

非上場株等の発行・流通の拡大に向けた取組みについて

二上季代司

二〇二二年に非上場株等の発行、流通に関する大幅な規則改正等が行われて約二年が経過した。その後、非上場株等の発行や流通に関する様々な取組みが顕在化している。それまで日本証券業協会（以下、協会と略）の規
則では、非上場株等の投資家への勧誘は原則禁止の扱いであった。これがどういう経緯で、なぜ、どのように変わ
り、今後、どのように展開していくのだろうか。

以下で、これらについて簡単に整理してみた。なお本誌では、非上場株の限定的な市場である「株主コミュニ
ティ」制度の運用状況についてのレポートも掲載されているので、⁽¹⁾それも参照されたい。

1 規制改革実施計画（二〇二〇年七月）

二〇二〇年七月、規制改革推進会議の答申に基づき、「規制改革実施計画」が公表された。そのなかで、「スター
トアップを促す環境整備」として、①プロ私募の要件緩和、②株式投資型クラウドファンディングの金額上限の
関連規制の見直し、③非上場株等の流通市場の見直しの三点が金融庁所管の調査事項として盛り込まれた。

また翌二〇二一年六月の「成長戦略実行計画」では、私募取引の活性化に向けた環境整備と並んで、「IPO
の価格設定プロセスの見直し」が盛り込まれている。

つまり、非上場株等の発行・流通の促進の目的は、「スタートアップ（新興企業）」の起業や成長を促すことに

あった。二〇一〇年代後半から時価総額一〇億ドルを超える非上場会社（いわゆる「ユニコーン」）が世界的に増え始めていたが、わが国ではユニコーンの事例が極めて乏しかった。それが政府の認識の背後にあったのだろう。

では、「スタートアップの促進」策として、これら四つの事項は、どのような効果があると考えられているのか。おおよっぱに言えば、

- ① 非上場株等に対する特定投資家（プロ）私募を解禁し資金調達の拡大を図る。
- ② 株式投資型クラウドファンディングによる非上場株の発行につき資金総額（年間一億円未満）、投資家一人当たり応募額（五〇万円以下）の制限を緩和し、シード段階、アーリー段階の資金供給を増やし、起業や成長を促進する。

③ 「株主コミュニティ」の参加勧誘対象の制限を緩和し、非上場株の流動性の向上を図る。

④ IPO時の公開価格の設定を柔軟にし、公開価格での公募による資金調達額の増額を図る。
ということであろう。

こうした問題提起を受け、協会は「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」と「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」を立ち上げた。

2 「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」報告書（二〇二一年六月）

【特定投資家向け銘柄制度】

この報告書では、特定投資家私募をTokyo Pro Market以外にも認めることが提案されている。「特定投資家」

とは「プロ」の投資家とも呼ばれる。個人の一般投資家でも純資産三億円以上、有価証券等の保有資産三億円以上、かつ投資経歴一年以上といったリスク耐性があれば、証券会社に申出て、特定投資家に移行（「プロ成り」）すると、証券会社はリスクは高いが期待リターンも大きい非上場証券への投資を勧誘することができる。

そうしたプロの投資家には投資勧誘において適合性の原則や契約締結前交付書面の交付、広告規制等の行為規制は適用除外され、リスクの高い非上場証券への投資勧誘が可能である。現状、形式基準（株主数や時価総額、事業継続年数等）のない取引所市場であるTokyo Pro Marketでは、そうしたプロだけが取引でき、資金調達もプロに限定した「私募」形式で行うことができることになっている。

今回、協会は、規則を新設⁽²⁾し、非上場株等にも特定投資家私募を認めることとした。協会が認めた証券会社に、実質的な取引適格審査をゆだねるもので、取引可能な銘柄は「特定投資家向け銘柄」(Ships)と呼ばれる⁽³⁾。

【株主コミュニティ制度】

非上場株の取引については、「株主コミュニティ」制度がある。その詳細と現状については、本誌所載の松尾論文に譲りたいが、簡単に言えば、証券会社が非上場会社ごとに売買参加者を限定した「コミュニティ」を組成し、その範囲内でのみ投資勧誘を認めるというものである。

現状、コミュニティ参加への勧誘対象者は、当該非上場会社の株主や役員・従業員（グループ会社も含む）等事情を知る会社関係者に限定してきた。今回、協会は規則を改正し、コミュニティへの参加勧誘対象者として「特定投資家」も加えることとした⁽⁴⁾。

【株式投資型クラウドファンディング】

非上場株式の発行によりインターネット上で多数から少額ずつ集める仕組みである。投資家の損失を限定する

ため、調達できる資金総額は年間一億円未満、一人当たり五〇万円までの上限枠があった。金商法施行令等が改正され（二〇二二年一月施行）、調達できる資金総額の通算規定が緩和され、より多額の資金が調達できるようになる。

