

NO&T Finance Law Update

金融かわら版

2021年3月 No. 62

非上場株式の投資に関する現状と法的課題

弁護士 宮下 優一

同 鈴木 雅博

同 脇田 隼輔

はじめに

アフターコロナの新たな経済社会を見据えて、スタートアップ企業等によるイノベーションや既存事業の再編・再生など、変化に応じた挑戦や構造改革が各上場企業・非上場企業の重要な経営課題と考えられています。その企業の挑戦や構造改革を支えるリスクマネーの調達の必要性が高まることが想定される一方で、特に、非上場株式による資金調達については様々な課題が存在しており、これまでも制度の見直しが行われてきたものの、依然として十分に活用されていないとの指摘がなされています。そうした中、近時、政府をはじめとする関係各所において、「非上場企業への成長資金供給」という大きなテーマのもと、多岐にわたる論点について議論が活発になされているところです。

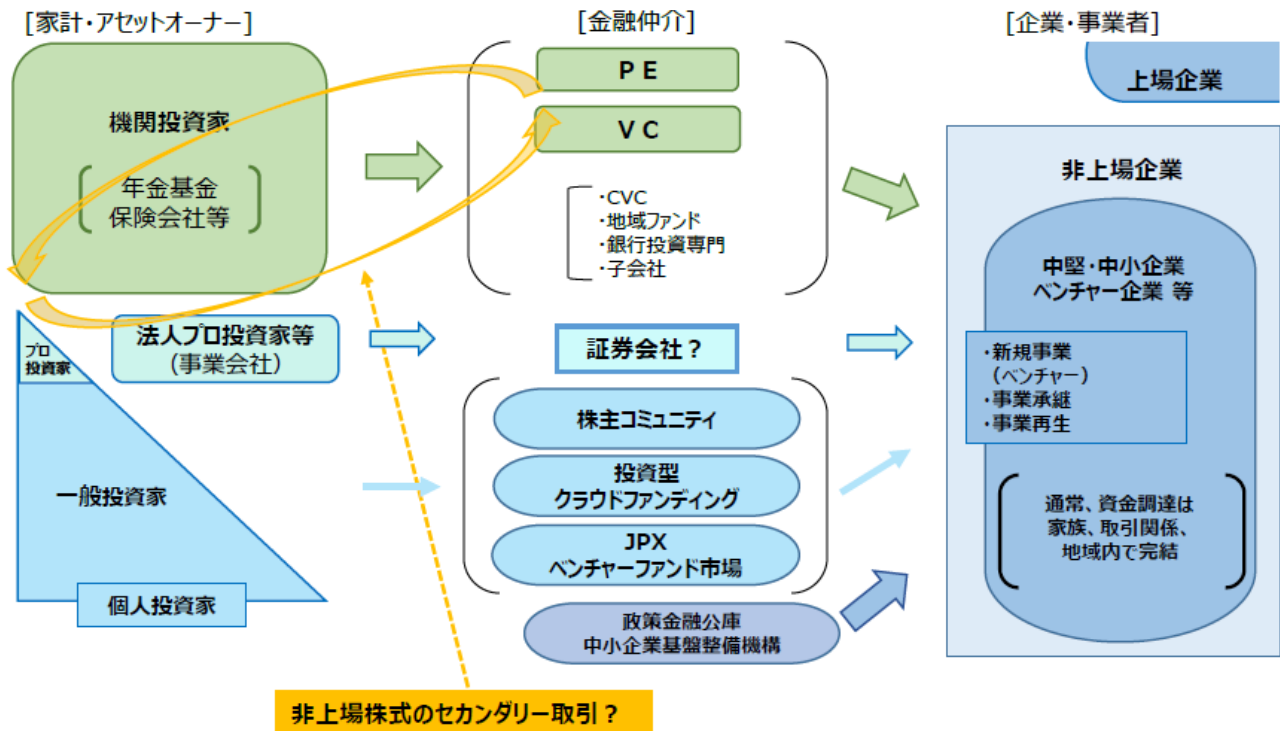
そこで、本ニュースレターでは、キャピタルマーケットの観点から、非上場株式の投資に関する現状と法的課題をご紹介します。なお、本ニュースレターは、2021年3月11日現在の情報をもとに作成していますが、その性質上、本ニュースレターで言及しているいずれの内容についても、今後の関係各所での議論の進展に留意が必要であり、将来的には議論の内容や結論が異なる可能性がある点にもご留意ください。

