

# 第7回 スタートアップ・投資ワーキング・グループ

## 議事録

1. 日時：令和6年4月3日（水）10:00～12:23

2. 場所：オンライン会議

3. 出席者：

（委員）落合孝文（座長）、芦澤美智子（座長代理）、川邊健太郎、堀天子、間下直晃

（専門委員）瀧俊雄、岩崎薫里、川本明、藤本あゆみ、増島雅和、宮下和昌

（顧問）大槻奈那

（事務局）松本参事官、幕内参事官

（説明者）五十嵐 克也 日本商工会議所 理事・企画調査部長

松本 憲治 日本商工会議所 担当部長

今井 隆太 日本商工会議所 職員

小木曾 稔 一般社団法人 新経済連盟 渉外アドバイザー

伊藤 洋 一般社団法人 新経済連盟 政策部 副部長

波多江 直彦 イークラウド株式会社 代表取締役

杉崎 豪紀 イークラウド株式会社 経営管理部長

松本 昌男 日本証券業協会 常務執行役 自主規制本部長

宮脇 隆宗 日本証券業協会 エクイティ市場部長

新発田 龍史 金融庁 企画市場局 参事官

太田原 和房 金融庁 企画市場局 参事官

齊藤 将彦 金融庁 企画市場局 市場課 課長

野崎 彰 金融庁 企画市場局 企業開示課 課長

亀山 慎之介 経済産業省 経済産業政策局 産業資金課 課長

4. 議題：

（開会）

非上場株式の発行・流通の活性化

（閉会）

5. 議事録：

○松本参事官 定刻となりましたので、ただいまから規制改革推進会議第7回「スタートアップ・投資ワーキング・グループ」を開催いたします。

初めに、事務局から、会議に関する連絡事項を申し上げます。

本日は、ウェブ会議ツールを用いてオンラインで開催しております。会議中は画面をオンにし、マイクは通常ミュートにてお願いいたします。御発言の際にミュートを解除して、

マイクを近づけるなどして御発言ください。御発言後は、再度ミュートにてお願いいたします。

なお、本日のワーキング・グループは、内閣府規制改革推進室のYouTubeチャンネルでオンライン中継を行っています。御視聴中の方は、動画の概要欄にあるURLから資料を御覧ください。

続きまして、本日のワーキング・グループの出欠状況について報告いたします。

本ワーキング・グループ構成員の委員・専門委員につきましては、津川委員、御手洗委員、後藤専門委員が御欠席との連絡を承っております。本ワーキング・グループ構成員のほか、大槻顧問、川邊委員、間下委員に御出席をいただいております。

以後の議事進行は落合座長にお願いいたします。

座長、よろしくをお願いいたします。

○落合座長 座長の落合です。

それでは、本日の議題、「非上場株式の発行・流通の活性化」について議論をしたいと思います。

出席者の皆様におかれましては、質疑や議論の時間を確保するため、時間内での説明に御協力をいただきますようお願い申し上げます。

まず、日本商工会議所理事・企画調査部長、五十嵐克也様、担当部長、松本憲治様、職員、今井隆太様から、現状の課題や規制改革の御要望等について、10分ほどで御説明をいただきたいと思っております。よろしくをお願いいたします。

○日本商工会議所（五十嵐理事・企画調査部長） おはようございます。日本商工会議所、五十嵐でございます。

商工会議所は、全国に515、125万会員を擁する地域の総合経済団体であります。人口減少が進み、経済が縮小傾向にある地域をどうすればいいかというのが最大の課題となっています。

ページをめくっていただきますと、これまでとは異なる形で、地域活性化や地域イノベーションを進める必要があると考えております。今回、提言をまとめるに当たりましては、その背景となるレポートをまとめたので、ちょっとだけ御紹介させていただいた後に提言をお話しします。

2ページですが、我々がこのレポートをまとめるに当たって、各地の事業者、創業者にヒアリングなどを進めた結果、分かりましたのが、「共感」というのが一つの大きな原動力となって地域に新たなビジネスの資金や人を呼び込むということが分かりました。地域に新たな価値創造とか、社会課題解決を志向する創業、起業、あるいは第二創業、新規事業の挑戦、いわば我々は「地方版スタートアップ」と呼んでいますけれども、そのチャレンジャーを後押しする原動力となるのが「共感」であることが分かりました。

3ページに国の調査がありますけれども、社会のために役立ちたいという思いが全体に広がってきている、共感が年々高まってきていることが分かります。

4 ページでは、資金面で言いますれば、インパクト投資など共感に基づく投資が、人材面では、地域おこし協力隊のように地域貢献活動を志向する人々が増えている、これが結果的に移住につながっているという状況が分かりました。

5 ページに行きますと、仕事を通じて地域社会への貢献に意欲を持つ人が少なくないということ、あるいは、自ら創業を目指す人も社会課題に取り組む、地域活性化・まちづくりに取り組むというような意欲を持っている人が多いということが分かりました。

6 ページ。我々の言うところの地方版スタートアップが若い人の関心を引きつけ、雇用にも寄与しているという状況を示しております。

7 ページです。地方版スタートアップが直面する課題ということでは、最も大きいのは資金調達になります。右側にありますように、創業期の事業者のうち半数近くは借入れ以外の資金調達手法が見つからないのでチャレンジが困難になった経験があると答えている結果もあります。

8 ページです。注目すべきは、共感型の資金、共感マネーについてであります。クラウドファンディングのようなウェブを通じて行える投資は、事業者や投資家の住んでいる地域を問わないというメリットがあります。約半数が東京以外の地域への投資という実績があります。他方、企業側・投資家側にこの手法の認知が進んでないこともありまして、市場規模はまだかなり小さいという状況であります。

9 ページには、人材面の課題がありますが、ここは資金と関係がないので飛ばします。

10 ページには、地域の公民連携によって、起業、移住をセットで支援する取組を示しております。七尾の例です。

11 ページ以降には、地方版スタートアップの資金調達の事例を幾つか紹介しておりますので、御覧いただければと思います。

以上がレポートの概要であります。事業者が抱えている経営課題は、ヒトとカネという問題に集約されることが分かります。地域で芽吹きを見せている共感を背景とした新たな動きを後押ししていくことが求められます。

特に、カネの問題につきましても、クラウドファンディングのような共感マネー、これは事業を立ち上げるときにはこれでいいのですが、成長過程においてはちょっと不足します。これを集めるためにエクイティによる調達を円滑化すべきというような問題意識を持ちまして提言をまとめたので、次に紹介させていただきます。

次のページを御覧いただきたいのですが、我々は、企業が地方発・地方拠点でビジネスを継続・発展させていくことが重要だと考えています。地域の企業が地域において必要な資本を効果的に集められる仕組みが必要です。そのための制約となっている制度は見直して、今回、地域におけるエクイティファイナンスの健全な発展を実現すべきという提言をまとめました。

18 ページです。地方版スタートアップの関心が高まる中で、せつかく起業・創業しても、成長・拡大志向の企業というのは、どうしてもヒトやカネを求めて大都市に集中する

傾向があります。こうした現状を踏まえて、事業者が、先ほど申し上げた地方発・地方拠点でビジネスを継続・発展させられるような資金調達環境の在り方を考えなければいけません。そのために、事業の性質や成長の場面に応じて、資金調達手法のベストミックスが可能となるよう、多様な選択肢が用意されるべきと考えます。

具体的な課題として3点取り上げております。

1点目が、19ページですが、投資型クラウドファンディングの普及における制約であります。投資型クラウドファンディングのうち最も活用が進むと言われている株式投資型クラウドファンディングであっても市場規模は20億円程度で、先ほど申し上げたように非常に小さいです。海外と比べれば歴然としております。募集額、投資額それぞれの上限を引き上げるなど制度の見直しを行う必要があります。

20ページです。課題の2つ目ですが、未上場株式、非上場株式の発行・募集の際における企業情報開示制度が合理性を欠いていると考えます。資金調達の制約になっていると思われま。株式による1億円以上の募集をする場合には、上場にも匹敵するような数千万円以上かかるような厳格な情報開示義務が課されています。一方で、1億円未満では開示義務の免除があります。我々としては、この免除の幅を今回、10億ないし5億円ぐらいまで広げるべきだと思っております。同時に、調達額に見合った段階的な情報開示制度、アメリカなどで言うところの簡易開示制度に変更すべきだと考えております。

課題の3点目ですが、そもそも非上場株式の発行・流通の仕組みそのものが整備されていないという点を問題視しております。我が国には、非上場株式の取引市場は今ほぼありません。証券会社の投資勧誘は原則禁止されております。投資家も、非上場株式、未上場株式に関する情報や適切な価額というのでしょうか、株価を知る手段があまりなく、取引リスクが高いために投資を手控える要因にもなっていると指摘されています。

海外では、非上場株式市場の裾野が広く、取引も活発です。日本でも、かつて存在した店頭市場のような未上場株式の発行・流通市場、これは開示基準が厳しくなって使われなくなってしまうと廃止と聞いておりますけれども、もう一回考えるべきではないかと思っております。

以上を踏まえて制度見直しの要望事項として4点を示しておりますが、繰り返すところもありますので、ここでは項目のみ提示をさせていただきます。

繰り返しになりますけれども、地域発・地域拠点の事業を生み育てる視点が重要です。資金がそういう事業に向かうような環境・制度整備を求めていきたい。そうでないと、せっかく国内の富というか資金が海外に移ってしまうような流れを加速してしまうことになります。日本にある富を日本で回す。そういう政策をお願いしたいと思っております。

以上です。

○落合座長 五十嵐様、皆様、どうもありがとうございました。

続きまして、新経済連盟渉外アドバイザー、小木曾稔様、政策部副部長、伊藤洋様から、現状の課題、規制改革の御要望等について、5分ほどで御説明をいただきたいと思っております。

よろしくお願ひいたします。

○新経済連盟（小木曾渉外アドバイザー） 小木曾でございます。

それでは、資料に基づいて説明させていただきます。

我々も経済団体の一つでございますが、今、日商さんがおっしゃられたことは本当にそのとおりだと思ひまして、私もこれから重なる部分も含めて<sup>1</sup>説明いたしますが、ここでまず大きなメッセージとして言ひたいのは、今回提案をさせていただくものは経済界の大きな声だということをお認ひしていただひきたいというところをまず冒頭に申し上げたいと思ひます。

1 ページをおめくりください。

そもそも、皆さん御案内のところも多いと思ひますが、改めてなぜこの提案をしているかという日本の資本市場のゆがみのところで客観的ファクトの数字を述べさせていただきます。

日本のユニコーン企業はわずか7社です。経済規模からすると、もっとあつていいはずです。ブラジル、インドネシア、メキシコよりも少ないという状況です。ファクト②として、日本のスタートアップの成長ステージごとの調達額は、米国よりおおむね1桁少ないのではないかなという感じを持っております。

次のページです。

本日の主張の俯瞰図ですが、規制改革の問題を議論するときに重要な視点は、パッチワークで議論するというよりも、何を目標として設定をしているのかというところから逆算をして、ステップ・バイ・ステップでどういうことをやっていくのかという全体図を示すことが必要だと思っております。その意味で、As IsとTo Beを並べる形で説明をしております。

我々は、諸外国ではここ10年、20年の中で、銀行型金融から市場型金融に移行させるための規制改革をしてきたと理解をしております。そこでキーワードになるのは、後でちょっと説明の中で申しますが、私募や少額公募などの中で簡易開示という仕組みを導入するというところが一つキーワードとしてあります。

それから、諸外国の環境だと、種々のタイプの市場、店頭市場、代替的証券取引所、マーケットプレイス、クラウドファンディングなど、要するに多層的な市場が形成されているということでございます。こういうふう形成されてきたのは、まさに規制制度改革<sup>2</sup>のつくり方の結果<sup>3</sup>だと思っております。

日本は残念ながら、規制制度自体もキャッチアップをしないといけない時代になっておりますので、諸外国の状況をベンチマークとしながら、その差分を埋めていくことが必要だと思っております。

次のページをお願いします。

---

<sup>1</sup> 実際には「部分を」と発言しているが、正しくは「部分も含めて」のため修正

<sup>2</sup> 実際には「規制制度」と発言しているが、正しくは「規制制度改革」のため修正

<sup>3</sup> 実際には「つくり方」と発言しているが、正しくは「つくり方の結果」のため修正

諸外国からの学び、4ページ、5ページのところは後でお読みいただくとして、ポイントは、成長ステージ別<sup>4</sup>ごとにプライマリーとセカンダリー両方について、プラットフォーム機能を活用して未上場株式に流動性を与えているということが重要で、セカンダリーだけの議論とかプライマリーの議論というよりも、全体を議論することで流動性を高めながら、そのときにプラットフォームという機能をうまく使っていくことが、総合的な体系をつくることによって諸外国に追いつくのではないかと考えております。

6ページをお願いします。

そのような思いから見たときに必要なもの、「パッケージ6項目」と勝手に私が名付けているだけでも、挙げていくと6項目ぐらいあるところがございます。全体として、まず6項目あるというところを見ていただきたいと思います。

次のページをお願いします。

調達コストの合理化。これは先ほど日商様からもお話があった話です。有価証券届出書1億円募集になると、私は勝手に壁と言っているのですけれども、そこを引き上げてほしいというのと、当然、では情報開示をどうするのだというところがあるので、簡易開示制度を合わせた形で導入してほしいということです。ただ、これ自体が、政府としての見解は慎重な検討というものなのです<sup>5</sup>、事実上、アジェンダセッティングをされていないことになる<sup>6</sup>ので、再度検討が必要だと思っています。

