

第2回スタートアップ企業等への 成長資金供給等に関する懇談会

2025年3月

インキュベイトファンド株式会社
代表パートナー 村田 祐介

本懇談会で議論すべきポイントについて

令和6年6月21日策定 規制改革実施計画（閣議決定事項）

発行市場（公募）活性化について

No	事項名	規制改革の内容	実施時期	所管府省
1	発行市場（公募）の活性化	<p>a 金融庁は、事業者が株式による資金調達を行う際に過大な手続コストが掛かるという指摘があることを踏まえ、b,cにおける募集の在り方について検討を行うに当たっては、事業者負担に関する実態調査を行い、コストを分析し、公表する。</p> <p>b 金融庁は、現行の有価証券届出書の届出免除基準について、スタートアップの具体的な資金ニーズ、投資家保護や事業者負担の実態等を踏まえつつ、基準の引上げを含め制度の在り方について検討し、結論を得る。</p> <p>c 金融庁は、現行の金融商品取引法第5条第2項に基づく少額募集について、金融庁が現在検討している開示の簡素化を早期に実施するとともに、例えば、少額募集の上限を20億円程度まで引き上げ、1億円から5億円未満、5億円から10億円未満、10億円から20億円未満の金額帯で開示を簡素化する案等、投資家保護の要請に応えつつ、段階的かつ合理的な開示制度となるよう見直しを検討し、結論を得る。</p> <p>d 金融庁は、株式投資型クラウドファンディング（以下「ECF」という。）について、発行者と投資家との間にファンドを介在させることで株主の一元化を図る、いわゆるシンジケート型の仕組みを採りやすくすることを可能とし、もって、スタートアップ等における資金調達を円滑にする観点から、ECF事業者が顧客やマーケットのニーズに合わせて想定しているビジネスモデルに鑑み、単一株式会社での運用や投資運用に関する判断が限定的である等の特徴があることを勘案して、この場合に必要な人的構成等に係る登録審査の在り方がどのようなものかや、投資運用業の例外的な取扱いをすることがあり得るかを含め、投資家保護の視点に配慮しつつ、ECF事業者が利用しやすい制度となるよう検討し、結論を得る。あわせて、クラウドファンディングに係る自主規制が全体として整合性が確保されるよう検討する。</p>	<p>a：令和6年検討開始、令和7年度措置</p> <p>b～d：令和6年度検討、結論を得次第速やかに措置</p>	金融庁

令和6年6月21日策定 規制改革実施計画（閣議決定事項）

発行市場（私募）の活性化について

No	事項名	規制改革の内容	実施時期	所管府省
2	発行市場（私募）の活性化	<p>a 金融庁は、日本証券業協会と連携し、非上場株式市場を活性化させる観点から、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、発行企業の資金調達効率化と情報開示を通じた投資家保護の強化に留意しつつ、証券会社による非上場株式の勧誘の在り方を検討し、結論を得る。その際、金融庁は、日本証券業協会と連携し、事業者等と議論する場を設け、新たな視点を持った構成員を入れて議論する。議論の際には、参加者の同意が得られる場合には、その議事の公開や議事録を公表するなど透明性の確保に留意する。</p> <p>b 金融庁は、スタートアップ等が株式による資金調達をしやすくする観点から、投資家保護のための規制が事業者の情報発信や勧誘活動を過大に制約していないか等を検証し、スタートアップの具体的な資金ニーズ、投資家保護や事業者負担の実態等を踏まえつつ、例えば、特定投資家私募時に広範囲に情報提供を認める案や、少人数私募における人数要件（49名以下）の緩和や人数計算を勧誘者基準から取得者基準に変更する案等、広く私募の在り方について検討し、結論を得る。</p> <p>c 金融庁は、インターネット利用、ピッチイベント等具体的な場面における少人数私募制度に関する考え方を明確化し、少人数私募制度の活用の仕方について改めて整理する。</p> <p>d 金融庁は、スタートアップ・エコシステムを進化させる観点から、IPOやM&Aでエグジットした起業家等について、スタートアップに関する実体験に基づく知見を有するとともに一定の資産を保有しているかどうか等を勘案した上で、投資家保護に留意しつつ、特定投資家の要件のうちの「特定の知識経験を有する者」を活用できることを周知することや、その対象範囲の拡大を含めて検討することを通じて、特定投資家の裾野拡大に向けた取組を行う。</p>	令和6年度検討、結論を得次第速やかに措置	金融庁

