

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（2025 年〇月報告）

【2025/7/31 案】

2025 年〇月〇日

I. はじめに

II. スタートアップ企業等への資金供給等のあり方（全体像）

1. スタートアップ企業等への投資の位置付け
2. スタートアップ企業等への資金供給者
3. セカンダリー市場
4. 市場仲介者の役割

III. 本懇談会での議論等を踏まえた対応の方向性

1. KGI 及び参考指標の設定
 - (1) KGI の設定について
 - (2) 参考指標の設定について
2. 大規模投資家等
 - (1) 現状認識について
 - (2) 課題及び今後期待される取組み等について
3. SPV スキーム・投資信託・エンジェル投資家
 - (1) 現状認識について
 - (2) 課題及び今後期待される取組み等について
4. リスク許容度・投資判断能力のある投資者
 - (1) J-Ships の利活用の拡大
 - (2) 特定投資家による投資の活性化
 - (3) 準特定投資家による投資
5. セカンダリー取引
 - (1) 現状認識について
 - (2) 課題及び対応策について
6. 原則勧誘禁止の見直し
7. 制度周知等

IV. 終わりに

I. はじめに

政府の「スタートアップ育成5か年計画」（2022年11月28日 新しい資本主義実現会議決定）において、スタートアップ企業等は、社会的課題を成長のエンジンに転換して、持続可能な経済社会を実現する存在であり、日本にスタートアップ企業等を生み育てるエコシステムを創出すべく、大きな目標を掲げて、それに向けて官民で一致協力して取り組んでいくことが必要であるとされた。

2024年6月に公表された「規制改革実施計画¹」においては、我が国のスタートアップ等の企業について、ユニコーン企業やグローバル企業への成長促進や、地域経済再生への貢献等の観点から、適切な投資者保護を確保しつつ、非上場企業についても非上場株式の発行及び流通を活性化することを通じて、円滑な資金調達の途を確保する必要があるとされている。また、同計画においては、金融庁に対して、日本証券業協会（以下「日証協」という。）と連携して、発行市場（私募）の活性化の観点から証券会社による非上場株式の勧誘の在り方について、流通市場の活性化等の観点から私設取引システム（以下「PTS」という。）の活用促進について、事業者等を含めた新たな視点を持った構成員を入れて議論すること、及び「PDCA サイクル」の観点からKGI・KPIを設定し、その下での制度の運用状況を包括的にフォローアップすることについて提言されたところである。

また、日証協では、2024年7月に策定した「日証協が対応すべき重要施策」及び「当面の主要課題」の中で、スタートアップ育成の支援を掲げている²。

上記を踏まえ、金融庁と日証協が連携し、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ため、2025年1月から計7回にわたり「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」（以下「本懇談会」という。）を開催し、市場関係者（発行企業、投資者、市場仲介者）からのプレゼンテーション及び海外調査の結果も踏まえ、以下の事項について議論を行った。

- ① 非上場株式の取引制度及び規制（勧誘対象、情報提供等）のあり方
- ② 既存の非上場株式取引制度の改善策
- ③ 非上場株式のPTS取引（登録PTS）の活性化に向けた対応
- ④ その他（検討結果のフォローアップのあり方等）

なお、法令上の開示制度に係る事項については、本懇談会の検討事項に掲げていないが、議論の過程においては、法令上の開示制度に係る事項についても意見が寄せられた³。

¹ [01_program.pdf](#)

² [当面の主要課題](#) | 日本証券業協会

³ 本懇談会における意見の内容については本懇談会議事録 (<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi>)

Ⅱ. スタートアップ企業等への資金供給等のあり方（全体像）

1. スタートアップ企業等への投資の位置付け

スタートアップ企業等は、社会的課題を成長のエンジンに転換して、持続可能な経済社会を実現する存在である。より大きく成長すべきスタートアップ企業等に非上場株式の取引等や上場市場（東証グロース市場等）を通じて適切に資金を供給しつつ、スタートアップ企業等の成長及び新陳代謝を図ることが肝要である。

スタートアップ企業等への投資は、大きなリターンを得られる可能性がある一方、創業間もないことや非上場会社であることなどから「事業の不確実性が高い」、「上場会社に比べて開示されている情報が限定的であり、発行体と投資者の間の情報の非対称性が大きい」、「市場が未発達であり、その流動性の低さ等から投資者の換金の機会が限られる」、「インサイダー取引規制等の不公正取引規制が適用されない」といったリスクや特性を持ち合わせている。

したがって、スタートアップ企業等への成長資金の供給については、これらのリスク等を正しく理解し、かつ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である。

2. スタートアップ企業等への資金供給者

スタートアップ企業等への投資については、上述のとおり、リスク等を正しく理解し、かつリスク許容度のある投資者による投資が重要であることに加え、スタートアップ企業等において、企業価値の向上や株主構成の観点も加味した資金調達へのニーズが高いことも踏まえる必要がある。

この点はユニコーン企業を多数輩出しており、スタートアップ企業等への投資が盛んに行われている米国でも同様であり、同国では、特にリスクの高いシード期では、リタイアした会社役員や既に Exit を経験した起業家といったエンジェル投資家が協業先のマッチングや戦略上のアドバイスなど経営の支援と共に主たる資金供給者として存在感を示している。また、PMF（Product Market Fit）が達成され、調達額も大きくなるアーリー期以降においては、ベンチャーキャピタル（以下「VC」という。）に加え、グロースキャピタル、プライベートエクイティファンド（以下

「PE ファンド」という。)、ヘッジファンド及び投資信託(クロスオーバー投信)等の適格機関投資家(QIB⁴)が市場に参加し、中心的な役割を果たしている⁵。

こうした点を踏まえると、日本においては、リスクの高い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⁶などのピークルを通じた投資の拡大が重要であり、また、調達額も大きくなるアーリー期以降においては大規模投資家等や投資信託などのピークルを通じた投資の拡大が特に重要である⁷。なお、これらの投資者層による投資の重要性は、市場仲介業者を通じた資金供給に限らず、広くスタートアップ企業等への成長資金の供給全般に妥当するものと考えられる。

また、投資者の裾野拡大という観点からは、上述の投資者層以外の「リスク許容度・投資判断能力のある投資者」による投資の拡大も必要であると考えられる。

3. セカンダリー市場

セカンダリー取引には VC 等のファンドが保有するスタートアップ企業等の株式を売却するいわゆる株主主導型とスタートアップ企業等の創業者や従業員、投資者等が保有する株式を売却するいわゆる発行体主導型が主に存在する。これらのセカンダリー取引を可能とする十分に整備されたセカンダリー市場の存在は、プライマリーでの投資者等の Exit の多様化(スタートアップ企業等の成長ステージに応じた次の投資者への譲渡など IPO に限らない Exit)を実現するだけでなく、結果的に資金供給のハードルを下げるなどプライマリー市場の活性化にも寄与する。また、従業員等に付与したストックオプションの換金の場合というスタートアップ企業等にとって非常に重要な機能も提供するものでもある⁸。あわせて、VC や SPV スキーム等のファンドを通じた成長資金の供給拡大の観点から、これらのファンド持分の

⁴ 1 億ドル以上の証券投資を行う機関投資家等が該当する米国 1933 年証券法規則 144A に定める適格機関投資家 (qualified institutional buyer) をいう。

⁵ 欧州では富裕層の一族の資産運用を行うファミリーオフィスも成長ステージを問わず一定の存在感を示している。

⁶ 複数の投資家による特定少数のスタートアップ企業等へのシンジケート投資を、投資家が直接的な株主にはならない形で実現するために、LLC (Limited Liability Company: 合同会社) 等の SPV を利用した投資スキームをいう。(本報告書のⅢ. 3. (1) 参照。)

⁷ BtoC 事業・サービスを提供するスタートアップ企業等においては、資金調達と同時に顧客やファン獲得などのマーケティング的要素も満たすことができるため、株式投資型クラウドファンディングのような一般投資家を対象にした資金調達ニーズも存在する。

⁸ 本懇談会の委員より「ストックオプションは権利行使期間(一般的に 10 年又は 15 年)を過ぎると失効してしまう中で、創業初期の役職員に対して当該期間を迎える前に流動化機会を作りたいというニーズは極めて高く、当該ニーズに応えるためにはセカンダリー市場が必要不可欠である」との発言があった。

取引を可能とするセカンダリー市場が整備されることも重要である。このように、セカンダリー市場はスタートアップ企業等が非上場のままで成長するには不可欠なものと言える。

米国では、旺盛なプライマリー市場のもと、非上場で成長を続ける企業が増加したこと（IPO までの期間の長期化）や未上場段階での高額調達が高額化したことなどを背景に、株式の流動性確保や追加投資の手段としてセカンダリー市場が整備されている。特に、ミドル期以降、投資者が株式売却を本格的に検討し始めるため、セカンダリー取引のニーズが顕在化する⁹。