すなわち、これまでは一年前以内に他の方法で（例えばベンチャーキャピタルから）五千万円調達していれば、残る五千万円未満までしか調達できなかったのである。この通算規定を緩和して、株式投資型クラウドファンディング単体で年間一億円未満までの調達が可能になった。また特定投資家については五〇万円までの上限規制を撤廃した。さらに少数私募（四九人以下）の場合、開示規制は免除されるが、この場合の人数算定方法は、「六か月以内」に通算四九人以下であったものを「三か月以内」に緩和した。

3 金融審議会第二次報告書「コロナ後を見据えた魅力ある資本市場の構築」（二〇二二年六月）

この報告書では、一般投資家が「プロ」に移行できる要件を弾力化し、また移行の手続きを柔軟化することを提案している。つまり「特定投資家」そのものを増やして非上場証券への投資勧誘の対象者を拡大しようというわけである。

前述のように、これまで「プロ成り」の要件は純資産・保有有価証券の規模・投資経験等、主として「リスク耐性」だけを形式的に重視していた。これに職業（銀行、証券会社、大学教授等）や保有資格（証券アナリストや外務員等）等十分な金融リテラシーも要件に加えることを提案した。また取引経験一年の要件も、他の証券会社での取引経験も加える等移行手続きの柔軟化を提案している。

これに基づき内閣府令が改正⁵⁾され、二〇二二年七月より施行されることとなった。この結果、「年収が一〇〇

○万円以上かつ特定の知識・経験を有するかつ有価証券の取引経験一年以上」等複数種類の要件が追加された。

4 「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（二〇二二年二月）

日本のIPOでは公開価格はブックビルディング方式で決定されるが、上場後の初値が公開価格を大幅に上回る事例が多い。このため、公開価格での公募発行で企業が得られる資金調達額は、公開価格が初値に近い値段に設定された場合と比べ少なくなる。それがスタートアップ企業の資金調達を抑制している、という批判があった。公正取引委員会が、引受証券会社の取引慣行を独禁法上の観点からも問題視した。

そこで、この報告書では、ブックビルディングにおける仮条件の範囲を拡大し、範囲外での公開価格設定を認めること、上場日程の期間短縮・柔軟化等を改善策とした。これにともない協会は「有価証券の引受等に関する規則」の一部を変更した。

ところで、この報告書では、乖離の原因として、公開価格の設定が「過少」だから（アンダープライシング）なのか、それとも初値の形成が「投機的」だからなのか、断定はせず両論併記になっている。IPOパフォーマンス分析の日米比較では、日本の場合、「オフファリングサイズ」（公開価格×公募売出株数）が一〇〇億円未満の小粒IPOほど乖離が極端に大きくなる⁶⁾ことが示されている。

これに関連して、この報告書では「サイズの大きなIPOを増やす、IPO後に成長性の高い企業を増やす以外に本質的な解決策はない」という意見表明もあった。一〇〇億円未満の小粒IPOは初値が投機的でボラティリティも大きいことが紹介されている。

それは「ベータ」が大きく資本コストが高いことを意味する。そうした資本コストの高い株に、ファンダメン

タルを重視する機関投資家が投資するだろうか。流動性はないが、公正価値測定に基づく算定株価で資金供給に応じる方が現実的ではないのか。そうであれば、根本的な解決方法は、非上場の段階で資金調達できる環境を整えて成長性の高い企業にすることが望まれることになる。つまり先述の「特定投資家私募制度」を整備することの方が根本的な解決策ということになる。

5 新しい資本主義実行計画

二〇二一年一〇月に発足した岸田内閣は、「新しい資本主義実現会議」を設置した。翌二〇二二年六月、いわゆる「骨太の方針」と並んで「新しい資本主義のグランドデザインおよび実行計画（以下、実行計画）」を閣議決定した。この実行計画（一七ページ）では、新たに、PTSにおいてプロ投資家向けに非上場株式を取り扱うことを可能とする等の制度整備を行うとしている。また金融審議会の市場ワーキング・グループ「中間整理」でもPTSを通じた非上場株式のセカンダリー取引を円滑化することが提言された。

また「実行計画」に基づくフォロアーアップ（二一ページ）では投資信託の非上場株式の組入れに係る評価方法等の検討を進めるよう、投資信託協会に要請している。

【非上場PTS】

前述の金融審議会の提言を受け、協会は新たに「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」を新設、二〇二三年七月に施行した。これまでPTSで取引できる株式は上場株式に限られていたが、新しい規則では、取り扱える有価証券として、①ブロックチェーン技術を用いて権利の移転が行われる「トークン化有価証券」と、②特定投資家向け有価証券である非上場株式等、の二つの類型があげられている。