令和6年6月21日策定 規制改革実施計画（閣議決定事項）

流通市場の活性化等について、及びPDCAサイクルについて

No	事項名	規制改革の内容	実施時期	所管府省
3	流通市場の活性化等	金融庁は、非上場株式の流通を円滑化するとともに、フィンテック事業者等の新規参入を促す観点から、私設取引システム（Proprietary Trading System、以下「PTS」という。）の要件について、例えば、第一種金融商品取引業の取得のみを要件とするなど、事業者に求めるPTS固有の規制要件を取引規模等に応じて減らす方向で緩和する。また、今後の制度整備と併せてPTSの業務範囲を明確化し、監督指針等で事業者へ周知する。加えて、金融庁は、日本証券業協会と連携し、PTSの活用を促進する観点から、PTS取引実務における課題について事業者等と議論する場を設け、新たな視点を持った構成員を入れて議論する。議論の際には、参加者の同意が得られる場合には、その議事の公開や議事録を公表するなど透明性の確保に留意する。	令和6年度検討、結論を得次第速やかに措置	金融庁
4	PDCAサイクル	金融庁は、日本証券業協会と連携し、非上場株式の発行・流通活性化のための制度整備等のスケジュールやビジョン・目標を共有し、その下で制度の運用状況を包括的にフォローアップする。その際、制度の整合性を取る結果、対応のためのコストが、もともとの制度が予定していた「より大規模なビジネス」の場合と同様に掛かり、それが少額多品種多頻度のものを処理しなければいけないフィンテックやスタートアップといった企業にとって致命的なものとなることを避けるため、制度をどのように策定したかではなく、課題をどのように解決できるようになったかという観点を重視するとともに、制度の継続的な改善を図るため、入手可能なデータに基づき、国内の金融商品取引業者が関わる非上場株式の売買金額や非上場株式に係る各種制度の活用件数、特定投資家の人数等、PDCAサイクルを回す上で適切なKGI・KPIを、業界関係者や必要に応じて経済産業省と連携し、設定する。	令和6年検討開始、令和7年度措置	金融庁 経済産業省

規制改革実施計画の主な論点＝本会で議論すべき論点

- ①少額募集の上限を20億円程度まで引き上げ、金額毎に開示を簡素化することについて
- ②株式投資型クラウドファンディング(ECF)に係るSPV方式の解禁、人的構成に係る登録審査の在り方及び投資運用業の例外的取扱、自主規制に係る整合性確保について
- ③特定投資家私募における広範囲な情報提供の解禁、少人数私募における人数要件(49名以下)の緩和及び人数計算を勧誘者基準から取得者基準に変更することについて
- ④特定投資家の認定要件緩和について
- ⑤登録PTSの事業者要件を第一種金融取引業の取得のみとし、PTS固有の規制要件を取引規模等に応じて減らす方向性について
- ⑥非上場株式の発行及び流通活性化に向け、フィンテックスタートアップ等の関連事業者が諸制度整合のためのコストが大規模になり致命的になることを避けるため、課題解決観点を重視し、売買金額・制度活用件数・特定投資家人数などのKGI/KPIを設定することについて

①②少額募集の上限引き上げ及び開示簡素化、ECF規制緩和

- ECFは活用事例は増加しているものの、制度開始後8年間で累計729件で156億円に留まっている。一般個人投資家が直接株主に入る事に伴う会社法関連対応コストが大きく、発行会社とVCからどうしても敬遠されてしまっている。但し米国AngelListのように、スタートアップ投資に精通したファンドマネージャーによるSPV方式が解禁されるならば、上限金額の引き上げと開示簡素化含めて検討すべき。
- ECFを除く少額募集は少なくとも国内スタートアップで利用されている事例は殆どなく、米国も同様の状況。但し規制改革実施計画に記載のような上限引き上げ（上限20億円）と金額に応じた段階的な開示簡素化が実現すれば発行会社側からの需要を獲得できる可能性が十分あるものと思料。

■私募制度の概要（2023年10月3日 第1回金融審議会資産運用に関するタスクフォース資料3 P6より抜粋）

日本

米国

少額募集の要件

- 上限金額: **5億円**
 - 対象投資家: **限定なし**
 - インターネットによる勧誘: **可**
 - 開示: 財務諸表 (**単体のみ・監査必要**)・非財務情報 (事業内容、リスク情報、業績の分析等)・証券情報 [有価証券届出書]、継続開示 (有価証券報告書、半期・臨時報告書)
 - ✓ 転売制限なし
-
- 上限金額: **1億円**
 - 対象投資家: **限定なし**
 - インターネットによる勧誘: **可**
 - 開示: **不要** (有価証券通知書提出 (監査**不要**))
 - ✓ 転売制限なし

<類型①(Tier1)> 利用実績:0.44億ドル(約57億円)

Regulation A

- 上限金額: **2,000万ドル(約26億円)**
- 対象投資家: **限定なし**
- 一般的勧誘 (インターネット等)による勧誘: **可**
- 開示: 財務諸表 (**監査不要**)、非財務情報 (事業内容、リスク情報、業績の分析等)、証券情報 [Form 1-A]
- ※州法の適用は免除されない(州当局が、財務情報、リスク、経営陣等に関する実質的審査を実施。例えば、NY州・テキサス州では、発行者は監査済の財務情報の提出、ブローカー・ディーラー登録が必要。また、従業員等が募集するときは、外務員登録が必要)