一方、現在の日本においては非上場株式のセカンダリー市場が殆ど存在しない状況であり、プライマリー市場の更なる活性化と併せてセカンダリー市場の活性化に向けた取組みが重要である¹⁰。

4. 市場仲介者の役割

米国における市場仲介者（証券会社等であるブローカーディーラーをいう。以下「B/D」という。）の役割として、プライマリー市場では、発行体からの依頼に基づき、発行体の性質に照らして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的なものとなっている。発行体による B/D の起用については、成長が進んだミドル期以降の比較的大きな資金調達において、B/D が有する投資者のネットワークへの期待に加え、資金調達にあたっての各種手続きのリソースを外注する意図がみられる。なお、成長が進んだ発行体の場合、当該プロセス等を自社で管理できるだけのリソースがあることも多いため、B/D が関与する資金調達は、スタートアップ企業等の株式のプライマリー市場全体の一部を占めるものとなっている。また、セカンダリー市場では、大手 B/D の役割は限定的であるが、中堅の専門 B/D が売り手への勧誘を行ったうえで買い手を探索する役割を担っている。また、ATS 規制¹¹の下、一部の ATS がマーケットプレイス（複数の売り手と買い手が売買できるオンラインのプラットフォーム）を提供する役割を担っている。

⁹ 非上場株式のセカンダリー市場が整備されている米国であっても、譲渡制限（Transfer Restriction）や先買権（ROFR: Right of First Refusal）への対応等で受渡決済までに 30～60 日（場合によっては 90 日）を要している。また、ATS が提供するマーケットプレイス（複数の売り手と買い手が売買できるオンラインのプラットフォーム）においてセカンダリー取引がある程度の量や頻度で成立する銘柄は、一部の大型銘柄などに限られているとの指摘があった。

¹⁰ 本懇談会の委員より「東証グロース市場における上場維持基準の見直しの方向性が示されたことにより、実務上の上場基準の引上げ等の影響が既にみられており、出口がしばんでいくようなことにしないためにも非上場株式のセカンダリーの需要が高まっている」との発言があった。

¹¹ 日本における PTS に相当する ATS（Alternative Trading System）の提供者に適用される米国 1933 年証券法規則 300～303（レギュレーション ATS）などの規制。同規定において ATS 運営者は

1 なお、米国における主たるスタートアップ企業等の資金調達としては、資金調達
2 手続きの効率化の観点から「登録免除募集制度(Exempt Offerings)¹²」を利用して
3 当該制度の要件を満たすエンジェル投資家や適格機関投資家(QIB)に対して実施
4 されるものが中心であり、B/Dが行う投資勧誘も登録免除募集制度に基づきこれら
5 の投資者を対象に行われるものが中心となっている¹³。

6 日本では、市場仲介者(証券会社等)が行う非上場株式の勧誘は、日証協の非上
7 場株式の原則勧誘禁止の自主規制のもと、投資者保護を考慮して制度設計された個
8 別の勧誘制度¹⁴に基づき行うこととされており、スタートアップ企業等への成長資
9 金の供給についても、投資勧誘を伴う私募の取扱いや売買等については当該勧誘制
10 度に基づき行われている。なお、当該勧誘制度の利用においては、海外と比べた日
11 本のスタートアップ企業等の特徴として有望なスタートアップ企業等ほど資金調
12 達も含めて自身で行う意向が強いことを十分に留意のうえ、顧客に勧誘するスター
13 トアップ企業等の選定を行う必要性が指摘されている。

14 スタートアップ企業等への成長資金の供給において、「大規模投資家等による投
15 資の拡大」が特に重要であるが、当該投資者層がスタートアップ企業等に投資する
16 際の市場仲介者(証券会社等)の支援としては、必ずしも日証協の勧誘制度に限ら
17 れず、現時点においてはFA業務¹⁵や紹介などによる支援も大きな役割を果たしてい
18 る。

19 以上のとおり、スタートアップ企業等への成長資金供給において市場仲介者が果
20 たす役割は一樣ではないものの、市場仲介者がスタートアップ企業等の成長を継続
21 的に支援していくためには、市場仲介者の収益の観点からも持続可能な形でその役
22 割を果たしていくことが重要であると考えられる。

B/D登録が必要とされている。

¹² 具体的な制度としては、自衛力認定投資家(Accredited Investors)を前提にした米国1933年証券法規則506(b)及び(c)が多く利用される。

¹³ なお、投資者の適合性の確認については、FINRA自主規制規則2111(適合性ルール)に基づき行うこととされている。なお、同規定では総資産が5,000万ドル以上の者等に関する例外規定も存在。

¹⁴ 日証協における非上場株式の勧誘・取引制度については資料5を参照。

¹⁵ 金融商品取引法第35条第1項第11号や同項第12号等に基づき行うファイナンシャルアドバイザー業務。

Ⅲ. 本懇談会での議論を踏まえた対応の方向性

1. KGI 及び参考指標の設定

(1) KGI の設定について

2024 年 6 月 21 日閣議決定「規制改革実施計画」において「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。…（中略）…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。」と提言された。当該提言を受け、日本全体の目標であるスタートアップ育成 5 年計画の「スタートアップへの投資額を 2027 年度までに 10 兆円」も念頭に置きつつ、証券会社等の市場仲介者が果たすべき役割を踏まえた目標（KGI）の設定について検討を行い、以下のとおり本懇談会として考え方を取りまとめた。

まず、KGI の指標としては、スタートアップ育成 5 年計画ではスタートアップ企業等への投資金額を指標として掲げている¹⁶ところ、これと整合的な指標とすることが合理的であることから、証券会社等の市場仲介者を通じたスタートアップ企業等への成長資金の供給拡大を主な検討課題とする本懇談会においては、証券会社等の市場仲介者が関与する資金調達額を KGI の指標とすることとした¹⁷。

現状、米国では、非開示会社・非上場会社の資金調達額が公開会社の調達額を超えるような状況であるが、日本の現状においては、スタートアップ企業等（非上場企業）と上場企業の資金調達額には大きな乖離がある。このような中、今後、「スタートアップ育成 5 年計画」の取組みによりスタートアップ資金調達額は

¹⁶ 本懇談会委員より「スタートアップ 5 年計画の目標達成に向けた取組みが非常に重要視される中、日本ではそもそもスタートアップ企業等への投資金額を正確に把握できていないという根本的な問題がある。民間の事業者が収集する情報には限界があるため、適格機関投資家等特例業者である VC 等について、当局に報告している事業報告書の分析・公表を行う等、当局等が把握している数字を利用し、まずはファクトに基づいた検討を行える環境を整備すべきである」との発言があった。

¹⁷ なお、特定投資家の数を KGI・KPI とすることについては、例えば、上場会社や外国法人等が原則として特定投資家であるなど、特定投資家の数が増加することがスタートアップ企業等への成長資金の供給状況を表すものではない。また、個人の特定投資家への移行についても、非上場株式以外への投資を目的に移行する場合もあり、金融商品取引業者等ごとに移行が判断されるため、名寄せが困難でもある。さらに、金融商品取引業者等が目標を達成するためにリスク判断能力等のない投資者を特定投資家に誘導するおそれがあり、投資者保護上の懸念も指摘されている。これらを踏まえると、特定投資家の数を KGI・KPI とすることは不適当と考えられる。

1 増加してくることが見込まれるところ、今後、市場仲介者として、現状の IPO の
2 資金調達¹⁸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
3 とした。

4 2024 年の市場仲介者を通じたスタートアップ資金調達額は約 420 億円¹⁹である
5 ところ、本報告書に記載した取組みを通じて、市場仲介者がスタートアップ企業
6 等への資金供給においてより一層の役割を果たす観点から、達成の難易度は高い
7 もものの、今後 2 年程度で 4 倍を超える増加を目指し、KGI として「市場仲介者が
8 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」を設定すること
9 とした。

10 当該 KGI に計上する金額である「市場仲介者が関与する資金調達額」としては、
11 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
12 式投資型クラウドファンディングなど）による資金調達額に加え、証券会社等の
13 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
14 ることが考えられる²⁰。

15 なお、スタートアップ企業等の資金調達において市場仲介者が果たす役割は重
16 要であるものの、市場仲介者が関与する資金調達は、スタートアップ企業等の資
17 金調達の一部をなすという位置付けのものである。したがって、当該 KGI の金額
18 は外部の市場環境等の影響を大きく受け変動し得ることに留意する必要がある
19 ところ²²、今後、他の業界とも連携して、日本全体の目標である「スタートアップ
20 5 か年計画」の実現に向け、証券業界としてスタートアップ企業等の資金調達の
21 支援に寄与していくこととする。

¹⁸ 2024 年の IPO の資金調達額は 1,741 億円 である（日本証券業協会 全国上場会社のエクイティ
ファイナンスの状況（<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/finance/index.html>）より）。

