

制度整備が進む非上場株取引

非上場株への投資から極力投資家を遠ざける政策が過去のものとなり、スタートアップ企業育成の観点から非上場株取引の制度整備が進んでいる。今後、制度の認知度向上や一般投資家からプロ投資家である特定投資家への移行促進、そして企業側の意識向上への取り組みなどが求められる。

なぜ非上場株市場の拡大なのか

日本では、流通性に乏しく発行者に関する情報も少ない非上場株への投資について、長年にわたり、極力、投資家を遠ざける政策がとられてきた。証券業者の自主規制機関である日本証券業協会（以下、日証協）の規則は、今年6月の改正まで、証券会社は原則として顧客に対して非上場株の投資勧誘を行ってはならないとしていた。

このため、創業間もないスタートアップ企業、ベンチャー企業が発行する株式への資金提供は、もっぱらベンチャーキャピタル（VC）ファンドが介在することになった。VCファンドへの出資者は、主として機関投資家や事業会社だが、運用者であるベンチャーキャピタリスト自身や起業家として成功を収めたエンジェル投資家など、個人による出資も行われる。

VCファンドは、資金提供者となるだけでなく、ベンチャーキャピタリスト自身が取締役会メンバーとなるハンズオン投資を行うこともあり、投資先企業の成長を後押しする上で大きな役割を果たしている。ただし、VCファンドは投資ファンドである以上、10年程度の運用期間を目途に投資資金を回収し、出資者に現金で償還するのが一般的である。VCファンドのエグジット（出口）となるのは、投資先企業の新規株式公開（IPO）や他社による買収である。

このためVCファンドは、ともすれば投資先企業に時期尚早とも思えるタイミングでのIPOを迫ったり、創業者による株式の買い取りを求めたりすることになりがちである。日本市場で小粒のIPOが多くなる一つの要因

は、こうしたVCファンドの姿勢にも求められる。

これに対して米国を中心に世界各国で、非上場株の発行・流通市場の発達を背景としつつ、非上場のまま時価総額10億ドル以上の規模に成長する、いわゆるユニコーン企業が増加している。

米国の場合、非上場株市場拡大の一つのきっかけとなったのが、2012年に議会の超党派の支持を得て制定されたJOBS法である。同法によってインターネット上での株式募集（株式投資型クラウドファンディング）を支援するファンディングポータルの登録制度整備やSEC登録が不要な株式の私募発行の規制緩和などが進んだ。

日本でも米国の制度改革に学びつつ、2014年の金融商品取引法（以下、金商法）改正で株式投資型クラウドファンディングを取り扱う業者に対する最低資本金額や兼業規制などに関する見直しが行われた。さらに、2015年5月には、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株の取引・換金ニーズに応えることを目的とする株主コミュニティ制度が創設された。

2022年11月には、政府が「スタートアップ育成5か年計画」を策定し、ユニコーン企業を100社生み出すという目標も掲げられた。

投資家保護の重要性は変わらない

非上場株市場の拡大へのニーズがあるとしても、非上場株への投資に上場株の市場にはない大きなリスクが伴うことは否めない。零細な個人投資家を含む幅広い投資家層に積極的な非上場株投資を求めることには投資家保護の観点からどうしても問題が生じる。厳しい規制の下でも、高齢者などをターゲットとした未公開株詐欺が社

会問題になったことも忘れてはなるまい。

このため上記の制度整備では、投資家保護の観点から様々な制約が設けられている。例えば、株式投資型クラウドファンディングでは、投資家一人当たりの投資金額の制限が設けられるとともに、訪問や電話による勧誘が禁じられている。また、株主コミュニティ制度では、投資家が自ら証券会社に申し出て株主コミュニティに参加することが原則であり、証券会社が株主コミュニティへの参加勧誘を行えるのは限られた投資家の範囲にとどまるという具合である。

期待される“特定投資家”

こうした制約は投資家保護の観点からは合理的だが、制度の使い勝手を悪くするのも事実である。そこで、投資に関するプロである「特定投資家」には非上場株への自由な投資を認めるというアイデアが編み出された。

特定投資家には、証券会社や投資運用業者、銀行等の金融機関のほか、上場会社や資本金5億円以上と判断される株式会社などが含まれる。また、その他の法人や多額の金融資産保有などの要件を満たす個人は、証券会社に申し出て特定投資家に移行できる。

金商法は、証券会社が特定投資家に対して販売・勧誘を行う場合、一般投資家への投資勧誘に適用される書面交付義務や説明義務といった情報格差の是正を狙いとする規制を適用しないこととしている。このため証券会社は、特定投資家向けに限定した金融商品・サービスを提供する際の法令遵守（コンプライアンス）のコストを削減でき、投資リスクの大きい金融商品・サービスも提供しやすくなる。非上場株市場の拡大には、特定投資家制

度の活用が有力な手段となり得る。

日証協は2022年7月、特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）を創設し、スタートアップ企業等が、特定投資家向けに株式等を発行して資金調達を行う途を開いた。同時に金融庁は内閣府令を改正し、申し出によって特定投資家に移行できる個人の範囲を拡大した。

さらに2026年7月15日に国会で成立した金商法改正では、特定投資家の裾野拡大を目指し、要件を満たしているものの実際には特定投資家に移行していない潜在的特定投資家に対して、特定投資家向けの株式等への投資勧誘を行うことが認められることになった。その対象数は数万人にもなると見込まれている。

このほか非上場株式の取引を行う私設取引システム（PTS）の登録制度を設けたり、非上場株式の公募投資信託への組み入れ拡大が図られるなど、非上場株取引の拡大を目的とした制度整備が進められている。

もっとも、一連の制度整備が多数のユニコーン企業の輩出という所期の効果を生み出すには時間がかかるだろう。整備された制度の認知度を高め、移行要件を満たす法人・個人による特定投資家への移行も進めなければならない。

スタートアップ企業側の意識向上も重要だ。上場から間もない企業の粉飾決算が発覚するといった不祥事も起きている。投資家の信頼を裏切るような企業行動が見られるのであれば、非上場株投資の裾野拡大は難しい。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は証券市場制度
focus@nri.co.jp