が適切に提供される必要がありますし、その正確性が確保される必要があります。

第4に、往々にして、証券会社と投資者の間で、それぞれの役割・責任の範囲についての認識の食い違い、あるいはその役割・責任に間隙が出来てしまうところで、問題が生じます。銘柄審査、特定投資家の範囲の限定、情報提供の各局面において、それぞれの役割・責任が明確かつ具体的に示されるとともに、その具体的認識を証券会社、投資者双方が共有して、相互に相手をチェックし合える関係の構築が必要と考えます。

第5に、規律に反する等の事態が生じた場合の対応態勢についてです。先ほどもありましたが、足元では上場株式においても問題が生じております。非上場株式の取引においては、より広く様々な問題が生じるものと考えする必要があります。迅速な措置が可能となるよう、対応態勢を準備しておくことが必要と考えます。

第6に、隣接領域であるM&Aの分野では、近時、中小企業の事業が破壊される事案が頻出して社会問題となり、中小企業庁によるガイドラインの改訂が繰り返されるなどしております。また、かつての未公開株詐欺もさることながら、この間の様々な投資詐欺や証券の不正アクセス、不正取引等、周辺では高度に洗練された組織的な経済事犯が拡大しております。このような関連・隣接の状況に鑑みますと、必要に応じてということになるかと思いますが、今後、中小企業庁や警察庁等の関係隣接機関との情報共有や連携の強化も重要と考えます。

今後の議論ということで参考にしていただければと思いますので、ぜひよろしくお願います。ありがとうございました。

【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、メンザス委員、どうぞお願いいたします。

【メンザス委員】 ありがとうございます。まず、このような場に参加させていただき非常に光栄に感じましたし、この半年間、非常に多くのことを勉強させていただきました。皆様の御意見や考え方など、本当に有意義な時間を過ごさせていただきましたので、ありがとうございます。

この報告書案に関してはおおむね賛成ですが、2つコメントがあります。

一つは、数週間前に意見照会をいただいたときに述べさせていただきましたが、皆様もおっしゃっている7ページ目の420億円を1,800億円にという数字の目標の部分です。そもそもこのパイというのは、日証協が定めている非上場株式の勧誘制度（J-Shipsや株主コミュニティ）になるかと思いますが、数字を設定している以上は、達成したかどうかというのは、外部からの判断材料になってしまうと思っています。

しかし、1,800億円を達成しなかったらそれは失敗かという、そうではないと思っています。今後皆様が協議されて、例えばSPVスキームのモデル契約ができたことによって非常に組成が増えたり、ここで議論したことがきっかけでクロスオーバー投資や例えばセカンダリー取引が増えたりというのは、大きな意味でスタートアップが今後増えていくきっかけになると思いますし、最終的には2027年度までの10兆円ということに貢献できると思います。

したがって、これで設定するのは構わないのですが、全体像を把握するためには、観測範囲をむしろもっと広くして、あらゆる面のスタートアップへの投資、海外からの投資家も含めたほうがいいのではないかと個人的に考えています。本当に光栄なことに委員として選んでいただいて、弊社はSPVビジネスがメインであり、日本株もプライマリーもありますが、セカンダリー取引で取り扱うことが多く、例えば年間に50億円、100億円集めても、この1,800億円には1円も貢献していないというのは少し残念に思います。したがって、もう少し広く、参考指標を使ってもいいのではないかと個人的に思っています。

もう一つは、この懇談会が始まって、海外に行く機会も何度かありました。また、訪日される海外のいわゆるトップティアのファンドマネジャーや、スタートアップと話す機会もありました。またここで言う議論ではないのは重々把握していますが、やはり税金の問題が見え隠れし、例えば30年間の業務経験があるトップのファンドマネジャーに話を聞いても税金の話が出てきています。