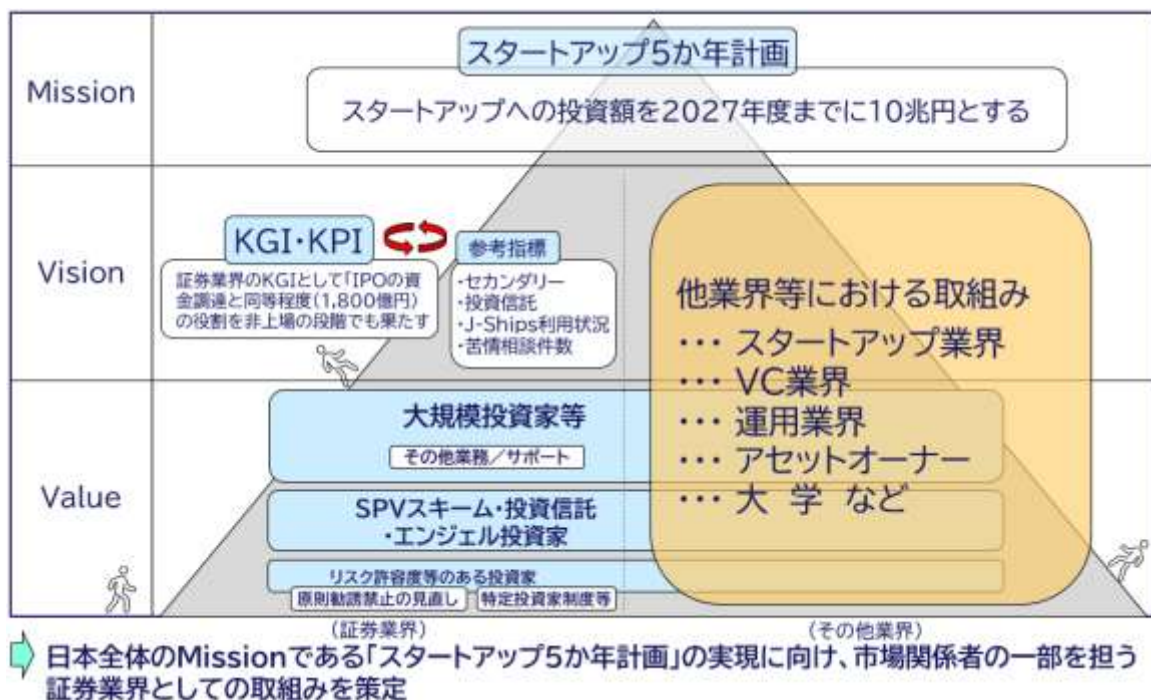
¹⁹ 日証協非上場取引制度のうち、スタートアップの資金調達に使われている株式投資型クラウド
ファンディング制度及び J-Ships 制度（投資先が国内のものに限る）の合計額。

²⁰ 金融庁において設定することとされている KGI に計上する「市場仲介者が関与する資金調達額」
の具体的内容については、今後、日証協において、金融庁、市場関係者及び経済産業省と連携して
検討を行う。

²¹ 市場仲介者によるスタートアップ企業等の成長への支援は、KGI の期限である 2027 年以降も継
続して行っていくことが求められるところ、市場仲介者の収益の観点からも持続可能な形でその
役割を果たしていくことが重要である。

²² 本懇談会の委員より「当該 KGI の達成状況及び参考指標についてはあくまで現時点のものであり、
外部環境の変化等に合わせた見直すことも考えられる」との発言があった。

<参考：KPI・KGI の考え方、全体像のイメージ>



(2) 参考指標の設定について

KGI の「市場仲介者が関与する資金調達額」の中間目標として適切な数値目標 (KPI) は直ちに見出しがたいが、KGI を達成する上で、以下のとおりの参考指標を設定し定期的に観測・公表することとした。

① 「非上場会社のセカンダリー取引の状況」について

現在の日本において、非上場株式のセカンダリー市場は殆ど存在せず、新たに措置された「登録 PTS²³」や「非上場仲介業²⁴」を中心に、今後、取組みが進められることが期待される段階であり、数値での適切な目標を設定することは困難であるが、「登録 PTS」や「非上場仲介業」に関する統計等を、KGI を取り巻く環境の参考指標として設定し、制度設計の実効性を的確に把握することに努めることとする。

²³ 令和6年金融商品取引法改正において、スタートアップ等が発行する非上場有価証券の仲介業務への新規参入を促進し、その流通を活性化させるために、PTS 運営業務について、流動性の低い非上場有価証券のみを取り扱い、かつ、取引規模が限定的である場合には認可を要さない（第一種金融商品取引業の登録により行える）こととした制度をいう。

²⁴ 令和6年金融商品取引法改正により措置された「非上場有価証券特例仲介等業務」をいう。同制度は、スタートアップ企業等が発行する非上場有価証券の仲介業務への新規参入を促進し、その流通を活性化させるため、特定投資家等を対象とした非上場有価証券の仲介等の業務のみを行う第一種金融商品取引業者について、自己資本規制比率に関する規制、兼業規制及び金融商品取引責任準備金の積立に関する規制の適用を除外することとしている。

② 「J-Ships の利用状況」について

特定投資家制度を利用した資金調達も重要であるため、その利用状況を表す「J-Ships の利用状況」を参考指標とすることとした。

③ その他

上記に加え、「非上場株式を組み込んだ投資信託・SPV スキーム等ビークルを通じた資金調達額」も成長資金の供給において重要であるため、市場仲介者を通じて資金供給されたこれらの金額についても参考指標とすることとした。また、「未公開株に関する苦情相談件数」については非上場株式の勧誘や取引の実態を把握するのに有用であると考えられることから、当該指標についても参考指標とすることとした。

2. 大規模投資家等

本懇談会では、市場関係者からのプレゼンテーションや海外調査の結果等を基に多様な投資主体からニーズに応じて適切に資金が供給されることの重要性を確認したところであるが、その中でもスタートアップ企業等による資金調達においては、企業価値向上の期待や株主管理負担の抑制の観点から、大規模投資家等による資金供給についてスタートアップ企業等からのニーズが特に高いことが確認された。

(1) 現状認識について

スタートアップ企業等の資金調達（プライマリー）について、米国では VC に加え、グロースキャピタルや PE ファンド、クロスオーバー投資家などの適格機関投資家（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、ユニコーン企業が生まれやすい環境を形成している。

日本では現在、国内の VC に加え、事業シナジーを目的とした事業会社・CVC が中心的な役割を果たしているが、これらによる投資の増加のほか、VC の資金属性の多様化などにより様々な投資者からスタートアップへの投資が行われる環境づくりと継続的な発展が必要である。また、リスクを取って成長企業へ多額の資金を投じる投資者（グロースキャピタル等）の層が薄く、大規模な資金が必要となるミドル・レイター期に資金を安定的に供給できる投資者が限られていることが指摘されている。米国のようにユニコーン企業が生まれやすいような環境を醸成していく上で、日本においても海外投資家を含む大規模投資家等からの投資が複数の投資ステージにわたって資金供給されるような仕組みづくりとスタートアップ企業等に供給される資金の増加が重要である。

セカンダリー取引は、成長したスタートアップ企業等の株式の売買が前提となることから一定規模の取引金額となることが想定される。この点、米国では VC 等のセカンダリー取引のニーズに応える投資者層（グロースキャピタルやセカンダリーファンド等）が存在するものの、日本ではこのような投資者層は発達段階にあり、セカンダリー取引においても、VC・事業会社・CVC 等の投資者層の参入を更に促進する必要があるとともに、海外投資家等の大規模投資家等の誘致・出現が強く求められている²⁵。

(2) 課題及び今後期待される取組み等について

スタートアップ企業等においては、海外投資家も含めた大規模投資家等からの資金供給のニーズが高いことが確認されたところであるが、投資の規模が大きくなればその分、投資を受け入れるスタートアップ企業等において、相応の事業基盤が確立され、相応の企業規模が見込まれることが求められ、また期待されるガバナンスの向上や継続的な情報提供等の対応が必要となってくる。

また、国内の事業会社・CVC のスタートアップ企業等に対する出資・連携を促進する観点で、その事業戦略に即した多様な投資手法によるスタートアップ企業等との連携（オープンイノベーション）を発展させることが必要である。

さらに、特に海外投資家の誘致にあたっては、諸外国と異なる税制を含めた制度的な障害の除去・緩和や、制度や市場に関する情報発信をしていくことも必要である。

新たな大規模投資家等の市場参加を促すにあたっては、規制改革のみならず、投資の魅力のあるスタートアップ企業等を増やしたうえで、そうした企業への投資を検討するインセンティブを高めるような推進施策が重要であると考えられるところ、関係各所において以下のような推進施策をはじめとする検討が進められることが期待される。

—— VC において推奨・期待される事項（VCRHs）²⁶の普及等を通じて、広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC について、長期運用に資するアセットクラスとしての魅力を高めていくこと