9ページのところで、計算なのですけれども、有価証券届出書の作成と監査だけで4000万円、監査証明2期分が必要だとして7000万円、これは最初するときだけなのですけれども、その後、毎年度の有価証券報告書をつくらなければいけないので、その中で3000万円ぐらい対応コストがかかるなど、未上場企業に1億円ぐらい費用がかかってしまう。この状況では<sup>7</sup>、相当ワークしないなというところです。

それに対して、簡易開示制度とか<sup>8</sup>についてどういう道筋をつけたらいいかということについては、クラファンの話と併せて議論したいので、そのときに議論をさせてください。

7ページに戻ってください。

あと、こういう市場のやり取りをするときに、未上場株式というのが例外扱いになっているということではなくて、勧誘することを原則禁止というのは撤廃するということから始めないと話が始まらないなと思っています。

8ページをお願いします。

---

<sup>4</sup> 実際には「成長ステージ別、募集額の段階」と発言しているが、誤解を招くおそれがあるため「、募集額の段階」を削除

<sup>5</sup> 実際には「今政府として慎重な検討という回答がありました」と発言しているが、正しくは「政府としての見解は慎重な検討というものなのです」のため修正

<sup>6</sup> 誤解を招くおそれがあるため「ことになる」を追記

<sup>7</sup> 誤解を招くおそれがあるため「この状況では」を追記

<sup>8</sup> 実際には「簡易開示制度とかそういうもの」と発言しているが、誤解を招くおそれがあるため「そういうもの」を削除

クラウドファンディング自体は、我々長年、範囲の拡大を申し上げてきたのですけれども、去年の議論の中でその大きな方向性については示されました。その方向性について我々も非常にありがたいと思っていて、金融庁様にも大分御検討いただいたところがございます。

1点、これは改革<sup>9</sup>あるあるですけれども、制度をつくって解禁するのだけれども、その規制改革を踏まえた形で実際に<sup>10</sup>ワークをするかどうかという点が非常に重要だと思っております。その点から1点ワークするかどうかという点で申し上げたいのです<sup>11</sup>。さっきの1億円の壁のところから引かかってきてしましまして、開示コストが多額のままでは、実際にクラファンでの対象が改革により増えたとしても、実際に規制改革の内容が使われるかどうか<sup>12</sup>というところについて非常に懸念を持っております。ここについて、いろいろな諸外国の事例も見ながら知恵出しをしていく必要があるのかなと思っております。

あと、シンジケート等のことについて書いてありますが、議事次第を見ると、ほかの方もおっしゃると思うので、私からは割愛をさせていただきます。

10ページお願いします。

米国の開示費用と調達コストということで、制度を書いておきました。株式投資型クラウドファンディングのところを見ていただくと、表の真ん中ぐらいですけれども、財務諸表の保証の方法として、<sup>13</sup>レビュー、コンピレーション、連邦法人税申告書添付など、額に応じてどういうふうに証明をしていくのかということについてはまだらになっています。そういうことも参考にしながら、開示コストをどう合理化・適正化ができるかという視点が必要かなと思っております。

なお、会計士数で調べると、米国では会計士が日本よりも10倍ぐらい多いのですけれども、その中でもこういう制度でやっているということで、今、会計士不足とか、監査人がいなくてどうするという話になっているときに、ここら辺は、未上場株式だけの特有の問題ではないですけれども、きちんと整理をしないと、今後の日本の経済取引のところ懸念事項になってしまうかなと思っております。

11ページをお願いします。

両方とも事実上全くアジェンダセッティングをされていないので、まずアジェンダセッ

---

<sup>9</sup> 誤解を招くおそれがあるため「改革」を追記

<sup>10</sup> 誤解を招くおそれがあるため「実際に」を追記

<sup>11</sup> 実際には「重要だと思っております、そのワークをするということが。」と発言しているが、正しくは「重要だと思っております。その点から1点ワークするかどうかという点で申し上げたいのです。」のため修正

<sup>12</sup> 実際には「開示コストが多額のままなので、実際にクラファンで利用拡大の募集が増えたとしても、使われるかどうか」と発言しているが、正しくは「開示コストが多額のままでは、実際にクラファンでの対象が改革により増えたとしても、実際に規制改革の内容が使われるかどうか」のため修正

<sup>13</sup> 実際には「監査以外に」と発言しているが、誤解を招くおそれがあるため削除

ティングをしていただいて議論の俎上にのせてほしいということで、私募制度についても、勧誘先49名ということで少人数私募の対象を限定しているのですけれども、勧誘することが問題というより、購入する者で縛るということに規制のやり方を変えてほしいなと思っています。また、インターネットによる広告宣伝の活用を可能とするということです。

適格投資家については、適格機関投資家と特定投資家を合わせて適格投資家になりますが、それについて、今は金融機関、機関投資家や大企業、金融投資のプロ性の高い個人などに限定されていますが、主要国と比べると、そこに黒字で書いているような人たちも入りますので、そういうところを考えてほしい。あと、手続が、届出・公表とか証券会社の事前確認を一々しなければいけないので、それよりは企業とか証券会社に取引時の確認義務を課したほうがワークするのではないかと思っております。いずれにしても、アジェンダセティング自体されていないので、していただきたいということです。

最後、12ページ。

オンラインマーケットプレイスについては、現在、金商法の改正法案が国会に出されております。我々としては、その内容についてあくまでも第一歩だと認識をしております。諸外国と比べたときに完全に一致なのと言われると、まだそこにも至っていないという認識でございますというのが1点。なので、引き続き、定点観測の必要があるというところ です。

もう一つは、法律改正案だけでは、下位法令に委任されているところもあるので、緩和対象の有価証券の範囲、PTS認可不要になる対象範囲、それによる対応コストがどれぐらいになるのかというのをよく見極めていかないと、せっかくつくっていただいた制度がうまくワークするかというところになるので、ここは規制改革推進会議<sup>14</sup>様として、今後法律が通ったら次の下位法令がつくられることになっておりますが、ぜひウオッチをして検証していただくステップを取っていただきたいなと思っております。

発表は以上でございます。ありがとうございました。

○落合座長 小木曾様、伊藤様、どうもありがとうございました。

続きまして、イークラウド株式会社代表取締役、波多江直彦様、経営管理部長、杉崎豪紀様から、現状の課題、規制改革の御要望等について、5分ほどで御説明をいただきたいと思っております。よろしくお願いたします。

○イークラウド株式会社（波多江代表取締役） ありがとうございます。イークラウド代表の波多江と申します。

日商様、新経連の経済団体の皆様の上に、民間の一事業者として御発言の機会をいただきましてありがとうございます。

弊社は、株式投資型クラウドファンディングの事業者という形ですけれども、本当に多

---

<sup>14</sup> 実際には「規制改革会議」と発言しているが、正しくは「規制改革推進会議」のため修正



くの全国の企業の皆様に御利用いただき、事例が増えて市場が徐々に拡大しているという状況かなと思っております。

小木曾様の御発言の中にもありましたけれども、規制緩和の枠組みができつつある中で、本当にワークするのか、一民間の事業者から見たときの経済性とかコストのところについて、プラスアルファで本日御説明をさせていただければと思っております。

イークラウドは、6年ほど前に会社を創りまして、3年半ほど株式投資型クラウドファンディングの事業を運営している事業者となっております。

累計という形で左側のグラフを作らせていただいておりますけれども、累計で100億円以上、個人の方々がスタートアップとかベンチャーに対して投資をするという累計の市場というところで形成されてきているかなと思っております。諸外国と比べるとまだまだ遅いペースというところもございますので、逆に言うと、そこがポテンシャルかなと思っておりますので、何とか今回の規制緩和を追い風にして、市場を発展させて、経済を少しでも豊かにするところに貢献してまいりたいと考えております。

本日の提言といたしましては、こちらの2点になります。既に日商様と新経連様の提言の中にもあった項目と重複する部分ではございますが、その差分とかプラスアルファの部分について主に御説明いたします。

まず、1億円から5億円への上限引上げに係る課題についてでございます。こちらも、既に御指摘があるとおりと考えておりまして、当社の観点で言いますと、今、有価証券届出書等については必要だけれども、その内容については簡素化するという大きな方向性が昨年12月12日のタスクフォースの資料で示されておりますけれども、現時点のまとめの状況というところで見ましても、まだ致命的な負担増になる可能性が高いような枠組みになってしまっているところが大きな課題であると思っております。

どれぐらいコスト負担増となるのが今想定されているのかというところでございますが、当社の試算でいきますと、シンプルに言うと1億円のコストがかかるというところでございます。主に、監査法人のコスト、印刷会社のコスト、プラットフォームへの手数料、そこに加えてスタートアップ社内でのそこへの対応コストがざっくり3人ぐらいは必要になるというのが一般的に言われている準備コストになりますので、その辺りを合算いたしますと、準備期間2年というところを含めて約1億円がかかるというふうになります。1億調達しても全額コストになります。2億調達した場合も半分がコストになってしまうことになりますので、このままだと、とてもではないですが、民間の事業者で言うと使いにくい制度になってしまうのではないかとこのことを危惧しております。

また、継続的な開示につきましても、当社の試算でいくとミニマムでも4000万円ぐらい資金がかかるという形になりますので、数年間の事業を成長させるための調達であったはずが、その過半がコストになることにもなりかねませんので、これについては相当な簡素化が必要だと考えております。

また、利用できる時期についての課題でございます。簡素化のところまでどこまで簡素化

できるかというところはありませんけれども、監査証明が必要というところが残ると、現状の監査法人等さんの実務のところでも申しますと、株式を上場する直前の、本当に準備が進んでいる最終段階しか監査証明は出ませんので、ここしかクラウドファンディングで1億円以上の調達ができる時期がないということにもなりかねませんので、本来の意図した制度設計とは違うのかなと思っております。監査をどうするのか、監査自体を外すことができるのか等々、いろいろな議論があるかと思えますけれども、ここはそもそも外さないという形で考えております。

本来は、左側のグレーのところでも囲わせていただいているような、多様な時期の中で資金調達手段の一つとして御利用いただくということが本筋かなと思っておりますので、金額に加えて、必要となる証明等によって利用できる時期が極めて限定されてしまう可能性があるということも併せて御理解、御認識をいただければと思っております。

以上を踏まえまして、提言としましては、1億円から5億円というところで開示を再調整いただけないかということが1点目です。

それから、プランBというところが、日商さんからの御説明資料の中にもありましたけれども、階段型の中間的なもの、有価証券通知書と届出書の間概念を改めて再設計する、抜本的に設計し直すこと自体も必要なのではないかなと考えております。

2点目、個別銘柄を対象とした専用ファンド（シンジケートファンド）についてでございます。こちらの名称については、個人を取りまとめるという意味では「シンジケートファンド」という言葉かなと思ってございまして、個別銘柄に対して投資をするという意味では「ターゲットファンド」という言葉として使われることも適切で、両方とも適切かなと思っております。

課題感といたしましては、多数の個人投資家の方々がばらばらと株主になることによって、多くの市場関係者の皆様に関してコストが追加で発生することや、これまでの商慣習と違うことによっていろいろな弊害が出やすいという構図があるという指摘がなされております。

ここにつきまして、こういった議論は昔からございますので、2021年の法改正で、ヨーロッパやアメリカでは法改正がなされていて、SPVやLLC、ノミニー制度等を活用する形で、まとめるスキームというものが考案されて出てきている状況だと理解をしております。

このたびの取りまとめの必要性については、既にJVCA、新経連の皆様の声とか、いろいろな証券会社様のヒアリングの中でも明確になっているポイントかなと思っておりますので、ぜひ推進をしていただきたいと考えております。

ただ、こちらでも、1つ目の要望と同じような形で、コストに関するポイントというのが非常に重く民間の事業者にとってはのしかかるところでございます。現状も、タスクフォースの資料の中では、投資運用業を緩和するので、その中でやっていかないかという形で、一つ案としてお示しいただいているところであると思っております。

こちら先ほどと同様に試算いたしますと、1億まではかからないのですが、ファンド化をすることで7000万円ぐらいのコストがかかるというのが我々の試算でございます。

クラウドファンディング事業と同様に、そういったコストがかかるというような領域になりますので、7400万というのは、プラスアルファで我々が今やっているクラウドファンディング事業者がファンド業を対応するところでかかるコストという形になりますので、ここ自体、ファンドの収益等で吸収していかなければ、継続性を持って事業展開していくことが難しい事業であると理解をしております。

この辺りを加味しますと、一言で言うと、小さいファンド、1億円とか2億円のファンドでシンジケート型にしても完全にコスト倒れになることが見えておまして、少なくとも3億、できれば5億以上ないとファンド化することはかなり難しいというのが我々の試算でございます。

こういったところを下げるためには、相当な運用業に対する要件の緩和であるとか、そもそも運用業等を不要にすることが必要なのではないかなと考えております。

提言としましては2つの方向性があると思っております。1つ目が、運用業自体を外せないかという形でございます。運用業の場合も、単一銘柄の取扱いに限定するというような例外的な枠を新設することで、適格機関投資家等の特例業務というところで整理をされたような枠組みができるのではないかなと思っておりますので、御検討いただきたいと考えております。

プランBのほうに関しましては、運用業の中で今のコストを少しでも不要なものについては調整する、緩和するという方向性もあるかなと思っておりますので、こちらの2つの方向でぜひ改めて御検討いただきたいと思っております。