例えば米国であれば、いわゆるキャリー（成功報酬）の税率が、所得税ではなくキャピタルゲイン税制になり約半分になりますし、イスラエルは非常に面白く、ファンドのLPのうち海外の投資家が半分以上いたら、キャリーの税率が半分になるなど、このようなインセンティブを与えるのが重要だと考えます。ここで決める話ではないのは重々承知の上ですが、シンガポールやイスラエルは国が小さいので政策決定しやすいということもあるかと思うものの、インセンティブを与えることも重要ではないかと考えます。特に今回決めていただ

いたことを今後も議論いただいて、引き続き私が何か貢献できることとかがあればいつでも貢献したいと考えております。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。柴原委員、どうぞお願いします。

【柴原委員】 今回このような会に呼んでくださいます、また、このような取りまとめをしてくださいます、誠にありがとうございます。

我々がやっていることというのは、次世代の産業育成に貢献したいという思いでビジネスを行っております。特に日本国におけるスタートアップへのリスクマネーの供給というのは喫緊の課題であると考えております。このままでは諸先輩方より受け継いだ大切なバトンを我々の代で途絶えさせてしまうのではないかという強い危機感の下活動しておりますので、今回のようなKGIを明確に設定して下さったことは非常に感謝しております。その上で、2点コメントをさせていただきます。

1つ目が、報告書の16ページ、特定投資家による投資の活性化についてです。(2)の①と(3)については令和7年度中の対応となっておりますが、(2)の②について、特定投資家への移行要件については明確な期日が記載されていないので、可能でしたら、同様に令和7年度中の結論をとというような記載でお願いさせていただけますと幸いです。

また、もう1点、本懇談会の議論にはならなかったもので、報告書に載せるものにはならないかもしれませんが、コメントをもう一つさせていただきます。2024年6月の規制改革実施計画において、非上場株式の発行・流通の活性化にて簡易開示や少額募集について記載がございました。また、2025年4月の規制改革推進会議の第5回スタートアップイノベーション促進ワーキング・グループにおいても、新経済連盟からも対応が未実施及び不十分と思われるものとして項目が挙がっておりました。本会議ではこちらは議論には特になかったと思っておりますが、可能でございましたら、継続して御検討をお願いさせていただけますと幸いです。

ありがとうございました。

【神田座長】 どうもありがとうございました。松尾委員、どうぞお願いいたします。

【松尾委員】 今回この議論に参加させていただいて、様々な知見をいただき、ありがとうございました。報告書についてはもう何も異論を挟むことはありませんが、今後のことについて少し、どのような展開をされるのかお聞きできればと思います。

今回の議論はかなり広範囲な議論でしたので、これからこのKGIの目標を達成するためには、かなり各論の議論がここから必要かと思うところです。例えば株主コミュニティ制度であれば、今後制度をどのように改善していくのかなど、様々な各論的な議論を踏まえる

必要があるかと思っておりますので、今後そのような各論の議論をどのように展開されるのかお聞きできればと思います。

そしてさらに、日証協の50年史の執筆を担当した身からすると、かつての非上場株式市場は右肩上がりの成長の中で拡大していったという大きな時代背景があるのですが、これからは必ずしもそのような背景ではなく、どちらかという右肩下がりな厳しい状況の中で、非上場株式市場をどうしていくのかという議論がなされるべきかと思っております。そのような意味の中では、必ずしも過去の議論が参考にならないことも多いかと思っておりますので、こうしたことも含めて今後の展開についてお聞きできればと思います。よろしく申し上げます。

【神田座長】 ありがとうございます。御質問だったと理解しましたが、いかがでしょうか。

【事務局（松本）】 ありがとうございます。日証協の松本です。今後の展開、議論ですが、この報告書にも書いてありますとおり、幾つかの事項につきましては、日証協の自主規制規則改正ということで日証協のワーキング・グループにて検討させていただきたいと考えております。

また、本文終盤に記載している制度周知については、こちらが非常に重要だということを本懇談会の中で我々としても認識したところです。制度周知については、記載もしている海外を含めた大規模投資家向けのイベントも日証協で開催したいと思っています。また、株主コミュニティであれば、また対象が違いますので、そこはむしろ地域に日証協が実際に足を運んで、そちらはどちらかという地道なことになるかもしれませんが、そのような周知活動も含め、それだけではありませんが、今後はルールをつくるだけではなく、制度周知に日証協としてもさらに注力をしてまいりたいと考えているところです。

以上です。

【松尾委員】 ありがとうございます。株主コミュニティ制度についてはいい側面があり、かつさらに最近は銘柄も増えて、様々な新しい萌芽的な動きが出てきています。ただ、限られたマンパワーでそのような萌芽的な面が出てきているので、制度を周知していただいて、もっと広く周知が深まれば、より新しい展開があるのではないかなと期待される場所ですので、ぜひよろしくお願いいたします。ありがとうございました。

【神田座長】 どうもありがとうございました。関委員、どうぞお願いいたします。

【関委員】 簡単に一言だけ申し上げます。報告書の中で私は海外調査の実施ということで関わらせていただき、その中で様々な知見をこの取りまとめにも反映していただき、誠に

感謝しております。お話を聞いていたところ、やはり10ページ、11ページ付近の大規模投資家等の誘致や市場参加の促進、さらにSPVスキームに関しても、これは私自身がメンザス委員の会社からいろいろ教えていただいて今回勉強したわけなのですが、新しい要望として出てきたかと思っております。このような要望を今後よりよい形で、政策や市場参加者の拡大につなげていくことが必要かと思っております。

ただ一方で、こうした課題に関しては、自主規制や市場育成という日証協の役割からすると若干伝統的な分野からは外れている面もあるかということなので、当然、民間事業者においては既に様々な努力が始まっているところだと思っておりますが、いい形で盛り上げていくにはどうしたらいいのかということで、私としてはさらなる調査研究なども進めつつ、また貢献させていただきたいと思っております。ありがとうございました。

【神田座長】 どうもありがとうございました。追加で村上委員、どうぞお願いします。

【村上委員】 野村證券の村上です。先ほどメンザス委員からあった話を背景に1点だけ述べさせていただきます。

全体のエコシステムがきちんと回っているかという中で、資金調達はある1つの側面だと思いますので、そのことが分かるようにしたほうがいいのかと思います。過去でいうと、例えばPaidyがPayPalに買収された件や、直近でいうと、UPSIDERがみずほ銀行に買収され、IPOに出てこない中で資金調達・資金の循環がされている事例が出ている状況で、報告書案のKGIにキャプチャーされている数値では追えない話も含め、もう少し広く様々なことが回っていることを考えられるようにすべきだと思います。別にKGIを変えてほしいというわけではなく、これはあくまでも一つの指標で、全体がどうなっているかを定点観測しながら、このKGIを達成していないから悪い、達成しているからいいという話ではなく、あくまでもこのKGIをどのような基準として置いて、それを確認しながら全体がどうなっているか、アクセルは踏むべきなのかなど様々なことを見るためのものであると思っています。

全体のエコシステムを捉え、健全に育っているかという指標の中でそのような切り口が少し欠けているかなと思われましたので、きちんと全体を見るときに、例えば、本来であればM&Aをしたほうがスピード感のある会社を無理やりIPOさせたりと、セカンダリーの売買につなげたりすることがいいとは我々は少なくとも思っていないという状況の中で、KGIとしてその方向に舵が切られているように見える状況の中では、あくまでもそれが1つの側面だということを知るようにしたほうがいいのかと思ったという次第です。

以上です。

【神田座長】 ありがとうございます。そのようなマクロの資金循環については、今後必要に応じて整理してお届けするなど、皆さんと議論してはどうかとは思っています。そもそも私は、日本は全体で2,200兆ある国民の家計金融資産から、年金などを通じたものを含めても上場株に流れるお金が非常に少ないことも課題であると考えています。これは皆様方御存知のことかとは思いますが、そのような中で、スタートアップに行く資金の流れというもの、今回取り上げる以外のルートの流れというのは多数あり、またあり得るのですが、それでも、絶対額が非常に小さいというのが現状です。そのような課題にも留意していきたいと思っております。

次に、加藤座長代理から、お願いいたします。

【加藤座長代理】 ありがとうございます。座長代理を拝命しておりましたので、無事に審議を終えることができ、安心しております。

私も1点だけ、既に御出席の皆様の発言と重なりますが、スタートアップへの資金供給については、何も制度がないとか何も仕組みがないというわけではなくて、これまでも様々な制度整備・仕組みの整備が進んできているのだと思います。

その上で、現在、証券会社の皆様がいろいろと工夫されていることや、さらに日本の特徴として有望なスタートアップほど自社で資金調達事務を全て行ってしまうということは、非常に面白い意見でした。その一方で、資金供給の仕組みが分散化しているため、全体の見通しが分からなくなっているのではないとの印象を持ちました。それが結局、KGIという明確な形で何を目標とするかということについて、最後まで様々な意見があったことにつながっているように思います。

そのような観点からしますと、注20で、今後、市場仲介者が関与する資金調達額の具体的内容を決定するということですが、まず、ここをどういうふうにするか、その後、今後その指標を、定点観測して、継続的に見ておくことによって、できるだけ日本のスタートアップへの資金供給の全体像みたいなものをより分かりやすくすることも意識する必要があるかと思いました。

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。

私からも、2点だけ細かな点を指摘させていただきます。

1点目に、一部注釈においてファイルを引用している箇所がありますが、これは最終的に

はURLとしていただければと思います。

もう1点、細かいことで恐縮ですが、19ページ付近の「日証協ワーキング・グループ」と17ページ、21ページ付近の「日証協のワーキング・グループ」で「の」の有無についても調整をお願いします。

それでは、最後に、金融庁様よりお願いします。

【齊藤課長】 今回、恐らく懇談会の対面での会合としては一区切りということになるかと思しますので、一言私のほうからも申し上げさせていただきたいと思ひます。7回にわたりましてお忙しいところ御参加いただきまして、多様な観点から御意見を頂戴いたしまして、ありがとうございます。単に証券会社の方々による直接の資金供給ということにとどまらない幅広い議論をいただきまして、ありがとうございます。

この懇談会は、日証協と金融庁ということでどうしてもスコープが狭くなってしまいがちではあるのですが、本日出席の委員の方々からも御発言がありましたように、スタートアップエコシステム全体を考えて、それは証券会社にとどまらない様々な関与の仕方があって、その中でエコシステムが出来上がっているということですので、そのような点もよく踏まえながら今後進めていきたいと思ひます。この懇談会の報告書を取りまとめいただいた後には、日証協とよく連携をさせていただきながら、具体的な制度整備等に取り組んでいきたいと思ひております。

また、この懇談会の場で、東証のグロース市場の上場維持基準の引上げ方針に関して、その影響について御発言があったかと思ひます。この懇談会の報告書の中でも注書きの形で触れているところですが、その点について一言触れさせていただきたいと思ひます。

この引上げ方針を受けてスタートアップ企業の方々からは、IPOについて、引受主幹事探し等に苦勞しているといった声が出始めているところと承知しています。グロース市場に係る課題については、時価総額が小さいまま上場する企業、いわゆる小粒上場と言われますが、そうした企業において上場後の成長が停滞するケースが多くあるということが指摘されております。これは、ビジネスモデルが十分に確立されていない中で上場しているものや、広報人材の不足などによる上場後の投資家との効果的なコミュニケーションができないといった問題などがあり、上場後伸び悩む企業が多くあるのではないかといたひます。

こうしたことにつきましては、株主の換金機会の確保等の観点から上場を急ぐということではなくて、必要な態勢が整った上で、企業にとって最適な時期に上場していくというこ

とが重要かと思っております。そうした時期に上場を行う限りは小粒であること自体が問題ということではなく、重要なのは上場後に高い成長を実現していくということではないかと考えます。

今回の上場維持基準の見直しにつきましては、こうした点も踏まえまして、東証においては、現行の入り口の新規上場基準自体は変更せず、未来の日本経済の成長を牽引するスタートアップを1社でも多く生み出すため、機関投資家の投資対象となり得る規模である時価総額100億円への成長を早期に促すという観点から行おうとするものと承知しております。この上場維持基準の引上げに伴いまして、東証においてもグロース企業向けのガイダンスを作成し、高い成長を目指した経営の実現に向けた働きかけや、対応のポイント、好事例を提供すること、また、機関投資家の方々との接点づくりにも取り組んでいくということで、グロース市場上場企業の成長をできるだけ強力にサポートしようという方針であると承知しているところです。

金融庁といたしましても、東証を含む関係者と密に連携を取りながら、スタートアップ企業の最適な時期での上場とその後の成長を促進するため、スタートアップ企業への資金供給や流通市場の活性化に全力を尽くしていく方針でございます。証券界、証券会社におかれましても、証券市場のゲートキーパーという役割ですので、スタートアップ企業への成長資金の供給活性化とともに、スタートアップ企業のIPOとその後の成長に向けたサポートにしっかりと取り組んでいただきたいと思いますと考えおり、そうした観点からよくコミュニケーションを取らせていただければと思っております。

以上です。

【神田座長】 どうもありがとうございました。

そこで、報告書の取りまとめの手順について、本日皆様方から貴重な御指摘や御意見、あるいは今後のことを含めて重要な示唆等をいただきました。この報告書案につきましては、基本的にはおおむね御賛同いただいているということかと思いますが、具体的に何点か、落合委員や柴原委員の御指摘もあったかと思えます。

本日皆様方からいただきました御意見、御指摘を踏まえて、報告書案について、若干の微修正の作業を事務局と私でさせていただき、最終的なものを皆様方にメール等で御確認をいただくということで進めさせていただいてはどうかと思えます。それと並行して、表現の平仄やてにをはといった細部につき、事務局と私に御一任いただければと思えます。

そのような若干の作業を終えた上、皆様方に御確認をいただいて、報告書を取りまとめ、

公表していくという手順でいかがかと思いますが、御承認いただけますでしょうか。

(上記方針につき、特段異議は寄せられなかった)

ありがとうございます。それでは、前述のとおりとさせていただきます。

それではまず、事務局から今後の予定についての御連絡をお願いしたいと思います。よろしく願いいたします。

【事務局（栗原）】 ありがとうございます。先ほど座長からもお話がございましたとおり、こちら報告書案については、今後、座長と調整をさせていただいた上で、皆様に改めて御報告をさせていただき、できるだけ早めに、公表させていただきたいと思いますので、引き続きどうぞよろしくお願いいたします。

また、報告書の中にもございましたとおり、本懇談会につきましては、引き続きフォローアップの会議のほうも開催をさせていただきたいと思っており、今後とも引き続き御尽力いただければと思っておりますので、御協力どうぞよろしくお願いいたします。

また、もう1点、先ほど松本からも話がありましたが、周知・広報活動の一環といたしまして、実はJAPAN WEEKSにおいてスタートアップフォーラムというセミナーを日証協で開催させていただき運びとなりました。

そのコンセプトとして、本懇談会におきまして、スタートアップの成長資金供給につきましては、海外投資家を含む大規模投資家をはじめとした多様な市場参加者による資金供給が重要という結論に至ったところ、国内投資につながる日本市場の魅力を海外投資家に効率的に発信するというところで、金融庁がJAPAN WEEKSというイベントを毎年開催しております。その取組みの一環といたしまして、日証協におきまして、こういったセミナーを開催したいといったことです。