—— アセットオーナー・プリンシプルの普及を通じて、アセットオーナーが受益者等の利益に資する観点から、投資先企業や委託先金融機関を厳しい目

²⁵ 本懇談会の委員より「時価総額が大きな会社になると、従業員のストックオプションの含み益の合計が 100 億以上となる場合もあり、買い手となり得る国内投資家は非常に限定的で、海外投資家の参入が必要である」との発言があった。

²⁶ <https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/vc/vcrhs.html>

- で見極め、運用力の向上につなげていく中で、運用対象資産の多様化が図られること
- 機関投資家から国内の VC に対する資金流入を促すための官民ファンドの活用の推進
 - 新規出資又は 50%超の発行済株式取得の取引のみに限られているオープンイノベーション促進税制の対象について、オープンイノベーション手法の多様な在り方の観点から、通常のセカンダリー取引（50%以下の発行済株式取得）・合併等にまで拡充すること
 - 大規模な資金の供給主体となり得る海外投資家による出資の増加のため、外国組合員特例税制（PE 課税特例）の要件や手続き等について、諸外国との比較や実務慣行の蓄積等を踏まえて、必要な見直しを行うこと²⁷
 - 証券会社等の市場関係者におけるアドバイザー・サービスの提供やマッチングイベント等の取組み

3. SPV スキーム・投資信託・エンジェル投資家

(1) 現状認識について

SPV スキームは投資者個人がスタートアップ企業等への直接の投資者にならず、かつ、株式のような譲渡制限を受けない形で複数の投資者によるシンジケート・共同出資を可能とするスキームである。米国や欧州のスタートアップ企業等への投資において、シード・アーリー期におけるクラウドファンディングや米国 AngelList²⁸での活用（個人投資家による小口資金をプールするための利用）から、レイター期等における後続ラウンドでの VC 等の大きな額の投資に用いられるケースなど多様な場面で活用されている。

投資信託について、米国では上場までの平均期間が長期化し、上場前に大きく成長する企業が増える中、ミューチュアルファンドが企業の上場前の成長収益を得る目的等で非上場株式にも投資しており、クロスオーバー投資が増加している。

²⁷ 本懇談会の委員より「海外投資家に対する施策としては、海外投資家にとっての投資の利便性をさらに高める、国際金融都市に係る施策や関係者の連携の更なる強化や海外投資家向けの情報提供・情報発信が考えられる」との発言があった。

²⁸ 米国のプライマリーで活用されるエンジェル投資家とスタートアップのマッチングサービス。エンジェル投資家が投資先を見つけるだけでなく、発行体としてもこれまでの投資歴等をもとにエンジェル投資家へ出資を打診できるサービスを提供している。また、投資者サイドにおいては複数の投資者がシンジケートし、LLC 等の SPV（Special Purpose Vehicle）を通じ共同出資できる仕組みも提供している。

また、欧州では、EU の ELTIF²⁹や英国の LTAF³⁰等、非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みが整備されており、スタートアップ企業等への資金供給の一端を担っている。

エンジェル投資家について、米国や欧州では、業界の専門家として協業先のマッチングや戦略上のアドバイスなど経営の支援の提供等も行うことがあるエンジェル投資家が、リスクの高いシード期において存在感を示しており、特に英国では、Enterprise Investment Scheme (EIS) / Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) 等の税制優遇措置により、エンジェル投資を促進している。

日本においては、SPV スキームは金融商品取引法第 2 条第 2 項第 5 号又は第 6 号に掲げる権利の利用が想定され、その組成・販売は、主に「第二種金融商品取引業及び投資運用業の登録」又は「適格機関投資家等特例業務の届出」のもと可能となっており、特に、投資型クラウドファンディングでの利用については「株主一元化スキーム」として、実態に即した人的構成・業務運営体制での投資運用業の登録を可能とする措置や、株式投資型クラウドファンディングに係る規制と平仄を合わせる自主規制上の措置³¹などが手当されている。

投資信託については、公募の投資信託への非上場株式の組入れ実績が極めて乏しい状況にあったことから、投資信託協会において、流動性リスク管理や基準価額算定に係る非上場株式の評価のあり方について規則の整備がなされ、投資信託を通じて、非上場株式と上場株式の両方に投資するクロスオーバー投資が実現され、さまざまな成長ステージの企業に円滑な資金供給がなされることが期待されているところである。

エンジェル投資家については、2023 年 4 月に株式譲渡益を元手とする再投資や起業に対する非課税措置（プレシード・シード特例、日本版 QSBS）が創設されるなどの措置が講じられている。

(2) 課題及び今後期待される取組み等について

個人を対象にした SPV スキームの枠組みが整備されたばかりであるところ、今後 SPV スキームの販売を広げていくためには、保有持分の換金やスキームについ

²⁹ 実体経済における長期投資を増やすため、プライベートエクイティやインフラストラクチャー等の非流動性資産に投資するファンド（European Long Term Investment Funds：欧州長期投資ファンド）の販売を富裕層等の個人投資家に対しても可能とする枠組み。

³⁰ 個人投資家の資金を成長資金供給に呼び込むため、プライベートエクイティやインフラストラクチャー等の非流動性資産に投資するファンド（Long-term asset fund：長期資産ファンド）の販売を個人投資家に対しても可能とする枠組み。

³¹ 第二種金融商品取引業協会「電子申込型電子募集業務等及び電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」等の改正について（2025. 3. 19）参照。

て、契約書のモデル等の作成といった対応が考えられる³²。

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。また、日本においては、EU の ELTIF や英国の LTAF 等、非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みが存在しない。

エンジェル投資家による投資額については、足元の実績が 185 億円³³（2024 年度）であり、数兆円と言われる米国に対して規模が極めて小さい状況にある。

SPV スキーム、投資信託やエンジェル投資家によるスタートアップ企業等への投資の拡大に向け、上記課題を踏まえ、関係各所において、更なる課題の整理³⁴や課題解決に向けた議論が進められることが期待される。

また、SPV スキーム、投資信託やエンジェル投資家による投資の拡大策として以下のような検討が進められることが期待される。

- SPV スキーム持分のセカンダリー取引環境整備のためのモデル契約の整備等の検討
- 非流動性資産を組み込んだ投資信託の規制緩和や新たな組成・販売の枠組みの検討
- スタートアップ企業等への投資を税制面から促進する以下のような取組みの検討

- ✓ 「投資信託を通じたスタートアップ企業等への投資」をエンジェル税制の対象に含めるなどの個人投資家によるビークルを通じたスタートアップ

³² SPV スキームなどにおけるファンド組成については「投資事業有限責任組合（LPS）は法令により国内企業に 50%以上を投資することが求められており、非上場株式のセカンダリーが殆どない日本では組入比率に関して柔軟な対応が難しく、当該要件を満たすことができない可能性を排除できない場合には LPS に比べて税制上不利なことが多い匿名組合形式で組成するといった保守的な対応が行われており、結果として、投資者にとって魅力的な SPV スキームが組成しにくい」といった指摘もあった。

ただし、2021 年の産業競争力強化法等の改正により、経済産業大臣の認定を受けたファンドによる投資については、国内事業者の支配力・影響力に関わらず 50%の海外投資比率規制の適用を除外することとなっている。また、2024 年の投資事業有限責任組合契約に関する法律等の改正により、国内事業者が実質的に支配する又は経営に重要な影響を及ぼす外国法人についても 50%の海外投資比率の適用を除外されている。

³³ 2024 年度のエンジェル税制の適用を受けた投資額。日本におけるエンジェル投資家の実績全てではないことに留意する。[250618_5-1.pdf](#)（37 頁参照）

³⁴ SPV スキームや投資信託については、上記(2)に記載した課題の他、本懇談会の委員より、「SPV スキーム及び投資信託といったビークルを通じた投資であっても最終投資者に個人投資家が含まれる場合には、販売や勧誘のあり方について十分な配慮をすべき」との発言があった。

- 企業等への投資を支援する措置
- ✓ スタートアップ企業等の環境変化等に合わせたエンジェル税制の拡充・見直し措置³⁵
- ✓ 証券会社の役割拡大に伴う認定金融商品取引業者制度の創設³⁶

4. リスク許容度・投資判断能力のある投資者

(1) J-Ships の利活用の拡大

① 特定証券情報³⁷・発行者情報³⁸の見直し

J-Ships を利用する際に発行体が作成する特定証券情報や発行者情報について、例えば上場直前期のように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内容又は運用となっているのではないかと指摘がある。

また、特定証券情報について、株式総数や新株予約権等の状況について、現行の特定証券情報及び発行者情報において、最近事業年度の計算書類及び事業報告を添付する方法により記載に代えることができる措置³⁹が講じられているものの、定款や履歴事項全部証明書等の別書類の添付による省略を認めることによって負担軽減が期待されとの指摘も寄せられている。

これらの指摘を踏まえ、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したうえで、投資者保護を考慮しつつ必要に応じ見直しに