最後に、こういった形で緩和することで、投資家保護というところが後退しないかというような観点もあるかと思うのですが、もちろん必要なところは残すというところは大事かなと思いますけれども、緩和できるところは多分にあるかなと思っておりますので、現実的に経済合理性のある落としどころにとどめていただきますと経済発展に貢献できるのではないかなと思っておりますので、ぜひ詳細な制度設計をお願いできればと思っております。

イークラウドからは以上でございます。

○落合座長 波多江様、どうもありがとうございました。

次に、金融庁から、制度に関する説明などを10分ほどでお願いしたいと思います。

本日は、金融庁企画市場局参事官、新発田龍史様、参事官、太田原和房様、市場課長、齊藤将彦様、企業開示課長、野崎彰様に御出席いただいております。

それでは、御説明をよろしくお願いたします。

○金融庁（新発田参事官） おはようございます。金融庁の新発田でございます。

私のほうから総括的な説明をさせていただきます。今日はこのような機会をいただきま

して、ありがとうございます。

まず3ページから御説明させていただきます。

政府としても成長と分配の好循環を実現していくために、資産運用立国の実現に向けた取組を進めているところであります。昨年末に資産運用タスクフォースの報告書を出しておりまして、赤で囲っているところがございますけれども、成長資金の供給という観点から、スタートアップの活性化、非上場株式の発行・流通の活性化というのは大事な課題であると認識をしております。

4ページ目で、スタートアップの活性化の諸施策をまとめております。こちらにいろいろ書かれておりますけれども、我々としては、先ほどイークラウドさんの御説明にもありましたけれども、たくさんの投資家がこういう段階で入ってくることがいいのかどうか、いろいろな御意見があると思いますけれども、そういう中で、まさに機関投資家からベンチャーキャピタルにどうやってお金を流していくのか、あるいは、なかなかスタートアップというところの目利きが大変なので、投資信託とかそういうプロをかませて個人投資家のお金をどう引き込んでいくのか、そういった施策も必要なのではないかと考えております。

あと、ここには書いておりませんが、日商さんの御説明にもありましたけれども、地方ということで申し上げますと、この国会に事業性融資推進法案を出しておりまして、無形資産を中心に持っているスタートアップ企業に、これはエクイティではございませんけれども、融資という形でも資金が流れるということは考えておりますし、エクイティということで申し上げますと、地銀の規制緩和で投資専門子会社という形でキャピタルを提供できるようなこともございますので、我々としてまさに全体として目指していくところは共有しているのではないかと考えてございます。

その中で、法改正ものについては、5ページにありますけれども、3月15日に国会に提出をさせていただいたというところがございます。

以下は、全てのお答えできているかどうかは自信がございませんけれども、幾つか御指摘いただいた点について現状を御説明させていただきたいと思っております。

7ページ、まずプライマリーのマーケットのところがございます。このページでは、投資型クラウドファンディングの制度の見直しを説明してございます。左、右、それぞれ投資家、企業とございますけれども、投資家1人当たりの投資上限を50万以下というものから、年収や純資産に応じた投資上限に変えていく。企業の発行価額についても、1億円から5億円に引き上げるということで、政令、府令の改正を進めることを予定してございます。

8ページです。こちらは、先ほどイークラウドさんから問題提起がございましたけれども、匿名組合を介在させて一元化するスキームという御提案もございました。こちらにつきましては、現行法上においても第二種金商業と投資運用業の登録があれば可能であるということでございますけれども、投資運用業の登録が重たいという御認識なのではないか

と思っております。

私どもとして、下のところに小さい字で、ビジーで申しわけございませんけれども、多数の一般投資家からお金を預かっているという実態を考えますと、投資運用業としての受託者責任がかからないというのはどうなのかというところがございまして。

それから、投資運用業の登録のない業者によるファンド型の商品の販売において投資被害が発生しているということを踏まえて法改正をしているということがございまして、投資運用業の登録自体を不要とすることはなかなか難しいと考えてございまして。

他方では、次のページを御覧いただければと思いますけれども、その上で、このスキームを利用しやすくするための取組として、投資運用業について資本金要件を緩和していく、あるいはミドル・バックオフィス業務の外部委託を可能とするような形で、体制整備の負担について軽減をしていきたいと考えてございまして。これもワークするかどうかというのがまさに大事なのだというのは御指摘のとおりだと思いますので、制度の細かなところまで作り込んでいくに当たっても、皆様方とよく意見交換をしていきたいと思っております。

続きまして、12ページ目、一般投資家向けの募集・私募というところでございまして。少額募集のところ、1億円以上から5億円のところにつきましては、有価証券届出書の提出が必要であるというところでございましてけれども、連結情報については記載する必要がないということでございまして。ただ、これでも負担が多いというお声をいただいているということでございまして、実際のヒアリング等々のニーズを踏まえまして簡素化を図るということでございまして。

具体的には、サステナビリティ情報についての開示は任意化する、過年度の財務諸表の記載については5年分から2年分にする、非財務情報部分の記載につきまして、左のほうでございましてけれども、基本的には会社法の事業報告と同程度の記載に簡素化するということでございまして。これに加えて、添付すべき監査報告書を直近の2事業年度分から1事業年度分に緩和することも検討していいのではないかと考えてございまして。

先ほど来、監査コストということで御指摘をいただいていたと思いますけれども、我々も我々なりに調べてみますと、2期分で900万とか、企業の規模によっても随分変わってくると思いますので、その辺りについてはよく実態を見てまた議論していきたいと思っております。

続きまして、13ページでございましてけれども、少額募集も含めた一般投資家向けの募集と私募についての全体像を我々なりの理解で整理させていただきました。そもそも適格機関投資家とか特定投資家といったプロを対象とする場合には届出書の提出は不要でございまして、投資家も一定の要件の下でそういうふうに行けるということでございまして。

勧誘対象者が49名以下である場合でございましてけれども、制度の趣旨としては、その場合に発行体の縁故の者が想定されるということで、こうした方は発行体から必要な情報を直接入手することができるだろうということでございまして。その上で、49名のところ

を取得ベースにしたらいいのではないか、少額免除基準を引き上げるべきなのではないかという御要望があると理解してございます。

14ページを御覧いただければと思います。

諸外国の動向を見ながら制度改正するというのももちろん大事だと思いますけれども、我が国の投資家の現状はどんな感じなのかということで、下のところに年収とか金融資産保有額を書かせていただいております。もちろんこっちのほうだけではなくて、野村さんだと思いますけれども、例えば世帯で金融資産が3億とか持つておる方も百数十万世帯あるという統計もございますけれども、様々な投資家がいる中で、年収なり資産が少ない方まで全て含めてスタートアップ企業の成長資金の供給源とするかどうかということについては、やはり慎重に考えていく必要があるのではないかと考えてございます。

最近、NISAが普及して、関心を集めていることもありますけれども、投資詐欺も増えておまして、今日ここでプレゼンされている方にはそういう方はいらっしゃらないと思いますけれども、やはり制度を悪用する方は一定いらっしゃるものですから、我々として一定の投資家保護で守っていく必要があるところでございます。

あと、16ページのところでございますけれども、取得ベースで35名というアメリカの制度の紹介がございましたが、アメリカではインターネットの勧誘はできないと我々は理解しております。そういう意味では、無限定な勧誘ができるわけではないというところでございます。

あと、22ページのところを時間があれなので駆け足で説明させていただきますと、PTSの話についてもございました。まさに今法案を出しているところでございまして、23ページに、具体的な規制緩和というところで、aとbということで、まさにセカンダリーのマーケットは緩和を考えているところでございます。

PTS業務の範囲を限定的なものにできないのかという御要望も先ほどいただきましたけれども、電子情報処理組織を使って、売手と買手の関心を集めて取引を成立させるということ踏まえますと、安定的に稼働する取引システムの整備や保全を求めるのは投資家保護の観点から行う必要があると考えられますので、そういう意味で定義を限定するというのは適切ではないと思いますけれども、きちんとワークをする制度を作っていく必要があるというのは我々としても本意でございまして、その点につきましては、法律を出したからということではなくて、引き続き議論をしていきたいと思っております。

金融庁からは以上でございます。

○落合座長 新発田様、どうもありがとうございました。

それでは、質疑に入りたいと思いますが、論点が複数ございますので、プライマリー市場の公募、私募、セカンダリー市場にそれぞれ分けて議論を進めたいと思います。

なお、本日は、質疑の御対応のため、経済産業省経済産業政策局産業資金課長、亀山慎之介様、日本証券業協会常務執行役自主規制本部、松本昌男様、エクイティ市場部長、宮脇隆宗様にも御出席いただいております。

質疑に先立ち、本日御出席の川本専門委員から資料5のとおり意見書が提出されております。川本専門委員から内容の御説明を簡潔に2分以内でお願いいたします。

○川本専門委員 川本です。

申し上げたいことを一枚紙でまとめてまいりました。

最初のポイントは、日本のスタートアップは非常に近年の進展は著しいのですが、マクロ的な規模で言うと小さいままで、特に最近ではアメリカだけではなくてヨーロッパとの比較でも、マクロ的には水をあけられているところに危機感を持つべきだと思っております。日本ベンチャー学会の会長を長らく務められた松田修一先生も、こういった市場をつくるという改革を強く支持されているところでございます。

2つ目のポイントです。私は本日の議論は、全体として未上場株式の市場をつくるというのを大きな政策目標として議論していくべきだと思っております。市場というのはどういう意味があるかというのは、キーワードを並べさせていただいておりますけれども、発行企業にとっても売買する、投資家にとってもリーズナブルなコストで参加できるということがポイントで、結果として規模が大きくなっていく。これは金融庁が金融育成庁という理念を持っておられるという、まさにその仕事をぜひ果たしていただきたいという期待でございます。

3つ目のポイントです。具体的に何をするかと、今日いろいろ御提案、それから金融庁の反応もありましたけれども、3本柱ということで取り組むべきだと思っております。

1つ目は、投資家の拡大ということでございます。これは、今日も議論がありましたけれども、少額公募というタイプのところに一般投資家も市場参加できる制度を拡充していくことと、特定投資家と言われる範囲を広げていくという2つがあると思います。

2つ目の規制改革の柱は、情報開示の規制の徹底による投資家の保護。投資家の保護はこれで図っていくということで、イークラウドさんの話にもありましたが、1億円を調達しようという企業が、規制のコンプライアンスなどに1億円払わなければいけないというのは、そもそもそういったものでは市場は成長しないということだと思っておりますので、発行企業にとっての募集額と調達のコストをどうバランスさせるかというのが規制の肝になります。そのときに、先行国、アメリカなどでバランスをどう取るかというところで経験値が試行錯誤の中で積まれております。こういったプラクティスを踏襲して規制のルールを定めていく必要があると思っております。

3つ目の規制改革のポイントは、証券会社という発行企業と投資家、両方を助ける仲介機能について非常に制約が多い状況でございますので、例えば勧誘がまだ自主規制で禁止されているというような状況でございますので、それも規制緩和で自由度を高めるということで市場を大きくしていく。この3つでぜひ進めていただきたい。

4つ目のポイントになりますけれども、非常にたくさんの項目にわたりますので、市場が日本でも諸外国のようにできるまで改革を続けるということで、やはりPDCA、発行企業サイドにも綿密なヒアリングを重ねながら、規制改革推進会議でも定期的にフォローア

ップしていくということを提案させていただきたいと思っております。

以上です。

○落合座長 川本専門委員、どうもありがとうございました。

そうしましたら、まずプライマリー市場の公募における論点として、有価証券届出書の届出基準、少額募集について、御質問、御意見がある方から御発言をいただきたいと思っております。挙手ボタンにより挙手をお願いいたします。本日は、御参加いただいている委員・専門委員が多いため、御質問はまとめて指名いたします。一人2分以内で簡潔をお願いいたします。また、御回答も複数の質問をまとめて簡潔をお願いいたします。

では、増島委員、藤本委員、間下委員の順をお願いいたします。

○増島専門委員 増島でございます。どうもありがとうございます。

まず、金融庁の皆様、ふだん精力的に規制改革に前向きに携わっていただいております。本日はディフェンスという形になりますが、立場上、私は今回委員ということで少し失礼なことを申し上げるかもしれませんが、どうぞよろしくをお願いいたします。

私は、規制のこの論点についても2012年から関わってまいりまして、12年たっております。率直に申し上げまして、今の金融庁さんでやられている規制の改革のほうから見ると、これはもう岩盤だと見えております。制度を守るということをやっているわけですが、やるときに必ず骨組みを守って小幅改正ししかないということです。できることだけをやるという形です。この小幅改正を繰り返すというのは、システムと同じで、最終的にうまくいかないことは分かっているということでございますので、新発田さんも非常によく分かってらっしゃると思いますが、金融庁には目を覚ましていただきたいと思っております。

御質問は3点です。

まず1点目。いろいろやられているにもかかわらず、ずっと同じ要望が出続けている、まさに10年以上、出続けているというのは、制度の設計と運用のどこかがうまくいっていないのではないかと感じるわけですが、今までやられてきたことを一度総括をされて、何で同じ要望が出続けるのかというのを分析されたことがあるのでしょうかというのが1点目の御質問です。

2点目です。これは、個別制度のほうで少し申し上げると、今、投資家保護と利便性を見てバランスを取っているということですが、例えば、今1億円で線が引かれているわけですが、2億円だとなぜ駄目なのか、1億円が一番適切なバランスが取れた状態なのだということをどのような実験とかデータによって導かれているのか、ここをぜひ教えていただきたいと思っておりますというのが2点目です。