<類型②(Tier2)> 利用実績:9.98億ドル(約1,300億円)

- 上限金額: **7,500万ドル(約98億円)**
- 対象投資家: **限定なし** ※ 一般投資家は投資額に制限あり
- 一般的勧誘 (インターネット等)による勧誘: **可**
- 開示: 財務諸表 (**監査必要**)・非財務情報 (事業内容、リスク情報、業績の分析等)・証券情報 [Form 1-A]、継続開示 (年次報告書、半期・臨時報告書)

✓ 類型①、類型②共に転売制限なし

③ 特定投資家私募に係る広範囲情報提供及び少人数私募に係る人数要件

- ・ 特定投資家私募、少人数私募、少額募集いずれにしても如何に発行会社と証券会社のコストを抑えられるかが極めて重要。もっと踏み込めば、証券会社が“単独収益事業”として積極的に非上場株式を取り扱える強いインセンティブが必要。
- ・ そのため、まず店頭取扱有価証券制度である「店頭有価証券に関する規則」第3条の投資勧誘禁止の規定を削除して原則取扱が可能なルールに変更し、その上で特定投資家私募、少人数私募、少額募集に係る勧誘ルールを定めるべきものと思料。
- ・ そのうえで、少人数私募の人数要件を米国と同様に勧誘者基準から取得者基準に変更し、広範囲情報提供も解禁すべき。また開示情報を米国のFormDレベルの内容に限定し、発行会社/投資家間での合意に応じてDDに必要な情報を提供する形にすべきものと資料。

■ 私募制度の概要 (2023年10月3日 第1回金融審議会資産運用に関するタスクフォース資料3 P6より抜粋)

	日本	米国
私募 の要件	<p><少人数私募></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 上限金額: なし ● 対象投資家: 3か月(注1)で49名以下(勧誘ベース) ※ 適格機関投資家は人数に含めない ● インターネットによる勧誘: 不可 ● 開示: 不要 (監査不要) ✓ 転売制限なし 	<p><類型① (Rule504)> 利用実績: 2.28億ドル(約297億円)</p> <p style="text-align: right;">Regulation D</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 上限金額: 1,000万ドル(約13億円) ● 対象投資家: 限定なし ● 一般的勧誘(インターネット等)による勧誘: 不可 ● 開示: 証券情報等(監査不要) [Form D] ※ 州法の適用は免除されない(Regulation A Tier1と同様)
	<p><適格機関投資家私募></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 上限金額: なし ● 対象投資家: 適格機関投資家 ● インターネットによる勧誘: 可 ※ 適格機関投資家のみが閲覧可能とする必要 ● 開示: 不要 (監査不要) ✓ 転売制限あり 	<p><類型② (Rule506(b))> 利用実績: 1兆4,920億ドル(約194兆4,076億円)</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 上限金額: なし ● 対象投資家: プロ投資家、90日で35名以下(取得ベース)の洗練された投資家(財務及び事業に関する知識・経験を有し、投資のリスクとメリットを評価する能力を有する投資家) ● 一般的勧誘(インターネット等)による勧誘: 不可 ● 開示: 証券情報等[Form D]。また、洗練された投資家を対象とする場合、財務諸表(募集金額2,000万ドル(約26億円)超は監査必要)・非財務情報(事業内容、リスク情報、業績の分析等) [Form 1-A相当]を投資家に情報提供
	<p><特定投資家私募></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 上限金額: なし ● 対象投資家: 特定投資家 ● インターネットによる勧誘: 可 ※ 特定投資家のみが閲覧可能とする必要 ● 情報提供: 特定証券情報(東京プロマーケット上場銘柄以外は、監査不要)、発行者情報 ✓ 転売制限あり ※ 2022年7月、日証協による制度整備 	<p><類型③ (Rule506(c))> 利用実績: 660億ドル(約8兆6404億円)</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 上限金額: なし ● 対象投資家: プロ投資家 ● 一般的勧誘(インターネット等)による勧誘: 可 ● 開示: 証券情報等(監査不要) [Form D] <p>✓ 類型①(プロ投資家のみが取得する場合等例外あり)・類型②・類型③に転売制限あり</p>

④ 特定投資家要件の認定について

特定投資家の要件カバレッジを海外事例を元に如何に広げるかという議論ではなく、証券会社毎及び取引種類毎に証券会社の承認を得ることになっている商慣習を改め、証券口座開設時点でのKYCまたは証券口座の過去取引情報を元に、要件を満たした時点で自動的に特定投資家として認定する仕組みを全証券会社が導入し、業界全体で積極的に一般投資家から特定投資家への移行を促進するべき。