³⁵ なお、エンジェル税制の拡充について、以下5点は特に重要との意見が寄せられている。

・設立年数要件の緩和 ・新株予約権取得時点での適用 ・課税繰延となっている措置の非課税への転換 ・セカンダリー投資の対象への追加 ・資産管理会社を通じた法人の投資の追加

³⁶ 経済産業大臣の認定を以て投資型クラウドファンディング事業者に適用される「認定少額電子募集取扱業者」の枠組み（発行体による都道府県への確認申請手続が省略可能となるほか、エンジェル税制の対象となるスタートアップの要件が一部免除となる措置）を、J-Ships や株主コミュニティ等の金融商品取引業者経由のスタートアップ投資についても「認定金融商品取引業者」として適用する制度の創設。

³⁷ 金融商品取引法第27条の31第1項に規定する特定証券情報をいう。特定投資家私募又は特定投資家向け売付け勧誘等に係る有価証券の発行者が、当該有価証券及び当該発行者に関して明らかにすべき基本的な情報であり、資金調達及び投資判断に必要な情報である第一部「証券情報」と、会社法上作成を要する情報を基本とした第二部「企業情報」を主な内容としている。

³⁸ 金融商品取引法第27条の32第1項に規定する発行者情報をいう。特定投資家向け有価証券の発行者又は特定証券情報を提供若しくは公表を行った発行者に関する情報であり、特定投資家向け有価証券又は特定証券情報に係る有価証券の所有者に対して、事業年度ごとに当該情報の提供又は公表を行わなければならない。特定証券情報の第二部「企業情報」を内容としている。

³⁹ この他、特定証券情報については、既に発行者情報を公表している発行者は、当該特定証券情報における発行者に関する情報について、既に公表している直近の発行者情報等を参照すべき旨を表示することにより、当該発行者に関する情報について提供又は公表したものとみなす措置が講じられている。（金融商品取引法第27条の31第3項）

1 ついて検討を行うこととする。

2 ② 特定投資家向け有価証券に係る取引制約の緩和

3 J-Ships を利用して資金調達等を行った銘柄は、「特定投資家向け有価証券」
4 に該当することとなり、法令上、他の私募・私売出し（適格機関投資家・少人
5 数）を利用することができないこととされている⁴⁰。当該制約については、J-
6 Ships を利用したスタートアップ企業等の資金調達や既存株主のセカンダリー
7 取引に支障をきたす可能性が高いとの指摘がある。また、発行会社の役職員、
8 既存株主及び既存株主の親族等への譲渡については、有価証券届出書の提出が
9 必要となる取引の対象外とすることで、既存株主のセカンダリー取引の促進が
10 期待されるとの指摘もある。

11 これらの指摘へ対応については、J-Ships や特定投資家私募・私売出しに限
12 らず、他の開示規制との平仄の観点も踏まえる必要があることや具体的に想定
13 するケースなど検討にあたって整理すべき事項があることから、引続き金融庁
14 及び日証協において協議することとする。

15 ③ 50 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

16 J-Ships 銘柄について 50 名以上の者を対象にセカンダリー取引の勧誘等を
17 行う場合には特定証券情報の作成が必要とされている。当該特定証券情報の作
18 成義務について、資金調達的手段ではないセカンダリー取引において特定証券
19 情報の作成がスタートアップ企業等にとって大きな負担となっており、セカン
20 ダリー取引に支障をきたしている可能性があるとの指摘がある。

21 この指摘への対応については、J-Ships や特定投資家私募・私売出しに限ら
22 ず、他の開示規制との平仄の観点も踏まえる必要があることや具体的に想定す
23 るケースなど検討にあたって整理すべき事項があることから、引続き金融庁及
24 び日証協にて協議することとする。

25
26 なお、特定投資家制度は、行為規制が一部適用除外となる行為規制上の観点と特定投
27 資家私募・私売出し等の対象投資者となり得る開示規制上の観点の双方の観点を有す
28 る制度である。特定投資家となった場合、行為規制が一部適用除外となることから、一
29 般投資家の特定投資家への移行に慎重な姿勢となることも考えられるところ、特定投
30 資家制度が行為規制と開示規制の双方の観点を有することについては検討が必要では
31 ないかとの指摘があった⁴¹。

⁴⁰ 金融商品取引法施行令第1条の4第1号、第1条の7第2号イ(2)、第1条の7の4第1号ロ、
第1条の8の4第3号イ(2)など。

⁴¹ J-Ships が参照した米国 1933 年証券法規則 506(b) 及び(c)の対象投資者である自衛力認定投資

(2) 特定投資家による投資の活性化

① 特定投資家に移行するための要件の弾力化

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ある。一方、海外諸国と日本では、法制度や投資傾向等が異なるため単純比較はできないことに注意すべきとの指摘や抽象的な緩和策は意味がなく、特定投資家に移行できず不都合が生じている具体的なニーズを把握し、実態に応じた検討を行うことが重要との指摘がある。

特定投資家の移行要件に関しては、本年3月の金融庁の「金融商品取引業等に関するQ&A」の改訂により、「特定の知識経験」の内容について明確化が図られ、実質的に特定投資家に移行可能な投資者の範囲が大幅に拡大されたところ、J-Shipsを含め、特定投資家制度が活用されるよう周知が図られるべきである。さらに特定投資家の移行要件を緩和することについては、今後、金融庁において検討を行い、令和7年度中に結論を得る。

② 特定投資家への移行手続

現行の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、当該投資者の知識や財産の変化に対応するため、「特定投資家として取り扱われる期間（約1年）」が存在しており、当該投資者が特定投資家であり続けるためには、当該期間の末日（期限日）を迎える前に、都度の「更新申出」が必要となっている⁴²。

本制度については、投資者から明示的に「一般投資家に戻る」という申出を受けるまでは継続的に特定投資家として取り扱うことを可能とするオプトアウトの仕組みを導入し、特定投資家及び事業者の負担を軽減することを検討できないかとの指摘がある一方、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は十分あり得るため、定期的な確認が必要との指摘もあり、慎重な検討が必要である。

家（Accredited Investors）は、FINRA 自主規制規則 2111（適合性ルール）が適用されない機関投資家（Institutional Investor）とは別の概念である。

⁴² 本制度については、2021年の金融審議会市場ワーキング・グループにおいて、当該手続における要件確認に関する見直しが議論されたところ、負担軽減の観点から一定の自己申告を許容することが適当と提言されたことを受け、金融庁のパブリックコメント（[01.pdf](#)）により実務上の取扱いの明確化がされている。

(3) 準特定投資家による投資

スタートアップ企業等への成長資金の供給を拡大していくためには、大規模投資家等の投資を増やしていくとともに、投資者保護に留意しつつ投資者の裾野を拡大していくための方策も求められている。

この点、一般投資家であっても、特定投資家の移行要件を満たす投資者（準特定投資家）は、一定のリスク分析能力やリスク許容度を有していると考えられるところ、このような投資者のうちスタートアップ企業等への投資に対し適格性を有する投資者が少人数私募・私売出し⁴³や少額免除⁴⁴などを利用して投資を行うことにより、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者の裾野拡大を図ることが可能となる。

一方で、非上場企業であるスタートアップ企業等への投資については、一般的に、上場株式に比べ価格変動リスクや流動性リスクが高いことに加え、不公正取引規制や情報開示が十分ではないという性質を有していることから、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制を整備し、当該規制に基づき勧誘や取引が行われる必要があると考えられる。具体的には、日証協における現行の非上場株式に係るルールを参考に、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を義務付けること、日証協から指定を受けた協会員のみ取引を認めること、協会員が取り扱う銘柄の審査を行うこと、勧誘対象の投資者の範囲を定めること、投資者に対して一定の情報提供を行うこと等の措置が必要と考えられる。

以上を踏まえ、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い、令和7年度中に結論を得る。

5. セカンダリー取引

(1) 現状認識について

米国では、IPO までの期間長期化等に伴い VC や創業家、役員・従業員株主の株式等の流動化ニーズが高まる中、非上場株式をオンラインで売買でき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いるため、VC や創業家、従業員

⁴³ 50 名未満の者を勧誘の相手方とし、当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ない場合に該当する取得勧誘・売付け勧誘等として開示規制が免除されている。

⁴⁴ 発行価額の総額が 1 億円未満の有価証券の募集として原則有価証券届出書の届出を要しないこととされている。

等、多様な投資者によるセカンダリー取引が行われている状況にある。

一方、我が国においては、非上場株式のセカンダリー取引をする場が乏しく、そのためプライマリーでの投資者の Exit の機会が限定的であり、結果的にスタートアップ企業等への資金供給のハードルを上げる要因となっているほか、Exit により得た資金を新たなスタートアップ企業等へ再投資するといった好循環が生じにくい状況にあると言われている。これまで、株主コミュニティ制度の創設や日証協「私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則」（以下「非上場 PTS 規則」という。）の制定、さらには、金融商品取引法の改正による「登録 PTS」や「非上場仲介業」の創設等、非上場株式のセカンダリー取引に係る制度の整備が進められてきた。当該制度が活用されるためには、不公正取引の抑止も含め投資者保護に配慮しながら、こうした制度をより使いやすくすることが重要であり、スタートアップエコシステムを支える活発なセカンダリー取引の場を実現するうえで、特に、非上場株式のセカンダリー取引の場として「登録 PTS」の利活用が期待されている。