3点目は、コストが全てであるということです。これは、BISのカルステンズ総裁も言っていますけれども、規制は全てコストをどういうふうに設計するのか、もうオールアウトコストだと言っていると思っておりますけれども、ルールをつくるときにコストアナリシスをどういうふうに行われてルールをつくっていらっしゃるのか。ごめんなさい。中にい



たこともあるのでよく存じ上げているのですが、この場でお答えいただければと思います。  
以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

藤本委員、お願いいたします。

○藤本専門委員 本日は御説明いただきありがとうございます。

今の増島先生にちょっと加える形になりますが、私からも2つ御質問させていただければと思います。

まず1つは、届出の基準イメージのところ、以前5億円だったものを1億円に引き下げ、その後にインターネットの普及で再度1億円になったとお聞きしているのですけれども、時代背景を加味して調整するのであれば、今回も時代背景を加味した上で、スタートアップの資金調達環境整備という観点で、なぜ1億円じゃなければいけないのかというところを御説明いただきたいなど改めて思っております。

もう一つは、49人の壁というところです。我々はスタートアップを支援する中で、スタートアップピッチの中でも最近これはすごくスタートアップが気にしていて、資金調達をしていますというのは本当に1人ずつ当たらなければいけないと。49人もかなりコントロールが必要で、先ほどの増島先生の全体的な手続のコストだけではなく、人的な管理のコストという点もスタートアップにかなり強いているという認識です。

もちろん投資家保護とおっしゃっている観点はすごく理解はできるのですけれども、いきなり個人投資家の、例えば自分の母親に株を買ってください、友達に買ってくださいというふうに行くかということ、そうではないかなとは思っております。なので、49人という元の理由というところが、先ほど御説明いただいたものの、やはりその段階的な調整みたいところは検討いただけないのかということをお聞きできればと思います。

私からは以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

岩崎委員も手を挙げられていますので、一旦ここで切って、その次に間下委員、岩崎委員に御質問を続けていただくことにして、新発田参事官のほうで、今のところ増島委員から3点御質問と藤本委員から2点御質問がありましたので、重複するところはまとめていただいても結構ですが、御回答いただければと思います。

○金融庁（新発田参事官） もし足りない部分があれば、野崎課長から補足があると思いますが、これまでの制度についてきちんと総括をしたのかということについては、総括した何かレポートがあるわけではないと思いますけれども、少額公募の利用実績を見たところでは、年に数件というレベルでしかないというのは、やはり何か使えない事情があるのではないかと考えております。

コストのところは全くおっしゃるとおりだと思っておりますし、私はそこについてはよく考える必要があると思っておりますし、そういう観点で今回、まだ足りないとおっしゃられると思いますけれども、見直しをしているところだと思っております。決してこれで終わった

と言うつもりもないので、そこはオープンに議論していけたらと思っております。

49人のところは、我々として当時、そんなに49より上のほうに張り付くような事態はないのではないか、基本的にはベンチャーキャピタルとか縁故の人ばかりなのではないかという認識でおったわけでございまして、もしそれが実態は全然違うのだという話があるのであれば、ぜひそれは教えていただきたいなと思います。

他方で、例えば、インターネットでばんと先着49名みたいな感じで募集をかけて、あまり考える暇もなくやらなければいけないみたいな投資をしたほうが早いよねというようなことをやろうとされているわけではないと思いますので、まさに段階的にと先ほどおっしゃいましたけれども、そういったところについて議論ができれば建設的な話ができるのかなと思いました。

取りあえず以上です。

野崎さん、補足はありますか。

○金融庁（野崎課長） 企業開示課長の野崎です。

本日はいろいろと御指摘ありがとうございました。

増島先生から岩盤に見えるというお話があって、これはどういったところを国として目指すのかというところがまずもって議論があろうかと思えます。まずスタートアップ企業にお金を供給するに当たって、先ほど新発田参事官のプレゼンにもございましたけれども、どういった資金の出し手を想定するのかというところでございます。

今、1億円から5億円に上げるべきではないか、49人を増やすべきだという御指摘がございましたけれども、どれぐらいのロットのお金をどういう人から、何人の人から集めるのがスタートアップにとって想定されているのか、かつ、個人の投資家からそれを集めるのかということの一つ大きな議論としてあろうかと思っています。

アメリカの事例といろいろな基準を比較されていますけれども、アメリカは基本的に私募の世界がもう圧倒的多数で、かつプロの洗練された投資家から私募の世界でお金を集める。そういった中で投資家もちゃんと企業の成長を見ていきますし、そういった中で企業が成長していった、どんどんユニコーンとして育っていくということかなと考えております。

一方で、個人の投資家からたくさんお金を集めることが制度改正としてできるようになりました、しかも、情報開示がない中でなされることになった場合に、その使われているお金を誰がどう責任を持って見ていくのかということもございます。投資詐欺の話もございますけれども、そういったことの全体のバランスを見て制度を考えていく必要があるのかなと思ってございます。

1億円を2億円にしてはどうかとか、いろいろな御議論はあろうかと思えますけれども、まずそういった全体像、将来像をしっかりと描いた上で、次のバーを考えていければとお話を伺ってきたものでございます。

コストのところにつきましては、いろいろな試算を今日もお示しいただきましたけれど

も、我々もそこは非常に重要な点だと思っていまして、できるだけ下げられればと考えてございます。

我々の改正案としては、記述情報については事業報告書ベースにしたいと思っておりますので、会社法上、皆さん事業報告書をつくられていると思っておりますので、追加的なコストはかからない。あとは財務諸表の監査の部分ですね。そこはいろいろな額のレンジがございますので、その辺もしっかりと議論させていただいて、調達額に見合うコストに収まるような形で制度の細部をしっかりとつくっていただければと考えてございます。

以上でございます。

○落合座長 御説明ありがとうございます。

増島委員、藤本委員、いかがでしょうか。追加はよろしいでしょうか。

○増島専門委員 まずは、総論のところは今のお話で、金融庁さんはすごく頑張ってやられようとしているのは知っておりまして、ただ、制度という骨組みのところをいじるのはすごく難しいという中で、いじれるところを頑張っていじっていただいている、こういうメカニズムの中でいろいろなうまくいかないことも起こっている。こういうメカニズム的な部分だと思っておりますので、ここをどういうふうにするのかというのは、金融庁さんだけの話ではないとも存じておりますので、何か大きな形で、規制室も含めて動いていくことで、そこを後押しするということができるのであればいいのではないかと思います。

○落合座長 ありがとうございます。

藤本委員、よろしいでしょうか。

○藤本専門委員 ありがとうございます。

先ほど、段階的なところは議論の余地があると理解しましたので、我々も実態のところを皆さんにお伝えするとともに、あまり長く議論を続けるところでもないと思っておりますので、早い議論を御一緒にできればなと思って、その機会をまた改めて頂戴できればと思います。ありがとうございました。

○落合座長 どうもありがとうございます。

先ほど藤本委員から人数の点がございましたが、少人数私募については後の時間帯でまた議論いたしますので、そちらの議論はまた後でお願いできればと思っております。

そうしましたら、大分増えてきてしまいました。間下委員、岩崎委員、瀧委員までお願いいたします。

○間下委員 ありがとうございます。間下でございます。

金融庁さんにはのれんの件でいつもお騒がせしておりますが、ありがとうございます。

今日は、こちらのテーマですけれども、今お二人がおっしゃった内容とかぶらないところで一つお伺いしたいところがあります。

監査法人による監査、これは2期の監査を求めるということが、米国なんかで遡及監査が全く問題なくできるので、やろうと思ったときにすぐ過去の分を監査して実行ということが出来ますが、日本の場合には、昔は大丈夫だったのですが、最近は事実上駄目になっ

てきていて、遡及監査ができず、例えば今やりたいと思ったら、今から先の2期分を監査で取らなければいけないというのが現実的なプラクティスになっているのではなかろうかなと思います。これが果たして規制の問題なのか。恐らく、法律で決められているというよりは、監査法人に対する検査上の理由なのか、そこら辺のところを少し伺いたいということと、これを改正することによって監査のハードルを下げるといった考え方がないのかということについても伺いたしたいと思います。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

岩崎委員、お願いいたします。

○岩崎専門委員 岩崎です。

私から2点伺いたしたいと思います。

1点目は金融庁様です。企業の発行総額の上限を5億円未満に引き上げるということで、先ほど川本委員からも、もう市場をつくる、そのためには思い切った政策が必要だと思いますので、それと同時に届出免除基準を引き上げることがECFの円滑な利用につながると思うのですが、その点についてどうお考えかということをお伺いたしたいのが1点目です。

2点目については、イークラウド様と恐らく日本証券業協会様だと思うのですが、ECFは個人投資家を対象とするからすごく難しい事業だと理解しておりまして、例えば規制緩和でECFが活発になると、新規参入が増えて競争が激化して、そうすると、その中には仲介するスタートアップの審査基準が過度に緩和されるとか、あるいは、個人の投資家をあおる動きが出てくる可能性もありますので、そうした事態に陥らないためにどのような対処方法を考えているのか、金融リテラシーの向上策も含めてお聞かせいただきたいと思っています。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

次に、瀧委員、お願いいたします。

○瀧専門委員 瀧でございます。

本日は、御説明ありがとうございます。

3点、金融庁様にお伺いとリクエストがございます。

1点目は、もう間下先生からも出ましたけれども、イークラウドさんとか新経連さんの資料の中で監査の費用が実額として出てきていて、ある意味極端に、1億取るために1億必要みたいな、これはもはや面白いレベルの数字感だと思うのですが、こういうものは何%が適切というのもないとは思いますが、やはり1億円調達するのに幾らかかるかみたいな数字は、御検討の過程で、それこそ簡素化した開示に一般的に思われるであろう金額はこれぐらいですというのが、最終的な判断をする前に数字として調査を示していただくといいのかなと思っています。一般化は難しいという御意見もあると思うのですが、それはぜひお願いしたく思っておりまして、それをどう思われますかというのが

1 点目でございます。

2 点目はリクエストですけれども、最近IPOした会社なり、それこそグロースであっても、プロマーケットであっても、なぜエクイティクラファンを使わなかったのかというのを数十単位でヒアリングされてみてもいいのかなと思っております。

先日、別途お伝えしましたが、マネフォだったらこういう理由で使わなかったなみたいな意見があったりしますので、使われなかったというか、逃したマーケットのお客さんは実態としてどういうものだったかというのはぜひ御調査いただければというのが2 点目でございます。

3 点目が、これはどう議論に生かすか、まだ考えている途中なのですけれども、結局、資金需要が1 億円とか5 億円といった数字が決まった頃とは変わってきているというところもお踏まえいただければと思っております。

マネーフォワードが創業したのは12年前で、その頃はまだJカーブという言葉が許されなかった時代なのですよね。今はもうJカーブという当たり前のように使われている言葉であり、あと、12年前とか15年前、私も一時期経営役員として転換社債の出資を受ける可能性があったときに<sup>15</sup>個人保証を求められたことがあったり、十数年前はまだ個人保証を求められて潰せない会社で、業務委託とかで何とかPLを稼ぎながら調達をしていたという時代があったと思っています。今はそういう競争環境ではないので、資金需要の実相が異なっていると思っていますのですね。

結局、海外と競っているという状況でもありますので、資金の取り手の実相が変わっているという点をぜひ御反映した、それを金額であるなり、段階的な開示の要請に向けて御反映いただければというステップを考えておりますので、この点についていかがかというところの御意見をいただければと思います。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

そうしましたら、まず金融庁様のほうに御回答いただきたいと思います。間下委員、瀧委員から監査費用、規制対応コストの点について御質問あった点、また、届出免除基準であった金額のバーについて間下委員、瀧委員から御質問があった点、また、クラウドファンディング等について逃したマーケットのお客さんという言い方をされておりましたが、瀧委員からそちらの御質問があった点、これらについてまず金融庁さん、お願いいたします。

○金融庁（新発田参事官） まず新発田のほうから少しお答えをさせていただきます。

監査の遡及のところは私は分からないので、野崎さんからもしあればと思いますけれども、一応幾つかの会社にはヒアリングさせていただいて、まさに規模によって1 期数百万

---

<sup>15</sup> 実際には「転換社債を出資するときに」と発言しているが、正しくは「転換社債の出資を受ける可能性があったときに」のため修正

のところもあれば、1000万ぐらいのところもあるので、そこは一概には言えないところはあるかと思えます。

他方で、1工数当たりというか、時間当たりのコストでいくと、明らかに日本の監査報酬はアメリカと比べれば低いので、そういうことを考えたとき、ではなぜ日本の監査報酬が高いという言説が出てくるのかというのはよく分析をする必要があるのではないかと思います。

監査法人の皆さんの言い分を聞くと、まだまだスタートアップは内部統制がしっかりしていないので、その辺の整備をしていくとやはり手間がかかるということもあって、これは別にそれを一方的にあれするつもりはございませんけれども、そういうところも含めてより解像度の高い議論をしていく必要があるのではないかと考えております。

あと、ざっくりしたお答えになるかもしれませんが、5億円、1億円の話は、これは日本で物価水準だけを見るとどうしようもない議論になってしまいますので、まさに金融システムがどう変わってきたのか、どういう金融システムを私たちは目指しているのかという点から考えていく必要があると思えます。

その上で、繰り返しになりますけれども、やはり5億円という話だけではなくて、まさに私募の世界は適格機関投資家も特定投資家もいて上限なく調達できる世界なので、そこも含めて考えていく必要があると思えます。あと、上場、グロースのところは5億円とか、あるいは会社法で大会社になれば、資本金が5億円あれば当然監査人を置かなければいけなくなるということもあって、そういう中で全体として調和の取れた仕組みを考えていく必要があるのではないかと考えています。