■日米の適格投資家制度の違いについて（2025年1月 あずさ監査法人「スタートアップを取り巻く環境変化（後編）より抜粋」）

米国の適格投資家制度と日本の特定投資家制度との間には本質的な違いがあります。米国の適格投資家は、SEC規則に定められた要件を満たす個人や法人が一律に該当します。これに対して日本の特定投資家制度では、一定の要件を満たす個人が特定投資家としての取扱いを受けるためには、取引口座を有する証券会社に対して契約の種類ごと（たとえば株式取引、債券取引など）に申出を行い、当該証券会社の承認を得る必要があります。たとえば、甲証券会社での株式取引について特定投資家としての取扱いを受けているA氏が、乙証券会社での取引では一般投資家となるといった事象が発生します。なお、スタートアップ企業が自社の発行する株式への投資を個人投資家に対して直接勧誘する場合には、特定投資家制度の適用はありません。

この点は証券会社との取引関係から離れた一般的な要件が定められている米国のレギュレーションDにおける適格投資家と決定的に異なっています。つまり、米国では、レギュレーションDに示された適格投資家に対して、スタートアップ企業が直接出資を働きかけたとしても登録免除の対象となる私募であるとしてSECへの公募届出が不要となるのに対し、日本で特定投資家に移行できる要件を満たす個人に対してスタートアップ企業が直接株式の買付けを働きかければ、対象とする投資家の数が50人以上になる場合、有価証券届出書の提出を必要とする公募（募集または売出し）に該当してしまいます。

このため、スタートアップによる特定投資家向け有価証券の発行を通じた資金調達が拡大するかどうかは、ひとえに資金調達を支援する証券会社が法令上の要件を満たす個人顧客の特定投資家への移行を積極的に進めるかどうかにかかっているとと言えます。非上場PTSの取引拡大についても、特定投資家向け有価証券が資金調達手段としてどこまで広がりを見せるかによって左右されます。

⑤登録PTSの事業者要件及びPTS固有の規制要件緩和について

- 本会の趣旨に則り、非上場株式の流通を活性化に資する事業者の新規参入を促す意味でも、登録PTSの事業者要件は第一種金融商品取引業者（特例仲介業者を含む）のみとすべき。
- 取次型登録PTSについて、価格情報の公表（日証協自主規制改正案第9条の2）は発行会社の実務への影響及び負担が大き過ぎる。少なくとも公表ではなく、情報提供先は売買に直接関係した当事者及び既存株主に限定すべきではないか。
- 発行体による適時の情報提供（同第8条の2）は、公表自体はPTS運営会員が行うことであったとしても、実務への影響として発行会社の負担が大き過ぎる。公表については勧誘先のみへの提供で足りるはず。また開示内容を自社顧客型と同様のゴーイングコンサーンベースのものに絞るべきではないか。
- 登録PTSについて2023年-2024年に当方から金融庁市場課へ提案させて頂いた際は、非上場株式は売買頻度も低いのでシステム的には「掲示板とエクセルで十分」とコンセンサスを取っていた。システム要件のハードルを下げるべきではないか。

⑥ KGI/KPI設定について

- ・ 非上場株式の発行流通活性化のためには、証券会社による仲介機能が大きく必要。そもそも証券会社が上場までスタートアップの株式を取扱えない前提のルールとなっている状況から脱却し、あらゆる勧誘制度を介してプライマリ・セカンダリともに仲介件数を増加させ、“証券会社が儲かる構造”と“非上場株式の流動性”を併せて創出頂きたい。
- ・ そのために、非上場株式取扱いに関する諸制度や日本版QSBS制度等の税制も併せ、顧客だけでなく各証券会社内で強く認知を広めて頂きたい。

■規制改革実施計画再掲:

金融庁は、日本証券業協会と連携し、非上場株式の発行・流通活性化のための制度整備等のスケジュールやビジョン・目標を共有し、その下で制度の運用状況を包括的にフォローアップする。その際、制度の整合性を取る結果、対応のためのコストが、もともとの制度が予定していた「より大規模なビジネス」の場合と同様に掛かり、それが少額多品種多頻度のものを処理しなければいけないフィンテックやスタートアップといった企業にとって致命的なものとなることを避けるため、制度をどのように策定したかではなく、課題をどのように解決できるようになったかという観点を重視するとともに、制度の継続的な改善を図るため、入手可能なデータに基づき、国内の金融商品取引業者が関わる非上場株式の売買金額や非上場株式に係る各種制度の活用件数、特定投資家の人数等、PDCAサイクルを回す上で適切なKGI・KPIを、業界関係者や必要に応じて経済産業省と連携し、設定する。

INCUBATEFUND