(2) 課題及び対応策について

① 取次型登録 PTS⁴⁵における情報の公表・提供

非上場 PTS 規則においては、顧客の広がりや取引の頻度を勘案し、取次型登録 PTS と自社顧客型登録 PTS で異なる規制を課しており、現状、取次型登録 PTS は、認可 PTS と同等の事項について情報提供が求められている。具体的には、発行体から取次型登録 PTS の運営事業者に対する適時の情報提供が必要となる場合として、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生が含まれており、かつ、これらの情報については公表することが求められている⁴⁶。また、同規則において、取次型登録 PTS の運営事業者は価格情報を公表することが求められている^{47 48}。

これらの規制について、スタートアップ企業等としては価格情報の公表を望

⁴⁵ 登録 PTS のうち、PTS 運営事業者の顧客以外の顧客も対象にした PTS 業務を指す非上場 PTS 規則上の概念。なお、同規則には、PTS 運営事業者の顧客のみを対象とする自社顧客型登録 PTS という概念も存在する。

⁴⁶ 非上場 PTS 規則第 8 条の 2 第 1 項、第 3 項。

⁴⁷ 非上場 PTS 規則第 9 条の 2 第 1 項。

⁴⁸ なお、自社顧客型登録 PTS については、適時の情報提供を要するのは（投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生があった場合から）継続企業の前提に重大な疑義が生じた場合へと限定されており、また、価格情報も含め取引を行わない投資者への公表までは要しない。非上場 PTS 規則第 8 条の 2 第 2 項、第 9 条の 2 第 3 項。

まない⁴⁹ことから、取次型登録 PTS の利用の障害となるおそれがあるとの指摘がある。

そこで、取次型登録 PTS のうち、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などについては、顧客への十分な周知を前提に一部の適用を緩和し、自社顧客型登録 PTS に求められる規制に近づけることが考えられる。

以上を踏まえ、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などの取次型登録 PTS における適時の情報提供及び価格情報の提供の見直しについて、今後、投資者保護を考慮しつつ日証協ワーキング・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。

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

スタートアップ企業等の株式のセカンダリー取引として、株主コミュニティ銘柄を自社顧客型登録 PTS において取引する手法が考えられる。

自社顧客型登録 PTS については、非上場 PTS 規則において、価格情報について取引を行わない投資者への公表までは要さず、顧客の要請に基づき提供することとされている。一方、株主コミュニティ銘柄では、日証協「株主コミュニティに関する規則」において、価格情報を含む取引情報について、週次で日証協に報告を行い、日証協がその内容について日証協ウェブサイトにおいて公表することとされている⁵⁰。

上述のとおり、スタートアップ企業等にあってはセカンダリー取引の価格情報の公表を望まないにもかかわらず、当該価格情報が公表される場合には、スタートアップ企業等の株式のセカンダリー取引として、株主コミュニティ銘柄を取引することは難しいとの指摘がある。

これについては、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などの株主コミュニティ銘柄の価格情報を含む取引情報の公表の見直しについて、今後、投資者保護を考慮しつつ日証協ワーキング・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。

⁴⁹ 本懇談会において「現状の日本における非上場株式は流動性が著しく低いことを背景にセカンダリー取引の取引価格は 20%から 50%ぐらいのディスカウントが掛かっていると言われており、そうした現状において、セカンダリーの取引価格の開示を求められると、次の資金調達の価格にも影響をきたし、スタートアップにとって資金調達がしづらくなることにつながりかねない、」との発言があった。

⁵⁰ 「株主コミュニティに関する規則」第 29 条。

6. 原則勧誘禁止の見直し

日本では、市場仲介者（証券会社等）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、投資者保護を考慮して制度設計された個別の勧誘制度（J-Ships や株式投資型クラウドファンディングなど）に基づき行うこととされており、スタートアップ企業等への成長資金の供給についても、当該勧誘制度のもとで投資勧誘を行うこととされている。

この点について、規制改革実施計画（2024 年 6 月 21 日）⁵¹では、「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の効率化と情報開示を通じた投資者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。」との提言がなされ、また、新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025 年改訂版⁵²（2025 年 6 月 13 日 閣議決定）では、「日本証券業協会における、投資者保護に留意しつつ市場関係者のニーズ等を踏まえた、証券会社による非上場株式の勧誘が原則禁止されている自主規制の見直しについて検討を促す。」との提言がなされているところである。

非上場株式の原則勧誘禁止の規制については、スタートアップ企業等の資金調達額拡大のためには証券会社等の市場仲介者の関与が重要とされているところ、日証協の非上場株式の原則勧誘禁止の自主規制が、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されている⁵³。また、原則勧誘禁止を見直したとしても、非上場株式の勧誘・取引について、適切な社内管理態勢の整備や顧客への説明義務等が規則に規定されており、当該規則を遵守することで、適切なガバナンスのもとで勧誘・取引を行うことは可能であるとの指摘もある⁵⁴。さらに、非上場株式の原則勧誘禁止の見直しは、勧誘可能な適切な態勢の整備された証券会社のリストの公表、証券会社の態勢整備義務などの投資者保護策とセットで検討すべきであるとの指摘もある。

海外の状況をみると、米国では、スタートアップ企業等の株式を含めた非上場株式について一律に勧誘を禁止している状況にはなく、非上場株式については基本的

⁵¹ [01_program.pdf](#)

⁵² [ap2025.pdf](#)

⁵³ 一方で、本懇談会の委員より「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」との発言もあった。

⁵⁴ こうした指摘に加え、本懇談会の委員より「非上場株式の原則勧誘禁止の規制が制定された時点と比べて、金商法上の体制整備義務・行為規制などが拡充されており、また、顧客本位の業務運営に関する原則が策定され、実務に浸透しつつあるなどの制度面での進展があることから一律形式的な原則勧誘禁止の規制を見直すことが考えられる」との発言があった。

に「登録免除募集制度 (Exempt Offerings)」のもと、これらの制度に基づき勧誘が行われている。

以上を踏まえ、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（投資者保護を考慮して制度設計された取引制度）に基づき勧誘・取引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。

7. 制度周知等

日証協においては、複数の非上場株式の取引制度を設けているが、それらの取引制度が十分に周知されているとは言えない状況である⁵⁵。

特に、J-Ships は大規模な取引においても利用が期待される制度であるものの、その認知度の低さが課題となっている。

また、市場仲介者による FA 業務等を通じた大規模投資家等による資金供給の拡大のための周知活動にも注力していく必要がある。

以上を踏まえ、金融庁及び日証協において、本懇談会での議論を踏まえ今後新たに整備される制度も含め、発行体、投資者、市場仲介者といったそれぞれの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する⁵⁶。

⁵⁵ 本懇談会の委員より「株式投資型クラウドファンディングは少額からスタートアップ企業等への投資をする制度であり、制度を知ることによりスタートアップ投資への啓発・教育的効果も期待できる可能性もある中で、そもそも制度自体が知られていない」との発言があった。

⁵⁶ 本報告書の内容についても、利用者や市場関係者に対し必要な情報が適切に届くよう、丁寧に説明を行い、非上場株式市場の活性化と投資者保護に向けて積極的なメッセージ発信を行うこととする。

IV. 終わりに

以上が、2025 年 1 月以降、本懇談会において全 7 回にわたり行ってきた検討の内容を取りまとめたものである。

スタートアップ企業等への資金供給を確保するためのプライマリー取引と投資者に流動性を供給するセカンダリー取引は、相互に密接に関連し市場の両輪として発展していくものであるが、活発で円滑な非上場株式の発行・流通市場は、一朝一夕に実現できるものではない。このため、本報告書において具体的な対応策を示した事項については積極的な取り組みが必要とされるとともに、課題として示した事項についても着実な進展が望まれるところである。

今後もスタートアップ企業等への資金供給を取り巻く幅広い課題に目を配りながら、市場関係者、関係機関、規制当局等が連携し、日本にスタートアップ企業等を生み育てるエコシステムを創出するための取り組みが継続されることを期待するとともに、本懇談会においては、設定した KGI の達成状況や講じた施策についての効果をフォローアップし、追加の対策の可否を継続的に検討していくこととする。

「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」について

2024 年 12 月 17 日
日 本 証 券 業 協 会
金 融 庁

1. 趣旨

政府の成長戦略及び規制改革実施計画等において、我が国のスタートアップ等の企業について、非上場株式の発行市場及び流通市場を活性化することを通じて、円滑な資金調達の途を確保する必要がある旨提言されているところである。