取りあえず私からは以上です。

○金融庁（野崎課長） 野崎です。

ちょっと補足させていただければと思います。

まず、間下さんがおっしゃった、2期分の監査で遡及できるのかどうかという議論でございませぬけれども、こちらは先ほど新発田参事官が申し上げたように、スタートアップ企業における帳簿の整備の度合いといったものにも大きく関わってくるのかなと思っておりますので、昔やりやすかったのに今できにくいという実感をお持ちだということなので、そこは我々も実態を調べて、何か改善策があるかというのは考えてみたいと思えます。

それから、瀧委員がおっしゃった監査費用の話でございませぬ。こちらにも、監査を受けるスタートアップ企業の方の状況、ビジネスの複雑さとか、帳簿の管理の度合いとか、そういったものによって変わってくると思っておりますので、まさにCFOがもうばっちりばりばりの会計の資格を持っている人がいらっしゃれば、それなりのコスト削減もできる一方で、会計の専門家が誰もいませんというようなところだと、いろいろな追加的な負担が監査法人側にも会社側にもかかってきてしまうのかなと考えております。そこは実態を見てみないと、一律何%が適切な水準ですと言うのは難しいのかなと考えております。

それから、岩崎委員がおっしゃった1億円、5億円のところでございませぬけれども、特

にクラウドファンディングにおいて、今1億円ですけれども、5億円に上げて、5億円以下は全く開示ゼロでいいですよということになった場合に、クラウドファンディング事業者からは、クラウドファンディングでお金を募集して、その後連絡がつかなかった人もいう話もございます。そのときはまさに信頼と共感を持ってお金を集めるのですけれども、その後、3年後、5年後、そのお金がどうなったのですかというところについて、全く情報開示がないまま、個人のお金を集めるシステムを構築してしまっているのか、その金額規模も含めて、この辺はしっかり考えていく必要があるのかなと思っています。これは先ほどの増島さんがおっしゃった金融庁が岩盤だと言われるところかもしれないですけれども、我々はその辺はやはり大事なポイントなのかなと考えております。

あと、瀧さんがおっしゃった実態調査をしっかりとくださいというのは、我々もおっしゃるとおりだなと思っていますので、できる限りのことはやってまいりたいと思います。以上でございます。

○金融庁（太田原参事官） 市場担当をしています太田原でございます。

瀧さん、岩崎さんからの御指摘について若干補足させていただければと思います。

まず、投資型クラウドファンディングがなぜ使われなかったのかというお話で、悉皆的な調査をしたわけではないですけれども、これまでヒアリングした中では、若干ツールの使い方に違いがあって、クラウドファンディングですと小口の調達になるということもあって、ベンチャーキャピタルからまとまって調達できるようなところは特に投資型クラウドファンディングを選ぼうとしなかったという声は聞いております。その他、いろいろな実情はむしろ委員の皆様方のほうがお詳しいかもしれません。

あと、岩崎委員からも、個人投資家ということで難しさがある、リテラシーの問題もあるということで、金融庁として金融経済教育を推進していこうというような議論はしております。

念頭にあるのは、NISAの使い勝手であったり、あるいは上場している有価証券のほうはどうしても中心になって、個人と非上場とさらに難易度が上がるということで、どこまでできるのかというのは課題として認識しておりますけれども、そういうのも含めて、あるいは投資詐欺などにも注意しなければいけないという要素も金融経済教育の中には盛り込んでおりますけれども、御指摘を踏まえて検討したいと思います。ありがとうございます。

○落合座長 それぞれ御説明いただきまして、ありがとうございます。

加えて、ECFについて岩崎委員のほうからイークラウド様、日証協様に御質問がありましたので、それぞれ御回答をお願いいたします。

まず、イークラウドさんからお願いいたします。

○イークラウド株式会社（波多江代表取締役） 個人に対してどのような保護というか、情報提供等がなされているかという御質問があったと認識をしています。その上で、どのような詐欺とかに巻き込まないような対策ができるのかということかと思っています。

そのために我々は証券業として第一種少額電子募集取扱業を取得させていただき、その体制要件等はかなり金融庁様の審査も受けているという形かなと思っておりますので、そういったところで防止をする。

それから、対面営業禁止というような業態で整理されておりますので、そういった面でも強圧性が生じて押し売りされるような構造ではなくて、あくまで投資家の方が自己判断する、自己責任で御投資いただくというところを一定守るというところに資するのではないかなと思っております。

別の形で、金融庁様から、連絡がつかなくなった案件があつてお金の行きどころが分からないというところもそこに近いお話かなと思うのですけれども、当社の案件ではそういったものは1件もないです。3か月に1回は投資家向けの情報発信等々を徹底していただいておりますので、そういったものが本当に実態であるのかどうか、プラットフォームごとに見ていただきたいなと考えております。

以上でございます。

○落合座長 ありがとうございます。

日証協様、いかがでしょうか。

○日本証券業協会（松本自主規制本部長） ありがとうございます。日本証券業協会の松本でございます。

岩崎様がおっしゃるように、投資家保護につきましては、特にクラウドファンディングにつきまして個人投資家が主な対象ということで、市場を活性化するという意味でも非常に重要な点だと日本証券業協会としても考えてございます。

そういった意味で、私ども株式投資型<sup>16</sup>クラウドファンディングにつきましては専用の規則を設けてございます。中身は詳しく申し上げますが、取扱業者さんの取扱要領を確認したり、実際に取り扱う場合には業者さんのほうで審査をしていただいたり、そのときに情報提供すべき内容も規則で定めたり、顧客に説明すべき事項、確認すべき事項等を規則で定めて投資家保護を図っているところでございます。

以上でございます。

○落合座長 ありがとうございます。

今御質問いただいた間下委員、岩崎委員、瀧委員のほうから何か。

間下委員、お願いします。

○間下委員 ありがとうございます。

先ほど監査法人のところの実態の調査をぜひお願いしたいということと、シンガポールを見ますと、全企業の監査が事実上ほぼ義務づけられている状態で、すなわち、非常に小さな監査法人が簡単に監査することが一般的になっています。日本の場合、どうしても上

---

<sup>16</sup> 実際には「株式型クラウドファンディング」と発言しているが、正しくは「株式投資型クラウドファンディング」のため修正



場基準の監査という前提になってしまうので、このハードルも起きているのではないかなと思いますので、違った種類の監査というか、未上場企業としての監査みたいな例をつくることも含めて御検討いただければなと思います。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

瀧委員、お願いします。

○瀧専門委員 私もほとんど間下さんのおりなのですけれども、やはり小さい企業の監査のコストがそもそも高いという論点があると思っています。それは、会計士を増やすみたいな、本当は抜本的な何かが問題になっている部分もあると思っておりまして、その辺を含めて御考察いただければと思っています。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

今のコストの点は非常に重要だと思いますし、全般に関わってくる規制対応コストの点は問題であろうと思います。

時間が限られていることがありますので、次の論点に移りたいと思っています。

続きまして、プライマリー市場の公募における論点として株式投資型クラウドファンディングについて、若干議論も1つ前のパートで出ていた部分もありますが、こちらと、また証券会社による未上場株式の勧誘について、御質問、御意見がある方は挙手ボタンによりお願いいたします。

お手が挙がっているのが堀委員と宮下委員ですので、お二人から、1つ目の論点か、また今の申し上げた論点について御質問等をいただければと思います。

堀委員からお願いします。

○堀委員 堀です。

先ほどの論点と今の論点ということですが、先ほど野崎課長のほうから、5億円未満に引き上げると開示が不十分になり、投資家の保護が図られないようなケースがあるというお話がありました。金融庁様が今日御提出の資料のⅢ-2を拝見しますと、金融審議会の提言の中でワーキングの報告書を引用されている箇所がございまして、ここでは、5億円未満に何も開示なく引き上げるという話ではなく、1億円以上は法定開示の対象、ただし1億円から5億円は開示様式を簡素化するという御提言をいただいていると思っています。

金融審議会の提言は、基本的には御提言いただくと次の金商法改正に乗ってくるという認識でおるのですけれども、そうだとすると、開示が全く不要だということではなく、一定の簡素化も含めて御検討いただくということになるのかなと思うのですが、そのようなことでよろしいのか、金融審議会の提言も出ているのだけれども、やらないというお話ではないという理解でよろしいのか、分からなかったものですから、野崎課長にお伺いしたいなと思っています。

また、金融審議会の提言は、ほかにも広く御提言いただいているものがありまして、その中で金融庁として、提言はいただいたのだけれども、施策としては落とされたものがあれば、その理由も含めて教えていただきたいと思いますと思っております。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

次に、宮下委員、お願いいたします。

○宮下専門委員 ありがとうございます。

私からは、少人数私募に関する制度のグランドデザインに関する質問ですけれども。

○落合座長 宮下さん、少人数私募はその次にやりますので、次のパートでもよろしいでしょう。

○宮下専門委員 分かりました。では、撤回します。

○落合座長 申し訳ございません。

では、増島委員、お願いいたします。

○増島専門委員 恐れ入ります。ありがとうございます。

非上場株式を一種業者が触ることに関連する御質問です。ここについては、日証協さんのルールですという話で金融庁さんがオフロードされる可能性があるのですが、それはなしにしてください。やられているところでは、金融庁さんが御意向の下にオブザーブという形で入ってつくられていると思いますので、国の施策としてどう考えているのかという部分でお答えいただきたいと思います。

もちろん、非上場株が触れなくなったのは過去の事件が一つ理由になっているというのは重々承知をしているのですけれども、状況も随分変わっていますし、証券会社さんのコンプライアンスも当時に比べて格段に上がっている中で、非上場会社の株式を原則触れない、例外で触れる規制がその自主規制に入っているわけですけれども、ここは原則例外を変えますということは何でできないのかについて教えてください。

○落合座長 ありがとうございます。

そうしましたら、最初に堀委員から野崎課長に、金融審議会の提言の扱いとか、5億円の点とか、どういう形で今後処理していかれるのかという点について御質問があったので、御回答をお願いしたいと思います。その次に、日証協様のほうに増島委員からの御質問をと思しますので、まず金融庁さんから。

○増島専門委員 ごめんなさい。これは日証協さんというよりは金融庁さんに聞いていただく必要があると思います。日証協さんのルールですという形でオフロードされてしまうと思っております、そうではなくて、金融庁さんの金融政策ですから、ここを聞きたいということでございます。

○落合座長 分かりました。ありがとうございます。

では、金融庁様に増島委員のほうのもお願いいたします。

○金融庁（野崎課長） 野崎です。

まず、金融審議会の提言のお話でございます。もちろんこれはやるということが大前提でございます、5億円に少額募集のバーを引き上げた上で、その内容を簡素化していくことが前提となっております。

その前提の中で、本日、皆様からプレゼン等々、各委員の御意見がございましたけれども、その前提に対してさらに規制改革を要望されているという前提で本日最初からずっと議論が進んでいると認識しておりますので、さらなる1億円から5億円の範囲で開示規制をなくすべきではないかというところに対していろいろと我々の考えを申し上げてきたということでございます。

○金融庁（齊藤課長） 引き続きまして、金融庁市場課長の齊藤と申します。お答えを続けさせていただいてよろしいでしょうか。

○落合座長 お願いいたします。

○金融庁（齊藤課長） 堀先生から、金融審の12月の提言の中で落としているものがあるということでお話をいただきました。先ほど開示課長の野崎から申し上げた点に加えて、業規制関連につきましても、金融審の報告でいただいたものにつきましては、それを実現する方向で今検討をしており、法改正事項については法案を提出しているところでございますので、基本的に提言の内容については実現する方向で進めているところでございます。

あと、増島先生からいただきました非上場株式の勧誘につきまして、これは日証協さんの自主規制ということでオフロードする<sup>17</sup>という話ではなくて、金融庁も当事者意識を持ってそこはしっかりと検討をしていくべきものと考えております。

その上で、やはり非上場株式について、非常にリスクも高く、信頼のおける開示もないという中で一般投資家に対して広く勧誘をしていって、一般投資家が投資をしていくということがどうなのかというところがまずあるかと思っております。これは、証券会社さんのコンプライアンスの問題だけではなくて、一般投資家の方がしっかりと非上場株式のリスクを理解して、そのリスクを取っていけるような状況なのか、そういったところが重要な点でもあると思っております。

そのために、これまでの取組といたしましては、プロの投資家による投資を推進していくことが基本的には望ましいのではないかとということで、例えばベンチャーキャピタルを通じた投資を促進するといったことでありますとか、ベンチャーキャピタル以外でも一定の分析能力、判断能力、あるいはリスク負担能力のあるようなプロ投資家の方について投資を勧めていく、そういった施策を取ってきているところでございます。

その一方で、一定の限られた範囲の中で一般の投資家の方々でも投資できるようにということで、先ほどお話のあった共感のできるような先についてクラウドファンディングの形で一般投資家の方も入っていけるといった制度、また、株主コミュニティといいまして、

---

<sup>17</sup>誤解を招くおそれがあるため「する」を追記

その会社のことをよく知っているような方々の中で取引できるような枠組みを設けたり、そういった工夫をしながらやってきているところでございます。

しかし、いずれにしても原則としては一般投資家の方に対して非上場の企業のリスクを広く取っていただくような方向性で進めていくのかどうかについては、慎重な検討が必要かと思っております。

○落合座長 ありがとうございます。

堀委員、増島委員、いかがでしょうか。

○堀委員 御説明は理解したのですが、日本商工会議所様もイークラウド様も何も全く開示なしでいいということをお要望されているのではないのかなと思っております。一方で、有価証券届出書みたいな既存のものをベースに何を簡素化していくという話ではなく、より利用者に伝わりやすいような、コストも合理的になるようなものを開示していくということを求められているのかなと思っております、そのすり合わせをもう少ししていただくのがよろしいのかなと思いました。

また、入り口だけかなりハードルが高いというのではなくて、継続的にその企業がどうなっているのかということを追いかけるような報告のほうに合理的にスタートアップを応援できるのかなと思っております、入り口だけ非常にハードルが高くて、結局、簡素化された情報開示だとしても使われないようなものになってしまっていると思っておりますので、ぜひ御検討いただければと思いました。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

増島委員は、よろしいでしょうか。

○増島専門委員 原則禁止にして、例外のところでいろいろな制度をつくっているからという御説明で、制度論として相殺しているというのはもちろん理解をしないわけではないのですが、開くことによって急によく分からない人たちに株が行くおそれみたいな話は、ゲートキーパーとしての証券会社さんがいる中で、なぜそういうことが起こる想定をお持ちになるのかという部分が本質的なのだと思っております。

証券会社さんはコンプライアンスをしっかりとされていて、変なものは扱って欲しくないです。もともとちゃんとしたものしか扱っていただけないことは重々我々も承知をしております、そのコンプライアンスの体制をきちんと信頼申し上げた形の仕組みにすると、原則禁止で、例外でこれとこれとこれだけをやっているという話よりも、もっと柔軟で、より適切な状態をつくれるのではないかという御提案でございました。

○落合座長 ありがとうございます。

次に、川邊委員から手が挙がっておりますのでお願いいたします。

○川邊委員 私は私募のほうで質問したくて手を挙げています。

○落合座長 分かりました。では、次に当てようと思っております。

そうしましたら、このパートで、御要望者様のほうから出ている点について議論ができ

ていない点があるように思いますので、私から金融庁様に1点質問させていただきます。

特に、シンジケート型のECFについて、主に投資家が自ら選択をして投資をされているという状況があらうかと思っております。広い意味で、指図があつて、それに対して判断の余地が全くないのか、投資運用業としての実態を完全に外すことはできないのではないのか、こういう部分についても御説明はあったところかとは思いますが、一方で、投資運用業というものの自体がもともと想定していたものとはやや違うといひますか、法的な要件としてどう整理できるかというのは別にしても、かなり違ったものが出てきているという中で、従前と同様のタイプの投資運用業のライセンスの取得を求めていくというのが、実態とこれまで出てきているコストの点、この辺に見合ったような枠組みになっているのかどうかというところがあるかと思ひますが、この点はどのようにお考えになられるでしょうか。

金融庁様、お願いします。

○金融庁（齊藤課長） ありがとうございます。

落合先生から御指摘いただいたシンジケート型のクラウドファンディングについてということでございますけれども、金融庁の資料の9ページにも書かせていただいているところでございますが、先生がおっしゃるように、運用業として従来の典型的なものとして想定しているものとは違う使われ方であるというのは理解しているところでございます。

一方で、全く何も運用的な実質がないのかということについては、8ページの①の下のところでぽつぽつといろいろ書いておりますけれども、実際、お金を預かった後、投資後のモニタリングとか議決権行使、あるいはコーポレートアクションが生じたような場合の対応、あるいは株式を保管するといった、いろいろな対応があるのだと思っております。

こういったものを踏まえると、運用業から外すということ自体は、最近の投資家被害が生じているような事案も踏まえますと、そこはちょっと行き過ぎではないかと思つているところでございます。むしろ、次のページでございますけれども、株式を一元化するための手段としてのシンジケート型ということで、基本的に単一の企業に投資していく、株を取得するだけという方向でございますので、今、一般の運用業者さんに求めているような人的体制、業務体制を厳しく求めていく必要はないのだと理解しております。

そのため、真ん中の口に金融庁の方針を書いておりますけれども、3つ目のポツのところでございますが、登録審査におきまして、株式を一元化するシンジケート型を行うということでございますと、それに相応した人的構成とか業務運営体制で登録ができるといったことを明確化したいと考えております。

※のところを書いておりますけれども、我々は登録の手続のガイドラインがございしますので、こういった中に盛り込むことによって、過重な体制が必要となってくるようなことにならないように、そこは実態を踏まえた形で体制を組んでいただければいいということで、運用できるように進めていきたいと考えているところでございます。

○落合座長 御説明、どうもありがとうございます。その点、実態のところは評価してい

ただいで御検討いただける側面があるのかなと思いましたが、その点は御考慮いただいているように思います。

一方で、クラウドファンディングの事業者の方々にとって別にライセンスを取られているという側面もあろうかと思しますので、その中で、実質的に投資運用業側の中でこういったものは対応してもらいたいというものを投資運用業を別にライセンスとして取るのか、それとも何らか逆に付加的なものとして整理していくのかとか、行うべきこと自体は投資運用業の緩和でも、ほかのライセンスにもう少し足したようなものをつくるのかというのであるかもしれませんが、共通部分や内部体制という部分もあろうかと思しますので、その辺りはさらに関係者と御協議いただいで御検討いただけるといいのかなと思っております。

○金融庁（齊藤課長） ありがとうございます。よく相談させていただきながら進めたいと思っております。

○落合座長 どうもありがとうございます。

続きまして、時間が限られておりますので、また区切って次の論点をとします。プライマリー市場の私募における論点として、少人数私募、適格投資家の対象等について御質問、御意見がある方は挙手ボタンにより挙手をお願いいたします。

宮下委員のほうも、先ほど遮ってしまいましたが、最初に手を挙げていただいでいたしたので、宮下委員、川邊委員、その次に芦澤委員の順でお願いしたいと思います。

宮下委員、お願いいたします。

○宮下専門委員 ありがとうございます。

私のほうから、少人数私募の制度設計についての御質問を金融庁様にしたいと思します。前提をお話ししますと、この手の話は当然、企業の成長資金調達との柔軟性と投資家保護の必要性とのバランスの議論だと思していますが、個人的には私はやはり投資家保護のほうを重視したい立場なのです。投資エンティティとか金融機関の規律づけというのは、制度による規律づけというよりもアセットオーナーによる規律づけが非常に重要になるわけですけれども、それは厳しく規律づけがもうされている北米と、残念ながらそれがまだ途上である我が国とで制度が果たすべき役割は違うと思しますから、制度に違いがあってもそこは合理性があるのかなという前提です。

その前提の上で、当然合理的な投資家保護が必要なので、その観点からの質問なのですが、一項目有価証券の取得勧誘、典型は上場会社が不特定多数の投資家を募るという場合だと思しますけれども、その場合の投資家保護の規律と二項目有価証券の取得勧誘は、ファンドがLPを募られる、これが典型ですけれども、その場合の投資家保護の規律と制度が大きく分かれているわけですね。

今議論になっているスタートアップのような流動性のない株式を投資家から募るのがどちらに近いのかということ考えたときに、前者ではなくて後者ではないかというのが、制度に対する評価として違和感を抱かれています皆さんからの要望とか提言につなが

っているのではないかなと思うのです。そういう考え方についての金融庁さんの御見解をお聞きできればと思います。

○落合座長 ありがとうございます。

次に、川邊委員、お願いいたします。

○川邊委員 ありがとうございます。

私自身はスタートアップを経営したこともあれば、現在は上場企業でIRをやったり、資金繰りを日々やっている経験を通じて思うことは、資金というのはなるべく分散して調達したい、大きなところに出してもらいたくないという観点と、資金調達してくる場合は、出してくださる相手も、めちゃくちゃ当社のことを勉強して、様々な指摘をしながら、確認しながら出してくれるわけで、この投資家とのやり取りが物すごい経営者としてはありがたいということなのですよね。ですから、非常に重要なのですけれども、その観点で私募の少人数49人という数字がいかに少ない。

先ほどの新発田さんのお話では、上限に張り付いているならば変な募集が起きない限りは増やす考えもあるということをおっしゃっていましたが、少なくとも2倍とか3倍という数ではおかしなことにはならないと思いますので、さすがにもう少し枠を増やしたらいいのではないかと考えておりますので、それに関してどう思いますかということ。

その話の延長線上で、一般投資家を巻き込むことに慎重であるべきという姿勢はとても理解できますけれども、資産とリテラシーのある層にスタートアップを応援してもらおうということに関しては、もっともっとこの国のためにやったほうがいいのではないかなと思っています。そこで、特定投資家を増やすためにどういうことをやられているのかということをお伺いしたいなと思っています。

3点目、最後ですけれども、特定投資家になるためのバーが非常に高い、あるいは勤務経験とか、博士であればみたいな、定性的な要件になってしまっているのも、これをもっと規制緩和というか、年収要件と投資リテラシーのチェック、試験みたいなものの2つぐらいにして、特定投資家になってもらう人数をもっと増やしたほうがいいのではないかなと思うのです。これは金融庁さん、日証協さんに、それぞれどうお考えかというところを質問させていただきます。

以上となります。

○落合座長 ありがとうございます。

では、芦澤委員、お願いいたします。

○芦澤座長代理 ありがとうございます。

私から、前提のところは既に委員から説明ありましたので省略させていただいて、質問をダイレクトに行きますけれども、3点ございます。

まず、商工会議所、新経連さんがもし答えられればということで1点目ですけれども、先ほど来あります49名の資金調達の壁が具体的に存在するような事例がありますでしょうかということをお聞きしたいです。これが1点目です。

2点目はプロ投資家の件ですけれども、実際に増えているのでしょうかということで、人数規模等を含めて、日証協さんにお答えいただいて確認できたらと思っております。

3点目ですけれども、特定投資家の範囲についてというところは、やはり大きな課題だという意味で、金融庁さんに追加でお伺いしたいのですけれども、資産とリテラシーというところで川邊さんからお話がありましたけれども、特にストックオプションのリターンが大きくなっているようなスタートアップ関係者が増えていますから、こういった方を検討に含むことができるのではないかとということ。

それから、知識要件という意味では、中小企業の経営者とか大企業幹部、一般のビジネスマンなどでも事業投資の理解をする者への拡大ということがあり得るのではないかとという意味において検討余地があるかどうかというところを金融庁さんにぜひお伺いしたいなと思っております。

特定の知識経験の確認という意味では、川邊さんのほうからありましたので、私からもそちらをお伺いしたいと思っていたところです。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

そうしましたら、いろいろ御質問がありましたので、最初に、芦澤委員の49人の壁の点について、これは要望者側にとということだったと思いますので、商工会議所様、日商様、新経済連盟様、それぞれコメントをお願いいたします。

○日本商工会議所（松本担当部長） 日本商工会議所の松本と申します。

今御質問いただいた点について回答させていただきます。

実際、現場の声というか、地域企業の声ということで御紹介させていただきたいと思えます。例えば、ネットを使って少人数私募を行う、実際に勧誘をしていくということを考えた場合に、49名の制限下においては、例えば49名までに限定してメールを送るであるとか、49名以下に限定された、閉じられたインターネットサイトを作って、そこで情報を提供するというので、インターネットというのはもっと幅広い人たちを対象にして使えるはずなのに、こういった限定があるのはどうかなというような声を聞いております。

単純に地方に行けば行くほど、それこそ人と会うのも一苦労なわけですね。事業所の社長さんとか。時間もないです。そういったことを考えると、地方に行けば行くほどインターネットの活用の効果は非常に高いはずなので、今の時代に合った制度にすべきではないかというお声を聞いています。

もちろん一方で、委員の方や金融庁様のお話がありましたけれども、投資家保護の観点ももちろん大事だと思いますので、どのような適切な情報を提供するかとか、そういったルールづくりは当然併せて検討していく必要があると考えております。

日商からは以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

新経連様、お願いいたします。



○新経済連盟（小木曾渉外アドバイザー） まさに今、日商さんがおっしゃったことと重なるのですけれども、地域にいとそもそも投資家に出会えないというところで、時代の変遷に応じた対応に全然なっていないというのがありますし、そもそも論から言うと、何で49人なのかがそもそも分からないというのが一番大きいですね。それも勧誘先で何で規制するのだというところ。

あと、川邊さんがまさに今おっしゃっていただいた、企業を経営する<sup>18</sup>実際の方から見ても49名というのは少な過ぎないかということです<sup>19</sup>。これは我々の<sup>20</sup>会員企業からは、逆に言うと、そうではないという意見を全く<sup>21</sup>聞かないです。49人が壁になっていないですと答える人には僕は会ったことがないです。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

芦澤委員、今の点はよろしいですか。

○芦澤座長代理 ありがとうございます。

○落合座長 ありがとうございます。

続きまして、金融庁様と日証協様にそれぞれ来ていますが、まず日証協様のほうにお伺いしたい点としては、先ほど芦澤委員から御質問があった点と、川邊委員からは特定投資家を増やすための施策としてどういうことをされているかという点と、あとは特定投資家の要件の考え方の整理、これは金融庁様にも聞かれていたと思いますが、これについて年収だとか試験というところで比較的シンプルな枠組みにするのはどうなのかといった御質問もあったところで、合計3点をお願いいたします。

○日本証券業協会（松本自主規制本部長） ありがとうございます。日本証券業協会、松本でございます。

まず、特定投資家を増やすためにということでございますけれども、私ども、まず特定投資家向けの制度といたしまして、J-Shipsという制度をつくってございます。特定投資家になっていただくと、J-Shipsを通じて非上場の株式等に投資ができるということでございますので、そういった制度の周知をしていくことが一つかと思えます。