非上場株式への投資の流れ

金融庁の金融審議会「市場制度ワーキンググループ」（以下「市場制度WG」）では、企業の挑戦や構造改革を行う上で必要となる資金調達源として、銀行借入などの負債性資金があるものの、それだけでは不十分であり、企業の資金ニーズに応じて、資本性資金と負債性資金のそれぞれが適切に活用されるように、多様な資金調達手段が用意されている必要があると指摘されています。

市場制度WGで現在議論されている、非上場企業への資本性資金の流れを投資主体の観点で整理したものが次の図です。非上場企業の株主は、創業者やその同族関係者、従業員、取引先が中心であり、また、エンジェル投資家や、ベンチャーキャピタル（VC）、プライベートエクイティ（PE）もプレイヤーとして存在しているところ、そこから投資者の裾野を広げ、非上場企業に成長資金を流入しやすくする制度に発展させることができるかがポイントになっています。この点については、法的観点以外の課題も多々あるところですが、以下では、主に法的な観点からの課題や論点について、投資主体ごとにご紹介します。

非上場企業への資本性資金の流れ



出典：第6回市場制度WG事務局説明資料をベースに当職らにて作成

機関投資家による投資

近時、IPOを見据えた非上場企業への機関投資家による株式投資（以下「プレIPO投資」）が注目されており、また、上場前後をつなぐクロスオーバー投資家についての議論も進んでいるところです¹。非上場企業への株式投資に関する一般的な法的な留意事項²のほか、IPOが将来控えていることとの関係で特に法的に留意すべき事項³をご紹介します。

① IPO時の募集・売出しの事前勧誘規制への抵触可能性

IPO時の募集・売出しにおいては、それが国内勧誘である場合には、金商法上、発行会社において事前に有価証券届出書を提出することが必要となります。プレIPO投資を行う機関投資家は、IPO時においても投資を行う可能性があり、プレIPO投資の際に行ったコミュニケーションがIPO時の募集・売出しの勧誘とみられるおそれがないか、という点に留意が必要です。

プレIPO投資とIPO時の募集・売出しのそれぞれの払込期日・受渡期日が異なるのは客観的に明らかですが、

¹ 経済産業省「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」では、海外では、IPO前・IPO時・IPO後を問わず増資の引受先になることや、IPO時のコーナーストーン投資家になることで、バイオベンチャーの成長や安定した株価形成に寄与していると説明されています（第10回同研究会事務局資料。2020年8月6日）。バイオベンチャーのIPOについては、水越恭平・宮下優一「NO&T Health Care Law Update 薬事・ヘルスケアニュースレター『創薬系バイオベンチャー企業のIPO活性化に向けて』」（2019年12月）もご参照ください。

² 例えば、金融商品取引法（以下「金商法」）上の事前勧誘規制の観点から、少数私募（発行会社による株式発行等のケース）や少数人数売出し（既存株主による株式譲渡のケース）などを利用して有価証券届出書の提出を不要とすることがあります。

³ 法的な留意点以外のものとして、例えば、IPOと近接するタイミングでプレIPO投資がなされる場合には、IPO時の有価証券届出書やIの部（新規上場申請のための有価証券報告書）において、投資価格を開示する必要があり、当該価格がIPO時の投資家マーケティングに影響を与えないかといった論点があります。

特にプレ IPO 投資と IPO のタイミングが近接している場合には、IPO に関する一定の情報を、プレ IPO 投資のデューデリジェンスや条件交渉の際に機関投資家が必要とする場面もあろうかと思えます。その際に、発行会社が提供する情報の利用目的を明示することや目的外利用を禁止することはもちろんのこと、その他、提供する情報の絞り込みなど、個別具体的な事情を踏まえたリーガルリスクのコントロールが重要となります。