今般、日本証券業協会及び金融庁は、かかる提言を踏まえ、市場関係者のニーズ等に基づく非上場株式の取引制度の課題等に関する検討を行うため、「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」（以下「本懇談会」という。）を開催することとする。

2. 検討事項

以下の事項に関し、海外の非上場株式の取引制度についての調査も実施しつつ、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う。

- ① 非上場株式の取引制度及び規制（勧誘対象、情報提供等）のあり方
- ② 既存の非上場株式取引制度の改善策
- ③ 非上場株式の P T S 取引（登録 P T S）の活性化に向けた対応
- ④ その他（検討結果のフォローアップのあり方等）

3. 構成及び運営

- （1）本懇談会の委員は、20 名程度とする。
- （2）本懇談会の委員は、発行会社、投資家、仲介業者（証券会社等）及び有識者により構成する。
- （3）本懇談会には、委員から選任した座長を置く。
- （4）本懇談会には、オブザーバーを置くことができる。

4. 事務局

本懇談会の事務局は、日本証券業協会自主規制本部エクイティ市場部及び金融庁企画市場局市場課が担当し、会議の庶務は、日本証券業協会自主規制本部エクイティ市場部において行う。

以 上

「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」メンバー名簿

2025 年 7 月●日現在

座 長	神田 秀樹	東京大学 名誉教授
座長代理	加藤 貴仁	東京大学大学院 法学政治学研究科 教授
委 員	有吉 尚哉	西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 パートナー 弁護士
	今村 直喜	今村証券株式会社 代表取締役社長
	落合 孝文	渥美坂井法律事務所・外国法共同事業 弁護士 シニアパートナー
	木地 佳彦	大和証券株式会社 執行役員 グローバル・インベストメント・バンキング担当
	坂 勇一郎	東京合同法律事務所 弁護士
	柴原 祐喜	株式会社 FUNDINNO 代表取締役 CEO
	スピリドン メンザス	HiJoJo Partners 株式会社 代表取締役共同社長執行役員
	関 雄太	株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー
	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会 世話人
	永見 世央	ラクスル株式会社 代表取締役社長グループ CEO
	藤野 英人	レオス・キャピタルワークス株式会社 代表取締役社長
	松尾 順介	桃山学院大学 経営学部経営学科 大学院 経営学研究科 教授
	宮田 昇始	Nstock 株式会社 代表取締役 CEO
	村上 朋久	野村証券株式会社 常務 インベストメント・バンキング・プロダクト担当
	村田 祐介	インキュベイトファンド株式会社 代表パートナー 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 理事
オブザーバー	一般社団法人スタートアップエコシステム協会	
	一般社団法人スタートアップ協会	
	一般社団法人投資信託協会	
	株式会社東京証券取引所	
	経済産業省	

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（各回の開催実績）

開催回	日付	議 案
第 1 回	2025/ 1 /30	1. 本懇談会の運営等について 2. 本懇談会における開催経緯等について（金融庁説明） 3. 非上場株式の取引活性化に向けて（日証協説明） 4. 米国・英国におけるスタートアップ投資・非上場株式市場（最近の動向） 関委員（野村資本市場研究所）からのプレゼンテーション 5. 意見交換
第 2 回	2025/ 3 /18	1. スタートアップ関係者からみた取引制度の課題・解決策（プレゼンテーション） 発行体：一般社団法人スタートアップ協会（砂川オブザーバー） 市場仲介者：株式会社 FUNDINNO（柴原委員） 投資家：インキュベイトファンド株式会社/一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会（村田委員） 投資家：レオス・キャピタルワークス株式会社（藤野委員） 2. 第 1 回会合後の意見照会結果の概要
第 3 回	2025/ 4 /18	1. 金融庁での直近の取組みについて 2. 地方証券会社連携コンソーシアムについて 3. 米国・欧州における非上場株式の取引制度に関する調査報告 野村総合研究所 鳩宿副本部長からのプレゼンテーション 関委員（野村資本市場研究所）からのプレゼンテーション
第 4 回	2025/ 5 /13	1. 前回会合における「米国・欧州における非上場株式の取引制度に関する調査報告」等に寄せられた質疑に関するフィードバック 2. 本懇談会の論点と対応の方向性①
第 5 回	2025/ 6 / 6	○ 本懇談会の論点と対応の方向性②
第 6 回	2025/ 6 /23	○ 本懇談会の論点と対応の方向性（案）-第 4 回及び第 5 回を踏まえた整理-
第 7 回	2025/ 7 /31	○ これまでの議論を踏まえた報告書（案）

1 海外の非上場株式の取引制度について（海外調査の結果概要）

日証協では、本懇談会における非上場株式の取引活性化の検討に資するため、米国・欧州における非上場株式の取引制度や実態に関する2件の調査研究の委託を行った。

1件目は、米国、欧州・英国の非上場株式のプライマリー市場及びセカンダリー市場に関する、法規制及び市場構造の概要について調査・分析するために、机上調査及び各国の市場関係者にwebでのヒアリングする方法により調査を実施した⁵⁷。

2件目は、米国における非上場株式の発行・流通を巡る直近の状況を把握するため、米国の証券会社（B/D）、プラットフォーム運営業者、規制当局等に直接ヒアリングする方法により調査を実施した⁵⁸。

以下は上記調査の結果の概要について取りまとめたものである。

1. 総論（日・米・欧の比較）

IPO市場はGDP規模を考慮すれば日米欧で大きくは変わらない水準であるのに対し、非上場株式市場においてはプライマリー・セカンダリーを問わず日本の市場規模が圧倒的に小さい。これは日本では各種課題が存在し、米国や欧州のように多様な投資主体が参画し、多様な取引手法・投資手段を活用して、各ステージのスタートアップ企業等に対して量・質共に十分な資金を提供しきれていないことが主要因と考えられる。そのため、米国や欧州の非上場株式市場を対象として日本の制度や実態との比較を行うことで、日本が抱える課題の解決方向性に一定の示唆があるものと考えられる。

⁵⁷ 本調査は、株式会社野村総合研究所に委託する方法により実施した。調査結果については日証協 HP（[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 | 日本証券業協会](#)）参照。

⁵⁸ 本調査は、本懇談会の関委員に委託する方法により実施し、調査に当たり HiJoJo Partners 株式会社の協力を得た。調査結果については日証協 HP（[「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3回）資料 | 日本証券業協会](#)）参照。

<参考：日・米・欧の非上場株式市場の比較>

非上場株式の市場規模比較

国・地域	日本 	米国 	欧州（英国・EU） 
非上場株式市場 （プライマリ市場）	GDP比 約0.1%	GDP比 約0.8%	GDP比 約0.5%
・ VC投資	2,360億円（2024年）	24.8兆円（2023年）	1.8兆円（2024年）
・ クラウドファンディング	24億円（2024年） ※株式投資型CFによる発行価額	496億円（2024年） ※Regulation CFによる発行額合計	385億円（2023年）
・ エンジェル投資	120億円（2023年） ※エンジェル税制活用実績	2.7兆円（2023年）	2,005億円（2023年） ※業界団体による推計値
非上場株式市場 （セカンダリ市場）	小規模 ※詳細推計値なし	数千億円 ※詳細推計値なし	数千億円 ※詳細推計値なし
IPOによるExitの割合	76%	10%	33%
・ IPO市場	9,725億円（2024年） ※募集・売上の合算値	3.6兆円（2023年）	2.6兆円（2024年） ※英獨とその他欧州諸国の合算値

出所：日経ヒューマン・イノベーション・スタートアップ研究所（研究所と地域における取り組み）、ベンチャー・エンタープライズセンター（ベンチャー・セクターの発展と課題）、日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの現状と今後の展開に関する調査」、中小企業庁「エンジェル税制の活用状況」、日本証券業協会「証券投資型クラウドファンディングの現状と今後の展開に関する調査」、NVCA Yearbook 2024、University of New Hampshire Center for Venture Research「Angel Market Analysis Report」、KINGSCROWD「2024 Investment Crowdfunding Trends, Stats, and Platform Rankings」、CCA「Regulated Investment Crowdfunding Trends Report 2024」、Invest Europe「Private Equity Activity 2023」、EBAN「Annual Statistics Compendium for 2023」（注）1円＝146円、1兆＝100億、1兆円として100億に換算。2023年時点の20各国・地域のGDPは、日本：4.2兆円、米国：27.7兆円、英国：3.4兆円、欧州：18.8兆円。IPOによるExit割合については、VC投資する企業のうち、IPOによるExitした企業の割合を示す。