非上場P.T.S運営会員は取引対象となる非上場株式等について発行会社の財務状況、適時情報提供の体制整備状況等の適正性審査が求められる。また非上場P.T.S銘柄の約定価格、最終気配、出来高等の取引情報を公表しなければならぬ、とされる。

【投資信託の非上場株組み入れ】

投資信託協会は二〇二三年三月から投資信託の非上場株組み入れに伴う整備の検討を行い、これに基づいて「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正を行った（二〇二四年二月から実施）。従来から、非上場株の組み入れは法令上、禁止されていないが、顧客からの解約頻度と保有資産の流動性とのミスマッチを緩和するため、個々の投資信託につき、すべての投資対象資産を流動性の観点から四つに分類し、最も流動性の高い階層の下限保有比率と最も流動性の低い階層の上限保有比率を定めることとされていた。

今回の改正で、投信への非上場株の組み入れ比率は純資産総額の上限一五%と明記した。また非上場株の評価については「公正価値測定」に基づいて時価評価すべきとされた。

6 資産運用立国（二〇二三年）

岸田内閣は二〇二二年一月の「資産所得倍増プラン」に続き、一年後の二〇二三年一月「資産運用立国実現プラン」を発表した。この資産運用立国の実現を目指し、金融商品取引法が改正された（二〇二四年五月）。主たる改正内容は、①投資運用業者の参入規制見直し、②非上場株式等の流通をめぐる規制見直し、③株式公開買付（TOB）・大量保有報告制度の見直しである。

このうち、②では、第一種金融商品取引業（証券業）に「非上場有価証券特例仲介等業務」が追加された。ま

た、取引規模の大きくない非上場P.T.Sの運営を行う場合にはP.T.S認可の取得を求めないことになった。

【非上場有価証券特例仲介等業務】

特定投資家を対象とする非上場株等の仲介業務に特化して、金銭・証券の預託を受けない第一種金融商品取引業者について、自己資本比率規制、兼業規制およ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なった。

【登録P.T.S制度】

P.T.S業務は第一種金融商品取引業務の一つであるが、登録要件のみならず、これよりも重い認可要件が求められていた。⁽⁷⁾これに対し、非上場証券のみを扱うP.T.Sであって、流動性や取引規模等が限定的なものについては、取引の管理等に関する必要な規制を適用する前提で、認可を要さず第一種金融商品取引業の登録制の下で参入可能とし、資本金や純財産要件等の財産規制やシステムに関する要件等を緩和することになった。いずれも非上場証券の仲介業への参入を促進する効果を期待するものである。

7 おわりに

二〇二〇年から始まる非上場証券の発行・流通を促進する対策は、起点はスタートアップ（新興企業）の起業、成長の促進にある。本稿では、この対策が具体的にどのような形をとって進んできたのかをみた。それは基本的には、例外的に投資勧誘を許される「特定投資家」の範囲を拡大すること、「株主コミュニティ」の制度改善や非上場P.T.Sの創設や参入促進により特定投資家による非上場証券の売買の機会を増やすことに向けられてきた。

そうであれば、そもそも個人が「特定投資家」に移行する（「プロ成り」）メリットやインセンティブがなければならぬだろう。リスクがあっても高いリターンが期待できるような非上場会社が発掘され、それを組み入れたファンドや投信といったプロダクトがどしどし組成されなければならぬ。プロが少ないからスタートアップが生まれぬのか、それとも魅力的なスタートアップがないからプロになろうとする個人がないのか。

「ニワトリと卵」の関係にも似ているが、ひとまず特定投資家の潜在的な範囲は広がったのである。今後は、「資産運用立国実現プラン」で掲げられている資産運用業の高度化、アセットオーナーの改革等が具体的に展開されることが望まれる。

注

- (1) 松尾順介「株主コミュニティ制度の新たな展開―運営会員と売買高を中心に―」本誌、所載。
- (2) 「店頭有価証券などの特定投資家に対する投資勧誘に関する規則」新設（二〇二二年七月）。
- (3) J-Shipsは、JSDA Shares and Investment trusts for Professionalsの頭文字である。なお勧誘の際に義務とされる開示情報（発行者情報を含む特定証券情報）の記載内容は協会が定めることとなった。
- (4) 「株主コミュニティに関する規則」改正（二〇二二年七月）。なお、コミュニティを組成して投資勧誘を行うにふさわしい会社であるかどうかの審査は、証券会社にゆだねられており、その組成・運営に当たる証券会社は協会に届出なければならぬ。
- (5) 「金融商品取引業等に関する内閣府令」改正。
- (6) 第一回ワーキング・グループ「資料2」（二〇二二年九月一六日）

(7) 資本金・純財産要件(三億円以上) やシステム要件(第三者評価書の添付)等。

(にかみ きよし・特任研究員)