あと、今、特定投資家になっていただくということで、この制度を紹介する際の制約というか難しい点といたしまして、特定投資家になったら投資できる銘柄について具体的な条件を言うことが難しいということがございまして、特定投資家になることのメリットが伝えられないという点がございまして、そういった点につきまして、今、金融庁さんとも検討を行っているところでございます。

人数につきましては、私どもも正確には把握しておりませんが、J-Shipsの制度

---

<sup>18</sup> 誤解を招くおそれがあるため「企業を経営する」を追記

<sup>19</sup> 誤解を招くおそれがあるため「ということです」を追記

<sup>20</sup> 誤解を招くおそれがあるため「我々の」を追記

<sup>21</sup> 誤解を招くおそれがあるため「全く」を追記

を使っている会社さんにおきましては増えているのかなと思ってございます。

資格のところにつきましては、特定投資家の資格要件<sup>22</sup>が2年ぐらい前に広がっておりまして、実務上問題となっておりますのは、その要件<sup>23</sup>に合致しているかということはどういうふうを確認するかというところでございます。ここにつきましては、例えばアメリカではそういうふうになっていると認識してございますけれども、お客さん側からの自己申告をもって足りるということで、資格の要件の確認の仕方が一つポイントになるのかなと考えてございます。

以上でお答えになっていますでしょうか。

○落合座長 芦澤委員のほうは今のお答えでよろしいでしょうか。

○芦澤座長代理 はい。今の御回答に更問の形になりますけれども、市場参加者の活性化の観点から言いますと、増えているのではないかという曖昧なお答えだったと認識しましたが、実際に人数把握をしていただいて、KGI、KPIを設けて定点観測していただくことができると思うのですけれども、そちらをお願いできますでしょうか。

○日本証券業協会（松本自主規制本部長） 検討させていただきます。ありがとうございます。

○芦澤座長代理 ありがとうございます。

○落合座長 ありがとうございます。

川邊委員もよろしいでしょうか。

○川邊委員 はい。

○落合座長 分かりました。

あと、金融庁様のほうに御質問が幾つかございました。宮下委員からのグランドデザインに関わる御質問、川邊委員から少人数私募に関する点、特定投資家の範囲に関する点、これらがございますのと、芦澤委員からも特定投資家の範囲に関する御質問がありましたので、まとめられるところはまとめていただいても結構ですので、御回答をお願いいたします。

○金融庁（新発田参事官） 新発田です。

金融庁の資料の中に、18ページだったかと思えますけれども、あれを見ながら恐らく皆さん議論していただければと思いますので、特定投資家の要件のところが弾力化されているというところがございます。各論のところは多分ほかに議論があると思いますので。

先ほど日商さん、新経連さんからお話がありましたけれども、インターネットで勧誘したいというのは私募に入らないと思いますので、それこそアメリカがとおっしゃるのであれば、アメリカでは35名でインターネットを使って一般的勧誘ができないということだと思いますので、そうであればまさに公募の世界でやるのが筋だと思いますし、その上で

---

<sup>22</sup> 誤解を招くおそれがあるため「要件」を追記

<sup>23</sup> 実際には「資格」と発言しているが、正しくは「要件」のため修正

公募について、制度的に見直しをしていただきたいということであれば、そういうことなのかなと思っております。

取りあえず私からは以上です。

○金融庁（齊藤課長）　続きまして、特定投資家の範囲について御質問をいただきましたので、その点について補足させていただければと思います。

今御覧いただいているスライドでございますけれども、2年前、2022年の夏に個人の特定投資家の要件の弾力化を図っておりまして、金融リテラシーを推定し得る要素を特定するということで実証事業をやって、その結果として、上側のほうですけれども、従前の取引経験と資産規模というものからかなり弾力化したところでございます。

そして、先ほど日証協さんからも御説明がありましたように、一昨年<sup>24</sup>の夏にJ-Shipsの制度が導入されたということで、今、特定投資家の範囲が広がりつつあるということは御指摘のとおりかと思っております。

芦澤先生から御指摘いただいた特定投資家の範囲について、例えばストックオプションを持っていらっしゃるような方などがどうかといったこともありましたけれども、特定投資家になると、プロ投資家ということで、情報提供も非常に限定的になるといった中で、取扱商品も決して非上場株式だけではなくて、様々なリスクの高い商品も扱えるようになるということで、果たしてストックオプションを保有した、あるいは権利行使した、そういった方が、特定投資家、一般の対象に広がっているのかどうかということの一つ御議論があるところかなと思います。それをまた一般のビジネスマンの方々まで含めていくとなると、さらにそういったところまで行っていいのかということはあるかと思っております。

また、川邊さんなどもおっしゃいましたけれども、定性評価として年収プラスのチェックをしていくということがどうかという御指摘もございました。チェックといっても、水準感をどういった形で何が満たされればプロと判断していいのかという基準とか、それを証券会社の方がどのようなやり方でそのチェックを図っていくのか、そういった実態的な機能の仕方も含めてよく考えていかないといけないことではないかと思っております。

今のところ、一昨年前に実証実験も踏まえて特定投資家の要件を弾力化していった、これに基づいて取組が進んできているところがございますので、そういったものの効果もよく考えないといけないと思っておるところでございます。

○金融庁（太田原参事官）　若干補足させていただきます。

齊藤課長からありました実証事業をやっていたときの担当の市場課長だったので、何をやったかということをお知らせします。

従前の要件として、この資料にありますように、それまでは金融資産3億円以上、純資産3億円以上、こういった方々と同等の金融の知見を持っているようなグループとしてど

---

<sup>24</sup> 実際には「昨年」と発言しているが、正しくは「一昨年」のため修正

ういうものがあるかということで、結果として新たに追加された要件のような方々であれば説明がつくということで緩和をしたということでございます。やりようによっては別の要件などもあるかもしれませんが、一旦、まさにデータに基づいて要件を考えるとこういう形になった。

ちなみに、調査したのは2020年から2021年にかけてということでございましたけれども、そこは補足させていただきます。

○落合座長 ありがとうございます。

宮下委員、川邊委員、芦澤委員、コメントはございますでしょうか。

○芦澤座長代理 ありがとうございます。

今の特定投資家の範囲のS0のリターンがある方等々に含めてということの御回答は理解いたしました。ありがとうございます。

私からそこに関して1点申し上げたいこととして、スタートアップの世界にはスタートアップエコシステムという私の専門の概念ですけれども、最初にスタートアップに挑戦して、様々そこに関与して業界等を含めて知見を持った方がそのリターンを持って次の世代を押し上げていくという考え方が非常に重要だと思います。

その意味においては、先ほど申し上げた特定投資家というのは、もっと広い概念で投資全般のプロだということでおっしゃっていましたが、スタートアップを育てていくという観点で、スタートアップ関係者の先の成功者、リターンを持っている方たちを投資家として迎え入れていくというような制度を今後ぜひ検討いただきたいと思いましたが、要望させていただきたいと思います。よろしく願いいたします。

○落合座長 川邊委員もお願いします。

○川邊委員 御回答ありがとうございます。

私が理解できていないだけなのかもしれませんが、金融庁の新発田さんの御回答については、インターネットで募集するのだったら、それは公募でしょうというのはかなり乱暴な概念かなと思いました。インターネットというのは私募的にも公募的にもダイナミックに対象を変えられるのがメリットですから、インターネットを使って私募できないみたいなのはすごい違和感を抱きましたし、あの私募の制度の場合、実際に出してもらう人の数が49人ではなくて、コンタクトする人の上限が49人という狭い制度ですよね。

私が申し上げたとおり、対話するだけでも非常に意義はあるので、普通にインターネットでもっと多くの人を私募できて、対話できたほうがいいのではないかなと率直に思いました。

あと、太田原さんと齊藤さんの御回答に関しては、さっきの資料の下のほうに出していた要件が、いろいろリサーチの上でそうなっているということなのでしょうけれども、非常に定性的に感じるので、日証協さん主体でちゃんと試験をやればいいのではないかなと。あそこにあった要件でない人でも勉強されている投資家さんはいっぱいいらっしゃるのでは、試験でやるのが分かりやすいのではないかなと思いました。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

宮下委員はよろしいですか。

○宮下専門委員 ありがとうございます。

私の質問が分かりにくかったかもしれませんが、私が言いたかったのは、勧誘者数基準でカウントする一項有価証券と、資格者数基準でカウントをする二項有価証券とで規律が大きく分かれているわけですが、実際に勧誘の実態を考えると、スタートアップの株式みたいなものはどっちかという二項有価証券のほうに近いというのが提言の出発点になっているのではないかなと私は推測しましたので、そういう考え方について金融庁さんはどう思われますかという質問でした。

○落合座長 ありがとうございます。

更問になりますが、金融庁様のほうで今の3人の委員からの御質問、御意見について御回答をいただけないでしょうか。

○金融庁（齊藤課長） 私から、芦澤先生からスタートアップエコシステムの観点でということ御指摘いただいたことについて回答させていただければと思います。

特定投資家は、私から申し上げましたように広い投資対象が含まれてくるということでもありますけれども、スタートアップに資金を提供する主要な主体としてベンチャーキャピタルさんがありますけれども、ベンチャーキャピタルさんに対して投資をできるプロ向けファンドの枠組みにつきましては、スタートアップの経営等の経験をされた方も対象に含めておまして、こういった方であっても投資できるという枠組みはもう既に整備しているところがございます。

また、スタートアップエコシステムを考えて、卒業されたような起業家の方がさらに投資していく、そういったエコシステムをきちっと回していくということは重要だと思います。

今、スタートアップの企業に対して、卒業された起業家が直接投資することについて、別に特定投資家の枠がなくても自由にやれるという世界であって、今、スタートアップの企業の資金調達に証券会社が絡んでいっているのかということ、そうではないと思っています。ですので、スタートアップエコシステムの話と特定投資家の話を一緒に議論することはどうなのかというのは、よく交通整理をして全体を考えていかないといけないと思います。

以上でございます。

○金融庁（野崎課長） 企業開示課長の野崎です。

先ほど川邊様から、少人数私募についてインターネットが普通だというお話がございまして、これは今ルール上認められていないという状況でございます。その理由としましては、少人数私募においては全く開示が不要、もちろん監査も不要という状況になってございまして、ある意味特殊な例外という状況になってございます。

その理由としましては、冒頭新発田から御説明させていただいたように、縁故者とか、自ら自分の力で情報を取ることができる立場にある人だから情報開示規制が外れているということでございますので、新たにコンタクトしていくとか、そういったことについてはしっかりとした情報開示の枠組みの下でやっていただくということで、その大前提として公募であるべきと申し上げたと理解しております。

○落合座長 御回答、どうもありがとうございます。

恐らく川邊委員のほうも、インターネットのお話をされている中でも、多分インターネットサービスの中でもいろいろな類型があるのではないかとということも含めておっしゃりたい部分もあったのかなと思います。

○川邊委員 そういうことです。

○落合座長 働きかけていくのか、それとも、そこに情報があって、どちらかというところに行っているのに近いのかといったようなことも、パターンはいろいろあり得るのではないかとということで、その実態を評価すると、従来の見方で言えばもちろん働きかけをしていってほとんど公募に違いないというものも多いだろうというところもありつつも、サービスの設計等によってそうでないものも構成し得るのではないかと。要するに、情報技術を使った中で少人数私募みたいなものを活用できる余地がないのだろうか、というのを考察していく余地はないのかということだと思いましたが、このタイミングでどうこうということは難しいとは思いますが、恐らくそういう趣旨だということで捉えて、どうできるかというのをまた御検討いただければと思います。

もしかするとかみ合っていないかもしれないというところがあったので、ちょっと補足させていただきました。

最後の藤本委員も、ほかの意見も含めておっしゃっていただいて大丈夫ですが、時間のほうも延長になっておまして申し訳ございませんが、最後の論点でございまして、セカンドリー市場についても議論をしたいということになっております。PTS業務なども含めて、御質問、御意見をお願いいたします。

藤本委員のほうでほかの論点も御意見があれば、この場でおっしゃっていただいて結構です。

では、藤本委員、続いて増島委員、お願いいたします。

○藤本専門委員 先ほどの私募のところ、インターネットのところに結構皆さん言及されていたので、ちょっと追加をさせていただくと、スタートアップ側ではピッチイベントというところも一つ問題にされています。そこは特に人数の制限ができないのと、一方で、広く自分たちが資金調達をしていることを言いたいというときに、そこが結構グレーゾーンになっているというところをスタートアップ側も気にして機会を損失している点が散見されていますので、例えばイベントがインターネットというケースもあるので、そこも含めて追加をしたいなと思っております。

○落合座長 ありがとうございます。

補足いただきまして、今の点もよくスタートアップの関係では言われる点で、重要論点だと思いますので、ぜひ金融庁様のほうでも御認識いただけるといいかなと思います。

増島委員、お願いいたします。

○増島専門委員 ありがとうございます。

PTSの部分、PTSは要らないで一種業でできるよというのをこれからやっていただくという部分ですけど、これはお得意のオフロードでございまして、日証協さんにまたルールをつくっていただくという流れだと承知をしております。