なお、提供する情報の内容については、準備を進めている IPO の有価証券届出書や目論見書等の内容との整合性も確認する必要があります。

② ロックアップ

IPO の公正性を確保する観点から、証券取引所のルール上、上場申請日の直前事業年度の末日の 1 年前の日以後において、第三者割当等により株式を取得した投資家には、原則として、上場日以後 6 か月間の継続保有が義務づけられます（いわゆる制度ロックアップ）。プレ IPO 投資のタイミングによっては、この制度ロックアップが必要となります。また、制度ロックアップとは別に、IPO 後の株式市場の需給のバランスに配慮する観点から、株主が IPO 後の一定期間において株式の売却等を行わない旨を約束することが必要とされることがあります（いわゆる任意ロックアップ）。

いずれのロックアップについても、その必要性や条件についてプレ IPO 投資の段階で関係者間において認識・協議しておくことが必要となるため、発行会社においては IPO の主幹事証券会社に事前に相談する必要があるでしょう。

③ 海外機関投資家のケース

非上場企業への巨額な成長資金の供給のプレイヤーとして海外の機関投資家が有力な候補になります。海外機関投資家による投資にあたっては、例えば、投資先が非上場企業である場合と上場企業である場合とでは、外国為替及び外国貿易法上の対内直接投資のルールが異なることや、発行会社や既存株主サイドにおいて外国語でのコミュニケーションや契約書作成に慣れていない場合には実務的な負担になる可能性があることなどに留意が必要です。

個人投資家による投資

① 個人のプロ投資家による投資

機関投資家だけではなく、個人のプロ投資家にも非上場企業への投資ニーズは存在しますが、実際に投資の機会があるのは、非上場企業の関係者や、起業経験・経営経験・資金力のあるエンジェル投資家に限られているのが実態で、このような個人のプロ投資家は、非上場企業の経営者にとっては、メンターとしての役割が期待されているところが多いと思われます。

それ以外のタイプの個人のプロ投資家に対して、非上場企業への資本性資金の供給者として、どのように投資の機会を提供できるかについては、投資ニーズや投資リスクのコントロールといった様々な角度から検討が必要ですが、法的な仕組みとしては特定投資家（プロ投資家）制度の見直しが検討の俎上にあがっています。特定投資家制度は、行為規制の面で規制の柔軟化を図る金商法上の制度であり、一定の要件をみたすことで個人が特定投資家になること（いわゆるプロ成り）ができるものの、現状では、その数は限られたものとなっています⁴。2019 年 10 月の未来投資会議において、特定投資家の要件の精緻化が課題として取り上げられ⁵、これを受けた 2019 年 12 月の同会議の「新たな成長戦略実行計画策定に関する中間報告」では「顧客の取引履歴データ等の分析・活用を進めることで、プロ投資家として扱うことが可能な個人を特定できないか検討する」とされています

⁴ 第 1 回未来投資会議構造改革徹底推進会合「デジタル技術の社会実装を踏まえた規制の精緻化」会合（2020 年 2 月 14 日開催）の金融庁資料によると、個人のプロ投資家は 2019 年末現在で 63 名（大手証券会社 5 社へのヒアリングに基づく。）とされています。

⁵ 第 31 回未来投資会議（2019 年 10 月 3 日開催）

6。また、市場制度 WG では、個人のプロ投資家の基準は適切か、プロ投資家制度の使い勝手について見直すべき点はないか、という指摘がなされており、今後の議論の進展が注目されます。

② 一般投資家による投資

プロ投資家以外の個人の一般投資家については、株式投資型クラウドファンディング（以下「投資型 CF」）、株主コミュニティ、JPX ベンチャーファンド市場を介した投資が想定されていますが、以下のとおり現状はいずれも十分に機能している状況にはありません。

・ 投資型 CF

インターネット上で行う非上場株式の発行を通じた資金調達を行うための制度です。シード・アーリーステージのベンチャー企業による利用が想定されていますが、発行総額の上限（1 億円）、投資家ごとの投資金額の上限（50 万円）、少数者私募における勧誘人数・金額の通算規定（それぞれ過去 6 か月間・1 年間の通算）がそれぞれ資金調達における制約になっているのではないかと指摘されています。キャッシュバートンが続くシード・アーリーステージのベンチャー企業の資金調達ニーズを投資型 CF の活性化につなげていくために、市場制度 WG など現行制度の見直しが議論されています。