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. **NRI** 5

2. 米国、欧州におけるプライマリー市場について

ユニコーン企業を多数輩出しており、スタートアップ企業等への投資が盛んに行われている米国では、法令上・実務上大量のリスク性資金が供給される環境が整備されており、成長ステージによらずスタートアップ企業等は株式により資金調達を行うことが中心となっている。特に、資金調達を効率化する「登録免除募集制度（Exempt Offerings）」としては、Regulation A や Regulation D などの制度が存在し、発行体のコスト負担が低く、調達額の上限がない Regulation D（Rule 506）が一般的に利用されている。

プライマリー市場における主な取引の手法としては、直接（相対）取引、B/D 経由の取引、クラウドファンディングの3種がある。各国に共通して、シード・アーリー期などの初期段階においては直接取引の割合が大きいものの、成長ステージが進み取引金額の増加に伴い B/D の関与する割合が高まっている。一方で、プライマリー市場における市場仲介者の役割としては、発行体からの依頼に基づき、発行体の性質に照らして適切な勧誘対象を検討し、投資者の勧誘を実施するといった受動的なもので、市場仲介者から発行体への積極的な勧誘はあまり見られない⁵⁹。クラウドファンディングの利用は、株主管理の効率化等のため、SPV（Special Purpose Vehicle）⁶⁰が活用されているなどの工夫が見られるほか、ファンマーケティングなど単なる資金調達を超えた付加的な意味合いが存在するが、その利用は

⁵⁹ 米国においては、B/D 以外のプライマリー市場の仲介者として、AngelList（脚注 28 参照）やファインダーと呼ばれる個人で活動する仲介者も存在している。

⁶⁰ SPV については、クラウドファンディングにおける利用の他、レイター期における大規模な資金調達において補完的な役割を果たす観点からの利用も見られた。

アーリー期を境に減少に転じる。

米国・欧州におけるスタートアップ企業等への成長資金供給の主な担い手は、リスクの高いシード期では、リタイアした会社役員や、既に Exit を経験した起業家といったエンジェル投資家で、彼らは業界の専門家として、協業先のマッチングや戦略上のアドバイスなど経営の支援も提供することがある。一方、PMF (Product Market Fit) が達成され、調達額も大きくなるアーリー期以降においては、Growth Equity Investors と言われる VC だけでなく PE ファンドやヘッジファンド、投資信託マネージャー (クロスオーバー投信) が市場に参加し、中心的な役割を果たしている⁶¹。また、欧州では富裕層の一族の資産運用を行うファミリーオフィスも成長ステージを問わず一定の存在感を示している。

3. 米国、欧州におけるセカンダリー市場について

米国を中心に、IPO までの期間の長期化や未上場段階での高額調達の常態化、IPO 市場が低調であることが影響し、株式の流動性確保や追加投資の手段としてセカンダリー市場が注目されている。

セカンダリー取引には VC 等のファンドが保有するスタートアップ企業等の株式を売却するいわゆる GP 主導型とスタートアップ企業等の創業者や従業員、投資者等が直接保有する株式を売却するダイレクト型が主に存在するが、シード・アーリー期では発行体の認知度が低く投資需要が不十分であるため、セカンダリー市場での取引ニーズはほとんど存在しない。発行体としても、創業初期における株式の外部流出を忌避する傾向がある。一方で、ミドル期以降、投資者が株式売却を本格的に検討し始めるため、セカンダリーのニーズが顕在化することになる。

主な取引手法としては、直接取引、B/D 経由、マーケットプレイス⁶²の3種類が存在し⁶³、後続ラウンドになるほど取引規模が大きくなったり取引が複雑になったりするため B/D が台頭することとなる⁶⁴。

なお、取引の実態として、譲渡制限や先買権への対応もあり、取引成立にかかる

⁶¹ 本懇談会において「従来 IPO に参加していたこれらの投資者層が、非上場の長期化等に伴い非上場市場に参加するようになった」との発言があった。

⁶² 非上場株式のセカンダリー取引を取り扱うプラットフォームとしては、OTC Markets もあるものの、スタートアップ株式の流通市場という観点では存在感に乏しい。

⁶³ 欧州においては、米国に比べると株式報酬制度が発達しておらず、そのため、従業員が持分の売却を行うことが多いマーケットプレイスの利用は限定的である。

⁶⁴ 大規模・複雑な取引の仲介の他、単体では小規模な取引 (役職員等の換金ニーズ) を取りまとめて大規模投資家との取引を成立させる対応なども行うことはあるが、積極的にセカンダリー取引に取り組んでいるのは主に非上場株式に特化した中規模の業者であり、大手 B/D も取り組んでいるものの、現時点であまり積極的な姿勢はみられない。

1 期間は 30～60 日を要することになるが、これは従業員が持分の売却を行うことが
2 多いマーケットプレイスであっても同様である。

3 米国・欧州におけるセカンダリー取引の主な買い手は、発行体関係者とその他投
4 資者の 2 種類が存在する。前者は、主に発行体の創業者・経営層であり、後者は VC
5 をはじめとする機関投資家を指す。シード・アーリー期は投資上のリスクが大きい
6 ため、リスク資金の供給を担う VC がセカンダリーの買い手のほとんどを占める⁶⁵。
7 ミドル・レイター期では、資産運用会社やファミリーオフィス、ヘッジファンド、
8 セカンダリーファンド等、機関投資家が買い手として参加する。ミドル期以降の企
9 業はリスクが抑制される一方、一定のリターンが期待できるため、より幅広い投資
10 者が買い手として参画するようになる⁶⁶。

⁶⁵ リスクの高い投資を行うエンジェル投資家については、専らプライマリーでの投資を重視しており、セカンダリーの買い手として取引に参加するケースは限定的である。

⁶⁶ なお、米国の自衛力認定投資家 (Accredited Investor) は、米国全家計の 18.5% (約 2,400 万世帯) と推計されるが、実際に非上場株のセカンダリー取引にアクティブに参加する投資者はごく一部に留まっているとみられる。

日本証券業協会が所管する非上場株式取引制度の概要

	プロ向け			一般投資家を含む幅広い投資者向け				
	適格機関投資家 に対する投資勧誘	企業価値評価可能 な特定投資家に対 する投資勧誘	特定投資家 に対する投資勧誘 (J-Ships)	フェニックス銘柄	経営権の移転等を目 的とした投資勧誘 ⁶⁷	店頭取扱有価証券 の投資勧誘	株式投資型 CF	株主コミュニティ
開始時期	2005 年 4 月	2020 年 11 月	2022 年 7 月	2000 年 4 月	2019 年 7 月	2005 年 4 月	2015 年 5 月	2015 年 5 月
対象商品	店頭有価証券 ⁶⁸	店頭有価証券	店頭有価証券 投資信託等 ⁶⁹ 信託受益証券	取扱有価証券	店頭有価証券	店頭取扱有価証券 ⁷⁰	株券 新株予約権証券	店頭有価証券
利用場面	プライマリー セカンダリー			セカンダリーのみ	プライマリー セカンダリー	プライマリー セカンダリー	プライマリーのみ	プライマリー セカンダリー
勧誘範囲	適格機関投資家	企業価値評価可能 な特定投資家	特定投資家	制限なし	経営権の移転等を目 的とした買付者等	制限なし	原則としてインタ ーネット上（対象 者に制限なし）	株主コミュニティ の参加者に対して のみ
投資者への 情報提供	—	発行者に関する 情報の提供	特定証券情報 及び発行者情報	会社内容説明書等 の提出及び縦覧	取引前調査の 結果の概要	有価証券報告書 又は 会社内容説明書等	発行者・募集に 関する情報等	会社法ベースの 企業情報等
譲渡制限 等の要件	適格機関投資家以外 の者への譲渡制限	少人数私募・私売 出し（49 人以下） の要件	特定投資家以外の 者への譲渡制限	—	—	—	—	—
その他	—	投資者が自ら企業 価値評価可能であ ることの表明・ 確約書を確認	外国有価証券も 対象	店頭取扱有価証券 のうち、上場廃止 銘柄で、日証協に 届出を行ったもの	—	発行会社への 外部監査必須	金額制限あり 発行者：5 億円未満 投資者：50 万円又 は顧客の資産に応 じた設定 （上限 200 万円）	—

⁶⁷ 経営権の移転や将来の事業承継などに関して勧誘を認める制度。顧客は発行者に関する取引前調査を行うことができ、発行者は当該調査への協力について事前の同意が必要。

⁶⁸ 「店頭有価証券」とは、国内で発行された非上場の株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券をいう。

⁶⁹ 「投資信託等」は、取引所金融商品市場に上場されていない投資信託受益証券又は投資証券若しくは新投資口予約権証券をいう。店頭有価証券と異なり日証協規則で投資勧誘を原則禁止としていないが、特定投資家私募については店頭有価証券と同様に投資勧誘に係るルールを整備している。

⁷⁰ 「店頭取扱有価証券」とは、店頭有価証券のうち、有価証券報告書の提出又は会社内容説明書（有価証券報告書の「企業情報」部分に準拠した書面に、一定の事業年度分の財務諸表を添付したもの）の作成をする会社が発行する有価証券をいう。