日証協さんにルールをオフロードしてつくっていただくところルールメイクのやり方が、こっちもうまくいっていないのではないかというふうに見えております。日証協さんの中で委員会をつくってやっていただいているということなのですが、ここも株主コミュニティ、先ほど出ていたJ-Ships、もしくは未上場の株の取扱い、この辺は全部自主規制側にオフロードしたものでございますけれども、これがあまりうまく飛び立っていないように見えております。ここのルールづくり方、もしくは議論の透明性の部分も含めて、審議会で行っているよりも相当透明度が薄いというのと、検討のメンバーが固定みたいな部分で、少しレガシー的なところの人たちで落としどころを探るみたいな議論になっているのではないかと。今回、規制緩和側でやっておりますので、緩和をして新しい市場をつくるという観点から、我々が期待するような検討ができるような座組みでやっていただきたいなと思っております。

日証協さんのルールづくり方のところで、これは日証協さんにお伺いをしたほうがいいのか、金融庁さんが監督をされている団体でございまして、そちらにお伺いをしたほうがいいのか、どちらがいいか分からないのですけれども、今申し上げた観点からの御意見をいただけるとありがたいなと思います。

以上です。

○落合座長 藤本委員、再度手を挙げていただいているかと思いますが、いかがでしょうか。

○藤本専門委員 ありがとうございます。

セカンダリーのところは、今日いろいろな方々が御指摘いただいたとおり、スタートアップエコシステムの発展を考えたときに、早急に整備をする、よく発展させるというところが重要だと感じております。

金融庁さんにお伺いしたいのは、令和4年度でも結構この話が出て、整備しますというところからあまり進んでないようにお見受けするのですけれども、そういったところが今どうなっているのかということをお聞きできればと思っております。

あとは、新経連さんにも追加でお聞きしたくて、セカンダリーのところはいろいろな事業者がこの後、もしくは検討されているみたいところで、もし何かこういったサービスみたいなことをキャッチされているようであれば、併せてお聞きできればと思います。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

御質問の令和4年の点というのは、令和4年のときのSIワーキングで、たしかセキュリティトークンの関係でPTSの議論をしたときに御検討いただくことになっていた、その点の御質問ですよね。

○藤本専門委員 そうです。

○落合座長 ありがとうございます。

何人かに御質問をいただきましたので、そうしましたら、セカンダリーマーケットの点を新経済連盟様のほうに御回答いただいて、PTSに関する藤本委員の御質問の点は金融庁様、あと増島委員のほうも全体の構造というお話でしたので金融庁様のほうがいいのかと思いますので、金融庁様に2点ということをお願いしたいと思います。

では、まず新経済連盟様からお願いします。

○新経済連盟（小木曾渉外アドバイザー） もちろん個社の名前を出して言うのはふさわしくないのと言えないのですけれども、私もこの法案が出たこともあるのでいろいろ御相談を受けることがございます。

その中で、私が書いた趣旨・背景<sup>25</sup>は、御質問の答えになっているかどうか分からないのですけれども、細かいレベルのところはどういうことになるのかということも見据えて、どういうふうにビジネス参入にしようかと、まさに経済界が<sup>26</sup>今考えているところだと思ふということ踏まえて詳細な制度設計をしてほしいということです<sup>27</sup>。そこら辺の話は、経済界として金融庁様と実務面でいろいろな話ができる機会を今後も持ちたいなところがございます。もちろんつくっていただいて誰も使わないということではないのですけれども、本当はプライマリー市場をもっと活性化させないとセカンダリーのところも活性化をしない、鶏と卵みたいなのところがあるので、どっちもやってほしいということなのですが、今回の改正のところについても、使える人は使えるということになるために、詳細の制度設計についてはいろいろと忌憚のない議論をしていきたいかなと思っております。

答えになっていないかもしれませんが、以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

では、金融庁様に、増島委員、藤本委員からの御質問の点をお願いいたします。

○金融庁（齊藤課長） まず、増島先生から、日証協のルールはうまくいっていないのではないかといた御指摘でございました。まずPTSのところにつきましては、今回、法律改正案を提出しておりますので、そこで規制緩和をするということで、その内容については下位法令に落ちているところは、法案がうまく通れば、当然金融庁で策定していきますし、

---

<sup>25</sup> 誤解を招くおそれがあるため「・背景」を追記

<sup>26</sup> 誤解を招くおそれがあるため「経済界が」を追記

<sup>27</sup> 実際には「思うのですね」と発言しているが、正しくは「思うということ踏まえて詳細な制度設計をしてほしいということです」のため修正



PTSについての監督指針は金融庁でつくっていくということで、その部分について日証協さんにオフロードするものではない、そこは責任を持って金融庁でしっかりやっていきます。

それ以外について、株主コミュニティ制度とかJ-Shipsの制度など、課題意識を御指摘いただいたところでございますけれども、我々としても日証協さんとよくコミュニケーションを取りながら、制度が全体としてうまくワークするように進めていきたいと思っております。

また、藤本さんから御指摘いただいた令和4年の制度の見直しの提言についてということでございますけれども、我々としては指摘いただいているものについては着実にやっているという認識でございます。例えば、特定投資家向けのPTSをやれるようにするということにつきましては、昨年の夏に政令改正をしてできるようになった。また、セキュリティトークン<sup>28</sup>については、昨年年末にPTSが立ち上がってできるようになっている。そういった状況で、一応進展しているという認識でいるところでございます。

○金融庁（新発田参事官） 補足させていただいてもよろしいでしょうか。

藤本委員の最初の御質問のところ、少人数私募に戻りますけれども、スタートアップの方たちがピッチでする場合にどうなのかということで、この辺りについてまさにどこまで勧誘なのかみたいなのはあろうかと思っておりますし、アメリカなんかでもデモデイという仕組みもあるということでセーフハーバーがあると思っておりますので、そこはよく勉強しながら、よく考えて、制度を分けて、でもそこには誰も行けないみたいなことにならないようにはしていきたいと思っております。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

増島委員、藤本委員、よろしいでしょうか。

○増島専門委員 この一種業だけでできる領域は米国では結構存在していて、皆さんも御研究済みだと思いますけれども、フォージ（Forge）さんとかが存在をしております、あれと同じことができることを目指して制度をつくるというゴールが明確になっていると思っておりますので、変な要件をいろいろつけない形の制度設計を目指していただければ、民間の方々もそういうサービスを見ながら日本でもこういうことができるはずだよねと思っているはずでございますので、割とオープンに透明性を持った議論を、これは金融庁さんのほうもそうかもしれないですし、日証協さんも自主規制をつくられるということであれば、こちらもそうですけれども、お願いをしたいと思います。

○藤本専門委員 私も増島先生と同じく、セカンダリー市場が大事ということは、皆さんそこに対してのNGはないと思う一方で、これからセカンダリーのところでいろいろなサービスが出てくる可能性を潰さないようにしたいなと思っております。

---

<sup>28</sup> 実際には「セキュリティトークンということ」と発言しているが、誤解を招くおそれがあるため「ということ」を削除

議論が進んでいるということは大変よかったなと思って安心しているのですが、追加の議論で足かせにならないようにしていただければなと思っております。

以上です。

○落合座長 どうもありがとうございます。

1点、齊藤課長のほうに藤本委員からの関係でフォローアップですけれども、たしかセキュリティトークンのタイミングの際に、セキュリティトークンに関するPTSの認可要件等の整理と、定義の明確化などの点も論点になっていたように思っておりますが、定義の明確化のほうも進められているということになっていた、ということでもよろしかったでしょうか。

○金融庁（齊藤課長） その点につきましても検討を進めているところでございますけれども、今回、法改正の案を出させていただいておりますので、近接分野ということで、総合的に<sup>29</sup>検討して対応を考えていきたいと思っておりますのでございます。

○落合座長 ありがとうございます。

定義のところは、法律だけで書くというよりは、どうしても監督指針であったり、何らかのQ&A、パブコメなども含めての明確化になろうかと思っておりますので、そういった点は引き続きお願いいたします。

そのほか、御質問、御意見がある方はおられませんでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、本日の議論についてはここまでとさせていただきます。

非上場株式の発行と流通を活性化することについては、スタートアップや中小企業をはじめとした上場していない企業が、成長段階に応じて資金調達方法を選び、新規事業や研究開発などに挑戦し、成長を続けるために重要であり、企業や経済団体に強いニーズがあるということが本日の議論で確認できたと思っております。日本の非上場株式の発行・流通市場が発達していないということも、スタートアップのいわゆる小粒上場の一因になっているという指摘もあるところだと考えております。

また、本日の議論の中では、投資家保護が重要な視点であり、これを守らなければいけないという一方で、規制のコストに関する議論も出てきたと思っております。コストが著しく高額になるような場合には実質的に禁止をしているものと近いような効果が生じるということもありまして、規制対応のコスト分析も行っていただいた上で、それぞれの論点について検討をお願いしたいと思っております。

金融庁におかれましては、非上場株式について、プライマリー市場における公募と私募、またセカンダリー市場と、それぞれについて要望を踏まえてぜひ検討いただきたいと思っております。

本日の議論に出てきた点といたしまして、まず、プライマリー市場の公募については、

---

<sup>29</sup> 実際には「それと近接分野であるので、そこを総合的に」と発言しているが、正しくは「近接分野ということで、総合的に」のため修正

有価証券届出書の届出免除基準の金額の上限引上げの点の議論もございました。発行額が1億円以上になった途端に、スタートアップや中小企業にとっては重い開示負担が発生しております。つまり、発行額9900万円と1億円との間で大きな違いが生じるということがございますが、投資家保護としてこの取扱いの差が本当にどの程度必要なのか、また、時代の移り変わりの中でこの1億円というのがどういうふうに評価されるべきなのかと、届出免除基準を単純に1億円から例えば5億円に拡大するというだけでなく、要望者が示されていたように、発行額に応じて段階的に合理的に開示の負担を重くするというような投資家保護とのバランスを設定するような方法もあるのではないかと考えられますし、また議論の中にもございましたが、必ずしも従前の届出開示内容の延長線で整理をしていくということに限らず、合理的に必要と考えられるような機能の観点から、どういった開示や対応が必要なのかといったことを御検討、御対応いただくことも重要ではないかと思っております。あわせて、現在、1億円から5億円未満となっている少額募集の募集金額範囲の引上げについても御検討をお願いできればと思っております。

続きまして、株式投資型クラウドファンディングについて、いわゆるシンジケート型に関する御要望がございました。御要望はECF事業者からではありましたが、究極的にはスタートアップなどが資金調達をしやすくするためというものであり、その仕組みを円滑に実施することを促すため、投資運用業を緩和していくのか、それともまた別の類型を整備していくのかなども含めて、いま一度どういった対応ができるのか御検討、御対応をお願いしたいと思っております。

また、金融庁で、金融商品取引法に基づく自主規制として、日証協の未上場株式取扱いの在り方について、投資家保護にも配慮しつつ、証券会社が取扱いをできるように日証協とも協議の上、必要な検討を行っていただきたいと思っております。

プライマリー市場の私募につきましても、少人数私募制度における人数要件の緩和や、人数の計算を勧誘者ベースから取得者ベースへ変更することや、特定投資家の範囲に関する要望がございました。非上場株式としての適切な開示や監査、プロ目線による投資家保護はもちろん重要ですが、どのように特定投資家の枠組みを整備していくかということも含めて、投資家保護と事業者のビジネスを適正にバランスしていけるかどうか、インターネットの活用やスタートアップのピッチなど具体的な場面での考え方の整理、活用なども踏まえて、人数や考え方のベースなどについて、もしくは個別の場面における整理などについても、改めて御検討、御対応をお願いしたいと思います。

セカンダリー市場につきましても、国会提出中の法案が可決された場合には、金融庁からも御説明がございましたが、PTSの参入要件緩和について事業者が使いやすい制度となるよう取組をお願いいたします。

あわせて、PTSの業務範囲について、今後整備を進められるということで御説明いただいた点については明確化を進めていただきまして、監督指針等で事業者へ周知するなどの措置をお願いいたします。我々としても、こういった点も含めて、改正法案の内容も含め

てフォローアップをしていきたいと思っております。

いずれの点についても迅速に検討を開始して、本年度中には結論を得ていただきたいと思っております。また、結論が得られましたら速やかに措置をするようお願いをいたします。

そのほか、本日出てきた論点についても、各発表者が見取り図をそれぞれ整理して議論していただいていたということもございましたが、一つ一つの論点を解決するだけでは必ずしも十分ではないことがあります。いずれの発表者から出てきた提案事項についても、様々な御指摘があるところですので、全体の見取り図も作成していただきながら、包括的にフォローアップをしていただいitさるべきであると考えております。将来像を描くことについては、金融庁のほうからも御発言がございましたので、そういった点も踏まえて全体的な課題の解決を図っていただければと思っております。

最後に、何人かの委員から、実効性がある制度見直しが重要であるという指摘もあったように思っております。制度をどのようにつくったかではなく、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で評価をして措置を進めていただくとともに、1度の見直しで全ての課題を解決することが難しいこともあると思っておりますので、KPIを設定するなどしながら継続的な改善を図っていただければと思っております。

日本のスタートアップの中からユニコーンやグローバル企業が続々と生まれ、また、全国の中小企業が生産性を高めながらサステナブルに成長していけるよう、金融庁におかれては投資家保護とのバランスを確保しつつ、どうすれば解決できるかという視点で建設的な検討と御対応をお願いいたします。

本日は、日本商工会議所、新経済連盟、イークラウド株式会社、金融庁、経済産業省、日本証券業協会から御出席いただいた皆様には、お忙しい中、御説明及び質疑応答に御対応いただき、誠にありがとうございました。

以上で、議事は全て終了しましたので、本日のワーキング・グループを終わります。

次回の日程につきましては、事務局から追って連絡をいたします。

速記、ウェブ配信はここで止めてください。