・ 株主コミュニティ

地域に根差した企業の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的とする、非上場株式の流通取引・資金調達の制度です。こちらも活発に利用されている状況とまではいえ、資金調達の局面における制度面での課題もあげられていましたが、2020 年 11 月に、利用促進に向けて、日本証券業協会（以下「日証協」）の「株主コミュニティに関する規則」の改正が行われました⁷。地方活性化の観点からも利用が期待されている制度であり、日証協では利用拡大に向けた更なる見直しが検討されています。

・ JPX ベンチャーファンド市場

広く一般投資家から資金調達を行い、投資法人を通じて非上場企業を中心としたベンチャー企業等へ投資を行うための市場として、2001 年 12 月に開設された市場ですが、本ニュースレター作成日現在、上場銘柄は存在していません⁸。制度としては、借入れによる資金調達の禁止、上場後の継続保有期間の制限、特定の投資先への投資割合の制限といった点が、課題としてあげられていますが、これらの項目を日本取引所グループにて見直すことが考えられるかについて、市場制度 WG で議論がなされています。

証券会社の関与

① 「店頭有価証券に関する規則」の改正

上記のような投資家からの非上場企業への投資ニーズの高まりと、そうした投資を取り込んで自社の成長につなげたい非上場企業の資金調達ニーズの増加は、証券会社が仲介者としての役割を果たすことへの期待へとつながるところですが、非上場企業の証券については、日証協の定める「店頭有価証券に関する規則」（以下「店頭規則」）が一つのハードルとなっていました。これらの流れを受けて、2020 年 12 月に店頭規則の改正がなされています。

上記改正以前は、協会員である証券会社は、適格機関投資家に対するものを除き、非上場株式について勧誘を

⁶ その後の 2020 年 7 月の「成長戦略フォローアップ」においても、「プロ投資家対応として、顧客の取引履歴データ等の分析を進め、投資家としての能力と関連性のある項目を特定できれば、プロ投資家規制について、当該項目を踏まえた規制へと見直す。」とされています。

⁷ 改正により、参加勧誘を行うことができる者の範囲の拡大や参加勧誘の対象者の拡大などが行われました。

⁸ 過去に 2 つの投資法人が上場されたものの、共に、既に運用期間満了に伴い償還されています。

行うことが原則として禁止されていたため、適格機関投資家以外の投資家に対する証券会社の関与は、マッチングや紹介など、付随業務としてできる範囲に限定されていました。証券会社のノウハウやリソースを頼れないことから、非上場企業や投資家の負担が大きくなることや、証券会社のサービスが限定されることで、非上場企業の株式投資や企業の成長促進の環境醸成に貢献しにくい、といった課題が指摘されていました。

上記改正により、適格機関投資家以外の、「自ら DD 等が可能な特定投資家」⁹に対しても、非上場株式の勧誘が認められることとなり、私募の取扱い等が可能となることに加え、資料作成や交渉・議論への参加・契約の取りまとめなど、より能動的なサポートが可能になりました。証券会社の関与が深まることで、非上場株式への投資や企業の成長を促進する環境の醸成に寄与することが期待されています。特に、将来の IPO を見据えた非上場企業にとっては、証券会社の持つ投資家とのつながりを活用したサポートを期待することもあろうでしょうし、また、適格機関投資家ではない法人のプロ投資家にとっても、非上場株式への投資について証券会社のサポートが従来より得られることは有益であるケースがあろうかと思われます。

② 更なる改正に向けた議論

日証協では、金融庁とも連携しつつ、2020年11月に「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」（以下「検討懇談会」）を設置し、引き続き非上場企業の株式の発行・流通市場の活性化に向けた検討が行われています。その中では、TOKYO PRO Market 以外でも特定投資家私募を行うことができるような開示規制の見直しも検討すべき事項に含まれています。そこでは、米国の非上場株式の私募において利用例が多い類型の一つであるレギュレーション D¹⁰に基づいて証券を発行する際に使用される Form D を念頭に、簡易な様式に基づく開示を認めることができないか等が挙げられており、更なる検討が注目されるところです。