JAPAN WEEKSの概要につきましては、期間を定めて海外の投資家を呼び込むといった取り組みです。実施時期として、2025年の10月20日に開催いたします。また、時間につきましては13時から18時で予定しております。実はこちらのJAPAN WEEKSの中でもコアウイークということで1週間を重要な期間ということで定めている、その初日が20日ですが、そこで実施いたします。同時通訳も含めてオンラインとハイブリッドでの開催を予定しております。

プログラム案ということで簡単に御説明申し上げます。まず、日証協会長の挨拶と、また、2番といたしまして基調講演。こちらはまだどなたかというのは決まっておりませんので、今後決めていきたいと思っております。

3番では、海外調査に関するプレゼンということでこちらはNRIの鳩宿さんに、こちら

の懇談会でも御報告をしていただきましたが、お願いしたいと思っております。

4番でパネルディスカッション①で、まさにこちらの懇談会でも御議論いただきました日本のスタートアップ企業と成長資金供給に関する今後の可能性といったことです。下の進行・モデレーターということで、神田座長に進行・モデレーターをお願いしているといった状況です。また、パネリストにつきましては、野村証券の村上委員、Nstockの宮田委員、インキュベートファンドの村田委員といったことで各委員の方に御参加いただき、御議論いただきたいなと思っております。

また、5番では、パネルディスカッション②で、こちらは海外から見た日本のスタートアップへの資金供給の期待といったことです。こちらにつきましては、進行・モデレーターにつきまして、野村資本市場研究所の関委員をお願いしているということで、よろしくお願ひしたいと思っております。パネリストにつきましては、現在調整中ですので、また決まりましたところで公表させていただければと思っております。

また、6番ということでレセプションパーティーも実施させていただきたいと思っておりますので、こちら、委員の方々の御出席と、また、できましたら幅広く皆様におかれましても御周知いただきまして、多くの方に御参加いただければと思っております。

また、詳細が決まりましたところで改めて委員の皆様にはメール等によって御報告をさせていただきたいと思っておりますので、ぜひよろしくお願ひいたします。

事務局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、本日の会合が一応の区切りになるかと思っております。先ほど齊藤課長様からは御挨拶いただきましたので、日証協の岳野副会長からお願ひいたします。

【岳野副会長】 神田座長をはじめ本懇談会の委員の皆様には、この半年間、大変精力的に、かつ建設的に御議論いただきまして、誠にありがとうございました。

私どもとしてのこの問題の受け止め方と今後の取組みについて簡単にもう一度サマライズして申し上げたいと存じます。

私どもの今回の取組みのもともとの気持ちは、報告書の8ページの「参考：KPI・KGIの考え方、全体像のイメージ」を見ていただきたいと存じます。ミッションであるスタートアップ育成5か年計画、スタートアップへの投資額を2027年度までに10兆円とするという計画が政府として決められており、これは幅広く様々な関係者が官民で力を合わせて取り組むのだということでして、私どももその一環として御協力していきたいというつもりで

おります。

今の証券業界としての現状認識を申し上げますと、スタートアップ育成5か年計画が策定されたと同時に、新NISA及び金融経済教育推進機構の設立という家計の資産形成に関する歴史的な改革が行われておりまして、貯蓄から投資への流れが動き始めたと認識しております。家計の資産形成の分野では、さらにこれを進めていくために様々なフォローアップや努力が必要だと思っておりますが、一方で動き始めた貯蓄から投資の流れ、これは何の意義があるかという、資産形成プラス成長資金・リスクマネーの供給ということです。人口減少時代における我が国の潜在成長率を高め、国民生活の向上を図っていくためにこのリスクマネーが使われていくことが重要だと思っております。

そのために、日証協としましては、例えば社債市場の拡大などにも取り組んでおりますが、このスタートアップへの資金供給ということも重要な課題だと認識しており、本懇談会におきましても、そのようなつもりで議論を重ねてきたところです。

そのような中で論点が3つほどあったかと思いますが、一つがKGI・KPIの位置づけです。そもそもスタートアップ育成5か年計画は、大きな目標を掲げて、それに向かって官民で一致協力して取り組んでいくことが必要だということで、あえて2027年度10兆円という数字を積み上げなしに置いているものです。

私どもといたしましても、この大きなスタートアップ育成5か年計画の中で何らかの貢献なり取組みをしたいということで今回1,800億円のKGIを定めておりますが、これは報告書6ページで引用している2024年の規制改革実施計画において、この大きな流れの中で、11行目にあるとおり、PDCAサイクルを回す上で適切なKGI・KPIということです。そういったものとして位置づけておりまして、ゆめゆめ1,800億円の数字をつくる、数字合わせをするというような気はないということをはっきり申し上げたいと思います。

数字をつくることよりも、全体としてこのスタートアップ育成5か年計画を官民挙げて進めていくと、そういうプロアクティブな考え方でやっていきたいので、皆様にもぜひその点は共有いただきたいと存じます。仮に1,800億円を達成できなかったとして、それが問題ではなく、どうやって全体としてこのスタートアップエコシステムをつくっていくか、建設的な議論をする手がかりとするものと考えておりますので、よろしく願いいたします。

それから、インセンティブと規律の件について少し補足させていただきたいと思っております。落合委員からも、政策を進めるに当たっては、規制改革、規制緩和だけではなくてインセンティブが重要だと考えるというお話もいただいております。今回の報告書の中では、インセ

ンティブについて、一部、12ページ以降で、SPVや投資信託やエンジェル投資家による拡大策として幾つかの提案も書き込んでいただいております。特に税制改正要望なども入っておりますので、このような点については、やはり政府においてしっかりとした支援策を検討いただく。それがこのスタートアップ育成5か年計画を全体として回していくことに不可欠なピースだと思っていますので、その点はよろしくお願ひしたいと思ひます。

3番目の規律についてです。これもこの問題を議論するときにあつて非常に難しお話でございます、永沢委員、坂委員から繰り返し御指摘いただひている未公開株詐欺の問題あるいは投資家保護の問題について結果責任を誰がどのように取るのかという問題があります。この規律の点について、特に不幸にして直近でよくない事件も起きてしまひますが、上場企業、IPOでも粉飾が起きる、ましてやという問題意識はございます。そういった点についても、やはりきちんとした規律の下でこのスタートアップ育成5か年計画が着実に進行できるよう、行政当局においてしっかりとした検討を並行して進めていただく必要があると考えておりまして、これもこの際ここで御要望を申し上げたいと思ひます。

以上、少し長くなりましたが、この半年間本当にありがとうございました。ただ、ここで終わりではないと思ひてしまひ、先へ先へと進んでいくつもりです。ですから、次がいつになるか分かりませんが、またしっかりと建設的な議論をするためにこの会でまた皆さんと御議論できることを願ひておりまして、取りあへず今回は1回ここで報告書を取りまとめるといふことです。これまでの御議論に対する皆様の積極的な貢献に御礼を申し上げまして、私の御挨拶といたします。どうもありがとうございました。

【神田座長】 どうもありがとうございました。私からも一言だけ述べさせていただきます。

皆様方、大変お忙しい中を御参加いただき、このテーマについて毎回精力的・建設的に活発な御議論をいただきまして、大変ありがとうございました。また、会議の円滑な運営にも御協力いただきまして、厚く御礼申し上げます。また、皆様方には引き続きフォローアップでお世話になりますので、引き続き、皆様方には御協力とお助けをいただければと思ひます。いずれにしても、この会が一つのきっかけとなつて目標が達成されるときが来ることを祈りたいと思ひます。

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。皆様方、どうもありがとうございました。

— 了 —