非上場株式のセカンダリー取引

① セカンダリー取引の状況

非上場株式への投資については、プライマリー投資と同様に、セカンダリー投資の活性化の必要性も指摘されています。中でも非上場株式の取引プラットフォームの確立は、株式売却による投資回収の機会を投資家に提供し、それにより投資家による非上場株式へのプライマリー投資を促進させる効果が見込まれるということで、その重要性が注目されています。

既に諸外国では非上場株式のセカンダリー取引プラットフォームの整備が進み、世界の非上場株式のセカンダリー取引額は増加傾向にあり、2019年には世界全体で約9兆円に上っています¹¹。他方、日本における非上場株式のセカンダリー取引プラットフォームは未だ整備されておらず、また、非上場株式の流通市場でもある株主コミュニティ制度における年間取引額は2019年時点で約5億円にとどまっています¹²。

② セカンダリー取引プラットフォームを開設する場合の法的枠組み

日本においてインターネット上での非上場株式のセカンダリー取引プラットフォームを開設・運営する場合、私設取引システム（PTS）に関する金商法上の規制を受けることとなると考えられます。具体的には、PTSを運営することは第一種金融商品取引業に該当する上¹³、登録制である通常の第一種金融商品取引業者と異なり、

⁹ 特定投資家のうち、企業価値評価等を行う能力を有することを協会員が認めた者が該当し、例としては、国内外のベンチャーキャピタル、コーポレートベンチャーキャピタル、政府系ファンド等が想定されています。なお、プロ成りの個人投資家は対象外となります。日証協『店頭有価証券の取引に係る投資勧誘』に関する Q&A 問 19

¹⁰ 2017年におけるレギュレーション D の利用実績（社債等も含む）は、約3万7千件、総額1.8兆ドル超になるとされています。（第1回非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会参考資料）

¹¹ 第6回市場制度 WG 事務局資料

¹² 日証協「株主コミュニティの統計情報・取扱状況」

¹³ 金商法28条1項4号

PTS の運営業者は内閣総理大臣による認可を受ける必要があります¹⁴。

また、日証協の店頭規則により、協会員である証券会社は、非上場株式会社について原則として顧客に対して投資勧誘を行うことができません¹⁵、協会員である証券会社が非上場株式会社を取り扱う PTS を運営することは、現行の同規則上想定されていません。

市場制度 WG や日証協の検討懇談会においても、非上場株式のセカンダリー市場の重要性については継続的に議論されており、今後の進展が注目されます。

2021 年 3 月 12 日

¹⁴ 金商法 30 条 1 項

¹⁵ 店頭規則 3 条

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

[執筆者]

**宮下 優一**（弁護士・パートナー）

yuichi_miyashita@noandt.com

国内外の資本市場における、新規株式公開（IPO）、株式の公募増資、売出し、ブロックトレード、第三者割当増資、種類株式、新株予約権、社債、新株予約権付社債（CB）等、大手証券会社のエクイティ・キャピタル・マーケット部での勤務経験を活かし、キャピタルマーケット案件を幅広く取り扱う。また、コーポレートガバナンス、金融規制法、M&A、その他の企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

2007年大阪大学法学部卒業。2009年京都大学法科大学院修了。2010年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016年 University of California, Los Angeles, School of Law 卒業（LL.M., specializing in Business Law – Securities Regulation Track）。2016年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016年～2017年 S M B C 日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。

鈴木 雅博（弁護士）

masahiro_suzuki@noandt.com

国内外の資本市場における、JREIT を含む株式・社債その他の証券に関するキャピタルマーケット案件を中心に、証券化、ストラクチャードファイナンス等も含めたファイナンス取引を取り扱う。

2009年京都大学法学部卒業。2011年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2018年 New York University School of Law 卒業。2018年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2018年～2020年みずほ証券株式会社 グローバル投資銀行部門 投資銀行本部 コーポレートファイナンス部勤務。

脇田 隼輔（弁護士）

shunsuke_wakita@noandt.com

2018年京都大学法学部卒業。2019年京都大学法科大学院（司法試験合格により）退学。2020年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 J Pタワー

Tel: 03-6889-7000（代表） Fax: 03-6889-8000（代表） Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、500名を超える弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ及び上海にオフィスを構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T Finance Law Update ～金融かわら版～の配信登録を希望される場合には、<<https://legal-lounge.noandt.com/portal/subscribe.jsp>>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<newsletter-finance@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいませ。