

米国・欧州における非上場株式の取引制度
調査報告書

令和7年3月

株式会社野村総合研究所

本資料は、作成日時点において弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

目次

第 1 章 海外における非上場株式取引と IPO の市場拡大	7
1. 日本におけるスタートアップファイナンスの現状.....	7
2. 日本におけるスタートアップファイナンスの課題.....	8
(1) 資金供給主体の偏り.....	9
(2) 資金調達手法の未整備.....	10
(3) 非上場株式を取引する場・制度の不足.....	11
(4) 成長ステージに応じた資金供給不足.....	11
(5) IPO に依存した Exit.....	12
3. 米国における非上場株式取引及び IPO の現状.....	13
(1) 非上場株式取引の動向.....	13
(2) IPO・新規上場の動向.....	15
4. 英国・EU における非上場株式取引及び IPO の現状.....	15
(1) 非上場株式取引の動向.....	15
(2) IPO・新規上場の動向.....	17
5. 日・米・欧の比較.....	17
6. 本調査のアプローチ.....	19
第 2 章 米国	22
1. 非上場株式プライマリ市場に関する法規制.....	22
(1) 発行体に対する規制.....	22
(2) 市場仲介者に対する規制.....	64
(3) エコシステムを構成する関係者に対する規制.....	66

(4) 投資家保護上の施策.....	67
(5) 税法上の措置.....	72
2. 非上場株式プライマリ市場構造.....	75
(1) 取引市場の分析.....	75
(2) 取引手法・価格決定メカニズムの分析.....	75
(3) 市場参加者（投資家・発行体）の分析.....	81
(4) 市場仲介者・仲介実務（決済・移転）の分析.....	83
(5) その他エコシステムを構成する関係者の分析.....	109
3. 非上場株式セカンダリ市場に関する法規制.....	112
(1) 発行体に対する規制.....	112
(2) 市場仲介者に対する規制.....	113
(3) エコシステムを構成する関係者に対する規制.....	114
(4) 投資家保護上の施策.....	114
(5) 税法上の措置.....	114
4. 非上場株式セカンダリ市場構造.....	115
(1) 取引市場の分析.....	115
(2) 取引手法・価格決定メカニズムの分析.....	115
(3) 受渡決済における譲渡制限と先買権.....	126
(4) 市場参加者（買い手・売り手）の分析.....	139
(5) 市場仲介者・仲介実務（決済・移転）の分析.....	143
(6) その他エコシステムを構成する関係者の分析.....	149

第3章 英国・EU	154
1. 非上場株式プライマリ市場に関する法規制.....	154
(1) 発行体に対する規制.....	154
(2) 市場仲介者に対する規制.....	158
(3) エコシステムを構成する関係者に対する規制.....	159
(4) 投資家保護上の施策.....	160
(5) 税法上の措置.....	161
2. 非上場株式プライマリ市場構造.....	164
(1) 取引市場の分析.....	164
(2) 取引手法・価格決定メカニズムの分析.....	165
(3) 市場参加者（買い手・売り手）の分析.....	169
(4) 市場仲介者・仲介実務（決済・移転）の分析.....	173
(5) その他エコシステムを構成する関係者の分析.....	174
3. 非上場株式セカンダリ市場に関する法規制.....	176
(1) 発行体に対する規制.....	176
(2) 市場仲介者に対する規制.....	176
(3) エコシステムを構成する関係者に対する規制.....	177
(4) 投資家保護上の施策.....	177
(5) 税法上の措置.....	178
4. 非上場株式セカンダリ市場構造.....	179
(1) 取引市場の分析.....	179
(2) 取引手法・価格決定メカニズムの分析.....	179

(3) 受渡決済における譲渡制限と先買権.....	183
(4) 市場参加者（買い手・売り手）の分析.....	184
(5) 市場仲介者・仲介実務（決済・移転）の分析.....	187
(6) その他エコシステムを構成する関係者の分析.....	190
第4章 非上場株式市場に対する仲介者の取り組み事例	191
1. 大手証券会社の取り組み事例（米国モルガン・スタンレー、米国 JP モルガン） ...	191
2. 中堅証券会社の取り組み事例（米国 Rainmaker）	195
3. マーケットプレイス事業者の取り組み事例（米国 Forge Global）	197

第1章 海外における非上場株式取引とIPOの市場拡大

1. 日本におけるスタートアップファイナンスの現状

スタートアップは経済成長のドライバーであり、幅広い雇用の創出や社会課題解決の担い手でもあるが、日本は開業率やユニコーン数等の観点から米国や欧州に劣後している状況にあり、これまでもスタートアップ振興の意義や必要性が議論されてきた。近年では2021年に当時の岸田政権下で『スタートアップ育成5か年計画』¹が発表され、スタートアップへの投資額を計画最終年度である2027年度に10兆円規模とする目標が定められた。同計画では3本柱として、①スタートアップ創出に向けた人材・ネットワークの構築、②スタートアップのための資金供給の強化と出口戦略の多様化及び③オープンイノベーションの推進が挙げられ、スタートアップに対する資金供給は重要課題として位置付けられ、官民を問わず取り組みが進められているところである。

かかる状況下、スタートアップへ供給される資金は増加している。スタートアップのデータベースを運営するスピーダの調査²によれば、日本国内のスタートアップの資金調達総額は2024年では7,793億円であり、『スタートアップ育成5か年計画』の策定時である2022年の9,889億円からは減少傾向となっているものの、2019年の6,233億円からは伸長している。後述のように金利上昇等を受けて世界的にスタートアップ資金調達額が減少しつつある中で、日本のスタートアップ資金調達は堅調に推移していると評価されている。このような動向の背景には、経済産業省等によるエンジェル税制の改正や産業革新機構（JIC）によるスタートアップ出資の加速等、行政がリスクマネーの供給を促進する政策を実施してきたことに加え、純資産総額の15%を上限に公募投資信託へ非上場株式を組み込めるよう投資信託協会が制度改正したほか、株式投資型クラウドファンディングやJ-Ships等、民間側でも多様な資金調達手段の活用が促進されるように制度整備を行ってき

¹ 出所：内閣府「スタートアップ育成5か年計画」

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/shiryoku1.pdf

² 出所：スピーダ「スタートアップ調達トレンド2024」

<https://initial.inc/articles/japan-startup-finance-2024>

³ 出所：経済産業省「第3回産業サイバーセキュリティ研究会ワーキンググループ3産業界のセキュリティ対策強化とセキュリティ産業の振興の好循環（仮題）に向けての検討会」資料7

https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/sangyo_cyber/wg_cybersecurity/enhanced_security/pdf/003_07_00.pdf

たことが寄与していると考えられる。結果として、個人投資家を含む幅広い層から資金が集まりやすくなり、スタートアップの成長ステージに応じて資金を確保しやすい環境が一定程度整いつつある。

資金の量だけでなく、質的な面でも変化が見られる。企業価値の算出手法やデューデリジェンス手法の高度化が進み、スタートアップの成長ポテンシャルを評価する投資家が増加しているほか、金融庁が管轄する金融商品取引法の規制緩和や日本証券業協会の自主規制見直し等を通じて、証券会社がスタートアップ向けに引受・アドバイザリを提供しやすい仕組みが整備されてきた。特に、TOKYO PRO Market の活用促進や上場準備支援サービスの拡充等を通じて、スタートアップにおける引受業務に強みを持つ証券会社が、エクイティ調達と経営支援を一体的に提供するケースが増えている。こうした動きは、シード期のみならず、ミドルからレイター期までを通してスタートアップの継続的な資金調達を支える下地となっていると考えられる。

このように、量的・質的いずれの面においてもスタートアップへの資金供給が拡大傾向にあることは、イノベーション創出や新産業育成の観点から歓迎されるべき出来事である。上記の施策や業界の動きが相まって、かつては欧米との格差が指摘されていた日本のスタートアップ投資環境も、徐々にではあるが改善しつつあると思われる。

2. 日本におけるスタートアップファイナンスの課題

しかし、日本のスタートアップファイナンスにおいては、米国や英国・EU と比較した際にその規模がまだ小さい点が最大の問題である。スタートアップ投資額の多くを占める VC 投資額は 2023 年時点では米国で GDP 比約 0.6%、欧州（EU 諸国）では同約 0.08% なのに対し、日本では同約 0.05% に留まっている⁴。

中でも日本の非上場株式取引市場は、足元 2,360 億円⁵に上る VC 投資を中心に構成されているが、後述のように米国や英国・EU では更に大きな市場が存在している。また、株式投資型クラウドファンディングやエンジェル投資といった VC 以外の投資家等からの資

⁴ 出所：（一財）ベンチャーエンタープライズセンター「2024 年上期の VC 投資動向」

<https://www.vec.or.jp/data/202412/bin676b59600e1d6.pdf>

https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2024/data/rev24j04.pdf

⁵ 出所：（一財）ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」

https://www.vec.or.jp/quarter_trends/2025030616

金調達に関しても日本における市場規模はそれぞれ 24 億円⁶（2024 年）、120 億円⁷（2023 年度）と小さなものに留まっている。加えて、米国や英国・EU において一定の取引が見られるセカンダリ取引を担う市場形成も日本では近年取り組みが本格化したところである。

スタートアップは一般的には IPO や M&A によってさらなる成長を支える経営基盤を整備することを目指す（いわゆる Exit、以下同じ）。日本におけるスタートアップの多くは Exit において IPO を選択し、その規模は諸外国に比べるといわゆる小型 IPO が多いとされる。IPO 比重が高いために IPO 市場だけを見ると米国や英国・EU と大きな差は存在しないものの、非上場時に供給されるリスクマネーの総量や流通市場の活用によって提供される流動性には米国や英国・EU との間に大きな乖離があると考えられる。

日本のスタートアップファイナンス関連市場の規模が大きいことは大きな課題だが、これは資金供給の「量」と「質」の両面において存在する各種課題が複合的に絡み合っているためと考えられる。今後求められる取り組みの方向性を検討する上では、以下のような課題が指摘されている。

(1) 資金供給主体の偏り

1 つ目の課題は、スタートアップに対する投資主体が国内 VC や一部の事業会社（CVC を含む）に偏っており、市場規模に照らしても明らかなように個人投資家やエンジェル投資家等多様な投資家層が十分に参画できていない点である。

例えば、英国ではエンジェル投資に適用される税制優遇措置である Enterprise Investment Scheme（以下、EIS）や Seed Enterprise Investment Scheme（以下、SEIS）が 10 年以上前から導入されている⁸他、エンジェル投資とアーリーステージ投資のための業界団体である UKBAA（UK Business Angels Association）等を通じてエンジェル投資家等の会員

⁶ 出所：日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報」

https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucrowdfunding/index.html?_ga=2.116519567

⁷ 出所：中小企業庁「エンジェル税制の実績(投資額・企業数)」

<https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/chiiki/angel/record/record.pdf>

⁸ 詳細は第 3 章第 1 節（5）にて後述

間の繋がりやeラーニングやワークショップ開催による投資家教育が行われており、エンジェル投資が盛り上がる素地が整備されている。

一方、日本では家計金融資産のうち現金・預金の構成比が高く、株式をはじめとするリスク資産への投資が限定的であり、個人投資家がそもそも少ないといえる。そのような中、近年株式投資型クラウドファンディング制度の創設やエンジェル税制が大幅拡充される等、徐々に取り組みは強化されつつあるものの、個人投資家等がスタートアップ投資に参加する素地が欧米に比べると十分ではないため、ハイリスク・ハイリターンなスタートアップ投資に踏み出しづらい構造が続いている。

(2) 資金調達手法の未整備

2つ目の課題として、日本ではエクイティ（株式）による資金調達に偏りがちであり、デット（債務）やコンバーティブルノート、コンバーティブルボンド等海外で広く導入されている手法が十分に活用されていない点が挙げられる。

例えば、米国ではシリコンバレー・バンクをはじめとするスタートアップ向けの銀行サービスが発展し、SAFE（Simple Agreement for Future Equity）を標準契約として利用する文化が定着しており、デット性資金の利用が定番手法の一つとなりつつある。欧州でもEUや各国政府系の金融機関が連携して低利融資や保証制度を提供する事例が増え、エクイティとデットを組み合わせたハイブリッド調達によって柔軟に事業拡大を目指す企業が多いのが特徴である。

米国におけるSAFEとは、従来のコンバーティブルノートに代わる存在として、米国のVCであるY Combinatorにより2013年に開発された資金調達手法である。将来の株式発行を約束する投資契約であり、投資家は、投資時点で資金提供したのち、次回の資金調達ラウンドにおいて当該ラウンドにおける企業評価額を基に株式の発行を受けることができる。SAFEは投資契約のテンプレートがウェブサイト上で公開されており、交渉の余地が限定的なフォーマットとなっていることから、多くのスタートアップにより活用されている⁹。

⁹詳細は第2章第2節（2）において後述

日本においては、デット性資金の調達金利負担や担保要件が障壁となり、スタートアップにとっては選択肢として活用しにくい場合が多くデット性資金の供給は全体の1割程度¹⁰に留まっているが、米国SAFEと類似するスキームとして「有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ」が整備される¹¹等、徐々に環境整備が進んでおり、今後の活用拡大余地はまだ存在すると考えられる。

(3) 非上場株式を取引する場・制度の不足

非上場株式の取引のうちセカンダリ市場に関しては、日本においても株主コミュニティ制度の創設や、非上場PTS規則の制定等、仕組みの整備が進んでおり、非上場株式のセカンダリ市場を投資対象としたセカンダリファンドが登場しつつある。他方、それらの取引規模は依然小さいと思われる¹²。

米国及び欧州では非上場株式をオンラインで売買できる市場・プラットフォームやセカンダリファンドが多数存在しており、VCや創業家、従業員等、多様な投資家がセカンダリ取引によって保有している株式を売却できる仕組みが担保されている。

日本では、こうしたセカンダリ取引の場が十分に整備されていないため、プライマリ投資家のExitが限定的となっており、結果的にプライマリでの資金供給のハードルを上げる要因となる等、スタートアップエコシステム全体の成長を阻害する一要因になっていると考えられる。

(4) 成長ステージに応じた資金供給不足

スタートアップの成長ステージに応じて、多様な投資主体から資金が供給できていないことも課題である。シードからアーリー期にかけては前述のようにクラウドファンディング

¹⁰ 出所：日銀レビュー「わが国のスタートアップを取り巻く状況と地域における取り組み」

https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2024/data/rev24j04.pdf

¹¹ 経済産業省は、適切な利用に向けた交渉ポイント等を解説した「コンバーティブル投資手段」活用ガイドラインを策定し、公表している

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/open_innovation/convertible_guideline/guideline_vF.pdf

¹² 出所：経済産業省「スタートアップによるレイト期・IPOファイナンス等の見直しに係る調査報告書」

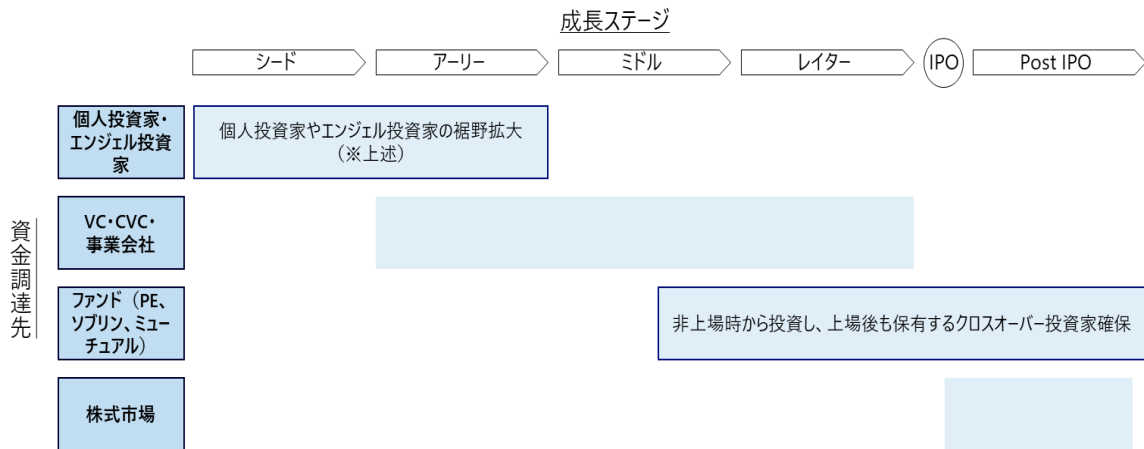
https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2021FY/000045.pdf

グによる調達等、個人投資家やエンジェル投資家を呼び込むことが必要である。一方、ミドル・レイター期に大規模な資金を安定的に供給できる投資家が限られていることが大きな課題である。例えば、VCとPEの中間的な立場で、大きなリスクを取って成長企業へ多額の資金を投じるクロスオーバー投資家の層が薄く、レイター期のスタートアップに対する資金供給にギャップが生じている。

米国では大型VCやクロスオーバー投資家が継続的に後続ラウンドにも投資することで、ユニコーン企業が生まれやすい環境を形成している。欧州でもEUや官民連携のファンドによって、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いつつあり、国をまたいだ大型投資が活発化している。

日本では特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）の創設等、ギャップを埋める取り組みは徐々に見られるものの、一定の成長が見込めるスタートアップが本格的に事業拡大を図る局面で資金不足に陥るリスクが大きいと考えられる。これらの課題を図示すると、以下のとおりである。

成長ステージ毎の資金調達における課題



(5) IPO に依存した Exit

スタートアップの Exit は一般的に IPO と M&A に大別されるが、日本においては IPO の比重が大きいこと、また IPO 時の時価総額が小さいいわゆる小型 IPO が多く、市場全体の流動性が低くアナリストカバレッジも限定的なため、上場後に大規模な追加調達が難しくなること等が課題となっている。一方、M&A による Exit を選択することで起業家等の人

材の循環や、エンジェル投資・VCによる投資が拡大するといった資金循環等の効果があることも指摘¹³されており、IPO 依存の構造を脱却することの意義は大きい。

米国や欧州では Exit における IPO 比率が低く、M&A が優勢であるとされている。2020 年の Exit 件数に占める M&A の割合は、米国で 90%、欧州で 67%であり、日本では 24%に留まっている¹⁴。日本との違いが生じる背景として、米国や欧州ではセカンダリ市場が発達しているため起業家が Exit の機会を IPO に依存せずに済む構造にあること、大企業がスタートアップの M&A による事業ポートフォリオの入れ替えに積極的であること等が推察される。

こうした日本の現状及び課題を踏まえ、以降では米国および欧州における非上場株式取引と IPO の動向を整理する。

3. 米国における非上場株式取引及び IPO の現状

(1) 非上場株式取引の動向

米国における非上場株式の市場規模は、スタートアップから成熟企業に至るまで多様な資金需要を背景として大きく拡大してきた。スタートアップに着目すると、VC による投資額は 2023 年時点で 1,700 億ドル¹⁵であり、過去最高の投資額を記録した 2021 年や 2022 年と比較すると低調ではあったが、それでも 10 年前の 2013 年時点では 499 億ドルに過ぎなかったことに鑑みると、大きな成長を遂げたと言えるだろう。

米国では、小規模公募においては Regulation A、私募においては Regulation D と称する証券取引委員会（以下、SEC）への登録内容の簡素化または免除を前提とした小規模公募や私募を可能とするプライベートストックオフリング（PSO）の仕組みが整備されており、上場前であっても活発な資金調達を可能としている。これら PSO では、一部を除き一般の個人投資家も投資が可能であり、投資家にとって資金供給の障壁が低い。その結果、VC に限らずエンジェル投資家や機関投資家等、多様な投資家層が非上場株式市場に参入

¹³ 出所：経済産業省第 4 回「産業構造審議会新機軸部会」事務局資料
https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/pdf/004_03_00.pdf

¹⁴ 同上

¹⁵ 出所：NVCA Yearbook 2024

<https://nvca.org/wp-content/uploads/2024/05/2024-NVCA-Yearbook.pdf>

している。例えば、エンジェル投資の市場規模は 186 億ドル（2023 年）¹⁶と日本と比べると非常に大きい。

また、クラウドファンディングに関しても個々の投資家の投資上限額や発行体の募集上限の引き上げ等の規制緩和が実施され、利用が拡大している。Regulation CF（クラウドファンディング）によって調達された資金総額¹⁷は 2024 年に 3.4 億ドル、Regulation A では 2.4 億ドルであり、全体市場に占める割合こそ小さいもののその額は増加傾向にあるとされている。また、プレシード期やシード期では VC からの調達額の 1~2%を占めるという推計¹⁸もあることから、特に創業から間もないスタートアップの資金調達においてはこれらの手法は一定の存在感を有すると思われる。

さらに、スタートアップの未上場段階での高額調達が常態化した結果、後述するように IPO 市場が低調であることも影響し、株式の流動性確保や追加投資の手段としてセカンダリ取引が注目されている。セカンダリ取引には VC 等のファンドが保有するスタートアップの株式を売却するいわゆる GP 主導型とスタートアップの創業者や従業員、投資家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。セカンダリ市場にはスタートアップ以外の非上場企業の株式や他のアセットクラスの取引も含まれるため、純粋なスタートアップの株式に関する市場規模は定かでないものの、GP 主導型のセカンダリ取引においてスタートアップ株式に対する投資と見られる取引額は 2024 年にはおよそ 5~6 億ドルと推定¹⁹されている。

また、ダイレクト型については、第 2 章で詳述するように、Forge Global や EquityZen といった非上場株式プラットフォームが存在する他、ブローカー/ディーラー（以下、B/D）等の仲介者が存在している。例えば、非上場株式プラットフォームである Forge

¹⁶ 出所：University of New Hampshire Center for Venture Research “Angel Market Analysis Report”
<https://paulcollege.unh.edu/sites/default/files/media/2024-07/2023-full-year-analysis-report-final.pdf>

¹⁷ 出所：KINGSCROWD “2024 Investment Crowdfunding: Trends, Stats, and Platform Rankings”
<https://kingscrowd.com/2024-investment-crowdfunding-trends-stats-and-platform-rankings/>

¹⁸ 出所：CCA “Regulated Investment Crowdfunding Trends Report 2024”
<https://crowdfundcapitaladvisors.com/wp-content/uploads/edd/2024/02/Investment-Crowdfunding-Trends-2024-1-1.pdf>

¹⁹ 出所：LAZARD “2024 Secondary Market Report”
<https://www.lazard.com/research-insights/lazard-2024-secondary-market-report/>

Global では 2024 年に 13.3 億ドルの取引を仲介²⁰しており、これらの仲介者経由でのセカンダリ取引市場も一定の規模があると推察される。

(2) IPO・新規上場の動向

米国の IPO 市場は世界でも屈指の大きさを誇り、ニューヨーク証券取引所や NASDAQ を中心として多くの企業が上場による資金調達を行ってきた。2021 年には株式市場の好調や投資熱の高まりを背景に VC が支援する IPO 件数は 193 件であり、合計取引金額は 5,336 億ドル²¹であった。しかし、2022 年以降、金利上昇による景気後退の懸念等によって IPO 件数・金額共に減少傾向にあり、2023 年の VC が支援する IPO 件数は 40 件、合計取引金額も 251 億ドルと大幅に IPO 市場は縮小した。SPAC（特別買収目的会社）を利用して上場する動きも盛んになったが、こちらも 2022 年以降は規制強化や投資家心理の変化を受けてペースが鈍化している。

また、IPO が減少傾向にある一方で、M&A がスタートアップの主流な Exit 手段として存在感を増している。この背景には、株式市場の変動リスクを回避したい投資家や創業者が、成熟企業への売却をより安定的な選択肢と捉えていることが挙げられ、これにより米国のスタートアップエコシステムにおいて、上場と M&A という二つの Exit 手段が相互補完的に選択される構造が一段と明確になっている。

4. 英国・EU における非上場株式取引及び IPO の現状

(1) 非上場株式取引の動向

欧州では国ごとに資本市場の成熟度は異なるが、英国に加え、EU 域内では統合的なスタートアップエコシステムの構築が進められている。欧州（英国・EU）における VC 投資額は 2024 年時点で 129 億ユーロ²²であり、過去最高額を記録した 2021 年からはダウントレンドにあるものの、日本と比較すれば引き続き取引市場は大きい。そのうち英国及びアイルランドで

²⁰ 出所：Forge Global “Supplemental Investor Information 4Q24”

https://s29.q4cdn.com/699473945/files/doc_financials/2024/q4/Forge-Global-4Q24-Supplemental-Investor-Information_030525_FINAL.pdf

²¹ 出所：NVCA “NVCA Yearbook 2024”

https://nvca.org/sdm_downloads/nvca-2024-yearbook/

²² 出所：Invest Europe “Private Equity Activity 2023”

https://www.investeurope.eu/media/i4zpjz1m/20240507_invest-europe_pe-activity-data-2023-report.pdf

は 38 億ユーロが、フランス及びベネルクス諸国では 30 億ユーロが、DACH（ドイツ、オーストリア及びスイス）では 31 億ユーロがそれぞれ投資されており、続いて南欧やノルディック諸国がそれぞれ 13 億ユーロと続く等、西欧及び中欧が全体の投資額の 6 割近くを占める構造である。

英国では、エンジェル投資家や VC、PE ファンドによる私募が主要な調達手段として確立されてきたほか、エンジェル投資やクラウドファンディングが比較的早くから活発化し、個人投資家の参入が促されている点が特徴的である。英国においてエンジェル投資を促進するため 1994 年から導入された EIS の利用額は導入以後堅調な増加傾向にあり、2021-22 年には 20 億ポンドを超える資金が EIS を通じて調達されている。また、よりアリーステージの企業を対象とする SEIS でも足元で 2 億ポンドを超える資金調達がなされており、エンジェル投資市場が活発化していることがうかがえる。

欧州全体でもエンジェル投資やクラウドファンディングが活発化しており、欧州のエンジェル投資家ネットワークである eban によれば欧州におけるアリーステージの資金調達マーケットのうち 50%に当たる 12.5 億ユーロがエンジェル投資によって、10%に当たる 2.4 億ユーロがクラウドファンディングによって構成されている²³とする。なお、EU では 2020 年にクラウドファンディング規則が施行され、許認可や投資家保護といった観点で域内共通のルール整備が進む²⁴ことで、域内取引の円滑化が徐々に進んでいるものと推察される。

さらに、こうしたプライマリ市場の拡大にあわせて、セカンダリ取引も徐々に注目を集めるようになった。特にスタートアップ投資が盛んである英国やドイツ、フランス等では、スタートアップの創業者や従業員、初期投資家が保有する株式を上場前に売却し、現金化を可能とするような流動性確保ニーズが高まっている。これらの取引を仲介するプラットフォームとしては、英国では Seedrs のセカンダリマーケットやドイツの FunderNation 等が挙げられる。欧州のセカンダリ市場全体の正確な規模は把握が難しいが、非上場企業のマーケットデータを提供する企業である Caplight 社によれば、2023 年の欧州における VC 市場規模はプライマリが 71%を占めるのに対してセカンダリが 29%にまで上っていると推計²⁵しており、欧州（英国・

²³ 出所：EBAN “Annual Statistics Compendium for 2023”
<https://www.eban.org/eban-annual-statistics-compendium-for-2023/>

²⁴ 出所：国会図書館立法情報「【EU】クラウドファンディング規則の制定」
https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11613488_po_02860109.pdf?contentNo=1

²⁵ 出所：sifted “What’s going on with secondaries”
<https://sifted.eu/articles/secondaries-venture-capital>

EU) のプライマリ市場規模に鑑みると数十億ユーロ程度の市場規模にまで成長している可能性がある。

(2) IPO・新規上場の動向

英国・EU では、ロンドン証券取引所 (LSE)、ユーロネクスト (Euronext)、ドイツ取引所 (Deutsche Börse) といった主要な取引所が点在しており、多様な産業分野の企業が上場を検討しやすい環境にある。英国内ではブレグジットによる金融規制環境の変化が市場心理に一定の影響を及ぼしたものの、ロンドンは依然として欧州有数の金融拠点であり、フィンテック企業等ハイテク分野のスタートアップが上場先として選択するケースは存在すると考えられる。

英国・EU の IPO 市場は足元では活況を呈しており、2024 年の IPO 件数は 125 件、スペインの Puig Brands SA やスイスの Galderma Group AG 等、大型上場もあったため合計取引金額は 191 億ドルであった²⁶。前年と比べると、経済面での安定（インフレーションの抑制や資源価格の低下等）による復調と見られている。一方、英国では 2024 年の IPO 件数は 10 件、合計取引金額も 9 億ドルに留まっており、2023 年の 13 件・6 億ドル、2022 年の 23 件・12 億ドルに引き続き、件数・金額共に依然として IPO 市場は低調と見られる。

欧州において IPO が VC のスタートアップ投資における Exit に占める割合は件数ベースでは 3.1% (2024 年)、金額ベースでは 43.5% (2024 年) であるが、大型上場があったため金額ベースの比率は例年より大幅に大きい²⁷。そのため、件数・金額共に Exit の多くが M&A で行われており、IPO に偏重していない点は特徴的である。

5. 日・米・欧の比較

前節までの内容を踏まえ、改めて下表にて日本、米国及び欧州（英国・EU）のスタートアップファイナンスに関連する市場規模を比較・整理した。

²⁶ 出所：Ernst & Young “EY Global IPO Trends 2024”

https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/insights/ipo/documents/ey-gl-ipo-trends-v1-12-2024.pdf?mkt_tok=NTlwLVJYUC0wMDMAAAGYL00SFABYXUIp6-uuU_xow25yZ9WecdcIs-5kiuwqFDrlq7mTqtCljBp168s53RWhungxGEvirtCcdjdGXA_gjKzowxhNI5wrbuHFQS_ORiY0QII-dPM

²⁷ 出所：PitchBook “European Venture Report 2024”

https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/2024_Annual_European_Venture_Report.pdf

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・セカンダリを問わず日本の市場規模が小さいと言えるだろう。前述の通り、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、本調査において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する。

国・地域毎の市場規模比較

国・地域	日本	米国	欧州（英国・EU）
非上場株式市場（プライマリ）			
GDP 比での市場規模	約 0.1%	約 0.8%	約 0.5%
・ VC 投資	2,360 億円 (2024 年)	24.8 兆円 (2023 年)	1.8 兆円 (2024 年)
参考) VC に投資する最終投資家の内訳 ²⁸	事業法人：31.7% 銀行・信用金庫・信用組合：16.9% 保険会社：15.2% 政府・地方公共団体：12.5% 無限責任組合員及び業務執行組合員：7.8% その他：15.9% (2022 年)	財団：20.2% 私的年金基金：13.0% 公的年金基金：12.4% 寄付基金：9.4% 事業法人：9.1% 保険会社：7.7% その他：28.2% (2020 年)	政府機関：37% 事業法人：13% 個人：10% その他：40% (2023 年) ²⁹

²⁸ 出所：金融庁ベンチャーキャピタルに関する有識者会議（第 1 回）資料 2-1 「事務局説明資料」
https://www.fsa.go.jp/singi/vc/siryoku/20240430/02_1.pdf

²⁹ 出所：Invest Europe 「Fundraising data analysis」
<https://www.investeurope.eu/research/activity-data/fundraising/>

・クラウドファンディング	24 億円 (2024 年) ※株式投資型クラウドファンディングによる発行価額	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 年度) ※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）			
	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 市場			
	9,725 億円 ³⁰ (2024 年) ※募集・売上の合算値	3.6 兆円 (2023 年)	2.6 兆円 (2024 年) ※英国とその他欧州諸国の合算値
IPO による Exit の割合 ³¹			
	76%	10%	33%

6. 本調査のアプローチ

本調査では、米国、欧州の非上場株式のプライマリ市場及びセカンダリ市場に関する、法規制および市場構造について調査・分析している。本調査では、既に他機関が関連調査を実施していることを踏まえ、デスクトップ調査に加え、現地実務家へのヒアリング調査により、公表情報に現れない実態に関する情報の取得・分析を行った。米国や欧州（英国・EU）にて B/D、ベンチャーキャピタルや発行体（スタートアップ）等で非上場株式と取引等に関わった経歴のある実務家をヒアリング対象者とした。具体的なヒアリング実施者の属性は以下の通りである。

³⁰ 出所：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>

³¹ 出所：経済産業省第4回「産業構造審議会新機軸部会」事務局資料
https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/pdf/004_03_00.pdf

当調査におけるヒアリング対象者

国・地域	仲介者 (B/D・マーケットプレイス)	投資家 (VC)	発行体 (スタートアップ)
米国	3 ³²	1	1
欧州 (英国・EU)	1	8	1

また、具体的なヒアリング項目は以下のとおりである。

なお、各種分析は、ヒアリングで取得した、一般に公開されていない情報を多く含んでいる。ヒアリングに当たり、重要事項については複数人に照会する等出来るだけ確度の高い情報となるよう企図しているものの、ヒアリング調査のアプローチ上、回答者の知識や経験に基づき情報に偏りが生じてしまう可能性を排除しきれていない点には留意されたい。本調査では実務者から見た実態の把握を主な目的としており、野村総合研究所として本資料に記載した数値等のデータの正確性・完全性を保証するものではない。

³² 米国の B/D 及びマーケットプレイス関係者 2 名については、業界経験や知見が特に豊富であったことから、それぞれ 2 回ヒアリングを実施した

実務家ヒアリング調査項目（プライマリ市場）

大項目	中項目	小項目
取引手法・価格決定メカニズム	(1) 取引市場の分析	-
	(2) 取引手法・価格決定メカニズムの分析	(2-1) 資金調達手法の分析 (2-2) 取引手法の分析 (2-3) 価格決定メカニズムの分析
市場参加者	(3) 市場参加者（買い手・売り手）の分析	(3-1) 投資家の分析 (3-2) 発行体の分析
市場仲介者	(4) 市場仲介者・仲介実務（決済・移転）の分析	-
その他エコシステムを構成する関係者	(5) その他エコシステムを構成する関係者の分析	-

実務家ヒアリング調査項目（セカンダリ市場）

大項目	中項目	小項目
取引手法・価格決定メカニズム	(1) 取引市場の分析	-
	(2) 受渡決済の実務に係る重要概念	(2-1) 譲渡制限（Transfer Restriction） (2-2) 先買権（ROFR：Right of First Refusal） (2-3) セカンダリに対して譲渡制限・先買権が与える影響
	(3) 取引手法・価格決定メカニズムの分析	(3-1) 前提となる取引対象 (3-2) 取引手法の分析 (3-3) 取引手法別の取引金額の分析
市場参加者	(4) 市場参加者（買い手・売り手）の分析	(4-1) 買い手の分析 (4-2) 売り手の分析 (4-3) 投資家保護に向けた取り組み
市場仲介者	(5) 市場仲介者・仲介実務（決済・移転）の分析	(5-1) 取引フロー (5-2) 仲介者による取引実務

第2章 米国

1. 非上場株式プライマリ市場に関する法規制

(1) 発行体に対する規制

(1-1) 概要

米国では、1933年証券法（以下「証券法」という）第5条において、企業が株式や社債等の証券を用いて投資家から資金調達を行う際に、原則として投資判断に必要な情報が記載された登録届出書（registration statement）をSECに提出することを求めている。これは、情報の非対称性を無くし、詐欺や不正を防止、市場の信頼性を高めるための規定である。その為、原則的には発行体が登録届出書を提出、その効力が発生した後に資金調達が可能となる。

一方で一定の条件下の公募及び私募での資金調達を行う際に、SECへの登録を免除するエグゼンプト・オフアリング（exempt offering）規則が整備されている。これは、登録届出書の提出に係る負担等を軽減し、スタートアップ等が非上場のまま資金調達することを容易にするものである。

証券法4条は登録が免除される取引内容について規定している。同条(a)(2)では公募（public offering）を行わない場合は、証券法5条に基づいた登録届出書提出義務がないとされるものの、この公募が何を指すかの証券法上の定義は存在しない。判例によれば、「投資者が自力で必要な情報を得て、投資判断を行う能力があると示される場合には、その取引は『公募に該当しない』と見なされる³³⁾とされる他、同条文に係るセーフハーバー³⁴⁾として、Rule 504、Rule 506(b)、Rule 506(c)等のRegulation Dと呼ばれる規則が存在する。また、同条(a)(6)ではクラウドファンディングに係る登録免除が規定されている。これは、2002年JOBS法（Jumpstart Our Business Startups Act）にて新設されたものである。

³³⁾ 出所：U.S. Supreme Court “SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953)”
<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/346/119/>

³⁴⁾ セーフハーバーとは、特定の基準や要件を満たしている限り、法令違反とはならないとされる範囲を指す

証券法 3 条は、登録義務の例外として認められる証券の種類を規定している。同条 3(b)では SEC が登録を免除できる証券を追加できる権限を定めており、同権限に基づいた免除について、少額の公募時に実務的に活用される Regulation A や従業員等への報酬用の株式発行に係る Rule 701 が規定される。また、証券法 3 条(a)(11)は証券が州内のみで取引される場合に、登録を免除することを規定しており、Rule 147A としてセーフハーバーが規定されている。

米国においては、証券の販売・取引等に関して SEC への登録届出書を求める連邦法である証券法に加えて、当該販売・取引等を行う州への証券発行時の登録義務等を規定する各州単位の証券関連法（以下「ブルースカイ法」という）が存在する。ただし、1996 年全国証券市場改革法（以下「証券改革法」という）において、連邦で登録免除されている有価証券のうち、州においても登録義務を課すことができない有価証券を「保護証券（covered securities）」を規定しており、後述の Regulation A の Tier 2 や Regulation D の 506(b)及び 506(c)に基づいて発行された株式は保護証券として取り扱われるために、ブルースカイ法（州法）の適用除外として、州への登録が免除される。

米国における主要な登録免除制度の一覧

免除規定	投資家の制限	年間調達金額の制限	一般勧誘(広告)の可否	州法の適用除外	
証券法 4 条(a) 私募(Private Placement)により資金調達を行う場合の登録免除に関する一般的な規定	公募によらない取引(判例による)	制限なし	同条文に基づいて定められる 個別規則による	同条文に基づいて定められる 個別規則による	
Regulation D 証券法 4 条(a)(2)のセーフハーバーとして、投資家や調達額等が特定の条件を満たす場合に登録を免除する規定	Rule 504	制限なし	1000 万ドル	原則禁止(州法による)	適用対象
	Rule 506(b)	非認定投資家は 35 人までに制限(発行者は購入者の資格を「合理的な信念」に基づいて確認する必要)	制限なし	禁止	適用除外
	Rule 506(c)	認定投資家のみに限る(発行者は購入者の資格を「合理的な手法」に基づいて確認する必要)	制限なし	可能	適用除外
Regulation A 証券法 3 条(b)の SEC の登録免除証券の追加権限規定に基づいて、SEC が規定する少額公募(Public Offering)における登録免除規定	Tier 1	制限なし	2000 万ドル	可能	適用対象
	Tier 2	2000 万ドル	7500 万ドル	可能	適用除外
Regulation CF 証券法 4 条(a)(6)に基づき、オンラインプラットフォームを通じて、発行者が一般投資家から資金を調達することを可能とする規定	非認定投資家の投資上限あり	500 万ドル	掲載プラットフォーム上でmp一定の内容において可能	適用除外	
証券法 3 条(a)(11) 州内でのみ発行・取引される証券に関する免除規定	州内居住者	制限なし (州法個別規定あり)	州内居住者に限り可能	適用対象	
ルール 147A 証券法 3 条(a)(11)に基づき、州内でのみ取引される場合の登録免除に関するセーフハーバー規定	州内居住者	制限なし (州法個別規定あり)	州内居住者に限り可能	適用対象	
Rule 701 証券法 3 条(b)の SEC の登録免除証券の追加権限規定に基づいて、SEC が規定する自社関係者に対する発行時の登録免除規定	自社の従業員や役員、取締役、コンサルタント等	以下の内、最大のもの ・100 万ドル ・発行会社の総資産の 15% ・発行を計画する株式クラスの Rule 701 に基づいた発行済株式総数の 15%	不可	適用対象	

また、ヒアリング等に基づいた、各免除規定類型に応じた発行体のコスト負担の水準と調達金額は以下の通りである。

米国における主要な登録免除募集制度と発行体のコスト負担と調達金額³⁵

類型		コスト負担			調達金額 全体 (2024年)
		リーガルコスト	その他コスト	合計	
Regulation A	Tier 1	25-100K ドル	証券登録費 マーケティング費	高	0.9B ドル
	Tier 2	50-200K ドル	証券登録費 マーケティング費 財務諸表の監査費	高	
Regulation D	Rule 504	10-50K ドル	証券登録費	低	0.3B ドル
	Rule 506(b)	15-75K ドル	証券登録費	低	2,008B ドル
	Rule 506(c)	20-100K ドル	証券登録費 マーケティング費 投資家の認定確認費	中	140B ドル

³⁵ 出所：コスト負担部分は、実務家ヒアリング
 調達金額全体は、SEC Statistics & Data Visualizations
<https://www.sec.gov/data-research/statistics-data-visualizations>

(1-2) 登録免除等の詳細

A. Regulation D

制度の概要

Regulation D は、SEC の登録要件を免除する規定の 1 つである。新興企業が従来の IPO（新規株式公開）の厳しい要件や高額な費用を避けて資金調達を行うための柔軟で効率的な方法を提供することを目的としており、企業はプライバシーや機密性を保持したまま資金調達が可能である。年間調達上限額や調達元となる投資家等の要件により、Rule 504、Rule 506(b)、Rule 506(c)それぞれの規定に基づいた調達が可能である。

Rule 504 では、投資家の制限は無いが、調達金額が 2 ヶ月間で上限 1,000 万ドルに制限され、一般勧誘は禁止される。

Rule 506(b)による場合、金額に制限は無いが、投資家は原則として認定投資家および 35 名以下の洗練された投資家（投資判断能力のある投資家）に限定され、一般勧誘は禁止される。

Rule 506(c)では、金額に制限もなく、宣伝・インターネット等による一般勧誘が解禁されているが、投資家は認定投資家のみであり、その資格確認手続きが発行体に求められる。

証券取引法の Regulation D の主な規定内容³⁶

項目	Rule 504	Rule 506(b)	Rule 506(c)
年間調達上限額	12ヶ月間中 最大 1000 万ドル	上限なし	上限なし
投資家の資格 ³⁷	限定なし	最大 35 人の洗練された投資家と認定投資家	認定投資家のみ
一般勧誘（広告）の可否	原則禁止 （州法による）	禁止	許可
投資家への情報提供義務	州法による	洗練された投資家から調達する場合は、Form1-A 相当の情報と非財務情報（事業内容、リスク情報、業績の分析等）と財務諸表の提供が必要 ※調達金額が 2,000 万ドルを超える監査必要）	免除
SEC への提出書類	Form D	Form D	Form D
州証券法の適用	適用	免除 ³⁸	免除 ³⁹
認定投資家の確認責任	不要	自己申告で可	発行体が合理的確認を行う義務あり

³⁶ 出所：SEC “Rule 504 of Regulation D”

<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/rule-504-regulation-d>

³⁷ 出所：The Electronic Code of Federal Regulations (eCFR) “17 CFR Part 230 --egulation D—Rules Governing the Limited Offer and Sale of Securities Without Registration Under the Securities Act of 1933”
<https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR6e651a4c86c0174>

³⁸ 出所：SEC “Compliance and Disclosure Interpretations - Securities Act Rules”

<https://www.sec.gov/rules-regulations/staff-guidance/compliance-disclosure-interpretations/securities-act-rules>

³⁹ 出所：SEC “Compliance and Disclosure Interpretations - Securities Act Rules”

<https://www.sec.gov/rules-regulations/staff-guidance/compliance-disclosure-interpretations/securities-act-rules>

投資家の要件・認定

Rule 506(b)及び Rule 506(c)の対象となる「認定投資家 (accredited investors)」については、証券法 2 条(a)に基づいて連邦規則 Rule 501(a)にて詳細が規定され、必要な情報の取得及び投資判断能力を測る基準を規定している。

Rule 501(a)による主な認定投資家の分類⁴⁰

分類	主な要件
個人	以下のいずれかを満たす者： ① 年間所得：過去 2 年間の収入が単独で\$200,000（配偶者合算で\$300,000）以上で、当年も同様の収入を見込む ② 純資産：1,000,000 ドル以上（自宅評価額を除く）
共同投資単位 (スプラウス)	配偶者または「共に居住するパートナー」との合算で、上記の所得 or 純資産要件を満たす場合
資格保有者	特定資格を有する者： ・ Series 7（証券代表者） ・ Series 65（投資顧問） ・ Series 82（非上場株式販売）
信託 (Trust)	次のいずれか： ① 資産が 5,000,000 ドル超で、知識ある者が意思決定 ② SEC 登録顧問が管理する IRAs や 401(k)等
法人 (LLC, C-Corp, LLP 等)	① 資産が 5,000,000 ドル超 ② 全ての株主または構成員が認定投資家
金融機関	銀行、保険会社、登録証券会社、登録投資顧問、SEC 登録ファンド等
ERISA プラン	年金基金、退職プラン等で、資産 5,000,000 ドル以上または熟練管財人の管理下にある場合
ファミリーオフィス / ファミリーメンバー	総資産 5,000,000 ドル超のファミリーオフィス (Family Office) およびその対象のファミリーメンバー

⁴⁰ 出所：The Electronic Code of Federal Regulations (eCFR) "17 CFR Part 230 -- General Rules and Regulations, Securities Act of 1933"
<https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230#230.501>

発行体による認定投資家の資格確認手続きは Rule 506(b)と Rule 506(c)とで異なるが、Rule 506(b)の場合には、SECはこの資格確認に関する具体的なガイドラインやセーフハーバーを発行しておらず、発行体が投資家の資格を「合理的な信念 (reasonable belief)」に基づいて確認することが求められる。この「合理的な信念 (reasonable belief)」に基づく確認について、一般的には、申込契約書の確認欄における投資家の自己申告、またはアンケートへの投資家の回答に基づき、投資家の資格確認が行われる⁴¹。

Rule 506(b)において、認定投資家以外に 35 名までの洗練された投資家 (Sophisticated Investor) から資金調達が可能である。洗練された投資家とは、投資の利益とリスクを評価できるものと発行会社が認めた投資家であり、洗練された投資家の資格確認について法的な要件は無い。発行会社が洗練された投資家からの資金調達を行う場合、洗練された投資家であることの合理的確認の義務を負うと共に Form1-A 相当の情報と非財務情報 (事業内容、リスク情報、業績の分析等) と財務諸表の提供義務が生じる。洗練された投資家の資格確認に用いられるアンケートのサンプルは以下の通りである。なお、一つのアンケートの中で、まず認定投資家に該当するかを確認し、認定投資家に該当しない場合に洗練された投資家に該当するかを確認する場合もある。

ただし、規則 506(b)に依拠する場合も、発行体が非認定投資家の参加を認めないこともあり、規則 506(b)に基づく募集の約 95%には非認定投資家がいなく、という実情もあるようである⁴²。

⁴¹ なお、「合理的な信念」の解釈に関し、発行体は投資家を対象としてアンケートを実施すれば資格確認義務を十分に果たしており、それ以外の方法で確認する必要は無いと判断した判例がある (Schweizer v. Keating, 150 F. Supp. 2d 830 (District of Maryland))

⁴² Mark T. Uyeda(SEC) “Remarks at the 51st Annual Securities Regulation Institute”
<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/uyeda-remarks-securities-regulation-institute-012224>

Rule 506(b)における認定投資家の資格確認に用いられるアンケートのサンプルは以下のようなものである。

認定投資家の資格確認に用いられるアンケートのサンプル⁴³

COMMONGROUNDS COOPERATIVE	
QUALIFIED INVESTOR QUESTIONNAIRE	
In connection with the offer and sale by Commongrounds Cooperative, a Michigan nonprofit corporation organized under the Consumer Cooperate Act, MCL 450.3100, <i>et seq.</i> (the "Company"), of non-voting investment certificates of the Company (collectively, the "C-1 Investment Certificates" and each, a "C-1 Investment Certificate"), the undersigned hereby represents and warrants to the Company and intends that the Company rely upon these representations and warranties as follows:	
The following definitions apply to the undersigned, for purposes of determining whether the undersigned is an "accredited investor":	
<input type="checkbox"/>	The undersigned is not an accredited investor.
<input type="checkbox"/>	An institutional investor as defined in Rule 501(a)(1).
<input type="checkbox"/>	An organization described in section 501(c)(3) of the Internal Revenue Code, corporation, business trust, or partnership, not formed for the specific purpose of acquiring the securities offered, with total assets in excess of \$5,000,000.
<input type="checkbox"/>	A natural person whose individual net worth, or joint net worth with that person's spouse, exceeds \$1,000,000.
<input type="checkbox"/>	A natural person who had an individual income in excess of \$200,000 in each of the two most recent years and has a reasonable expectation of reaching the same income level in the current year.
<input type="checkbox"/>	A natural person who had joint income with that person's spouse in excess of \$300,000 in each of those years and has a reasonable expectation of reaching the same income level in the current year.
<input type="checkbox"/>	A trust, with total assets in excess of \$5,000,000, not formed for the specific purpose of acquiring the securities offered.
<input type="checkbox"/>	An entity in which all of the equity owners are accredited investors.
Please complete the following:	
1.	My individual net worth, or joint net worth with my spouse, is not less than _____.
2.	My individual income, or joint income with my spouse is: Estimated This Year: _____
3.	Investing in private businesses is not for investors with short-term time horizons. Are you comfortable investing in securities that have limited liquidity? _____.
4.	Investing in private businesses involves significant risk. When investing on Localstake Marketplace, are you willing to take on significant risk to potentially earn a return on your investment? _____.
5.	I believe that I have the knowledge and experience in finance and business to evaluate the merits and risks of investing in the C-1 Investment Certificates to be issued by the Company. _____.
6.	Please describe the nature and extent of your business, financial and investment experience which you believe gives you the capacity to evaluate the merits and risks of investing in the C-1 Investment Certificates to be issued by the Company and the capacity to protect your interests. _____.
7.	Do you have a pre-existing personal or business relationship with the Company or any of its officers, managers or controlling persons? _____.
Investor Acknowledgements	
In association with my investment, I specifically acknowledge the following:	

⁴³ 出所：SEC "QUALIFIED INVESTOR QUESTIONNAIRE"

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1768621/000176862119000001/iq1.pdf>

- The investment account information I have provided is complete and accurate and may be relied upon by the Company and Localstake Marketplace LLC.
- I and my purchaser representative, if any, have performed due diligence and read the Offering Materials for this Offering and feel comfortable with the risks of this investment.
- I understand the risks of investing in a private business and recognize that I could lose all of my investment. I am in a financial condition to bear the loss of the investment.
- I have reviewed the educational materials provided by Localstake Marketplace pursuant to Section 227.302(b)) in connection with investing in securities offered and sold in reliance on Section 4(a)(6) of the Securities Act.
- The investment amount I am investing in this offering, together with any other investments I have made in any Regulation Crowdfunding offering during the 12-month period preceding the date of such transaction, will not cause me to exceed: (i) the greater of \$2,200 or 5 percent of the lesser of my annual income or net worth if either my annual income or net worth is less than \$107,000; or (ii) 10 percent of the lesser of my annual income or net worth, not to exceed an amount sold of \$107,000, if both my annual income and net worth are equal to or more than \$107,000.
- I understand and acknowledge that there are limitations on my ability to cancel my investment and obtain a return of my investment funds.
- I understand and acknowledge that it may be difficult for me to resell the C-1 Investment Certificates acquired by me in the Offering. The C-1 Investment Certificates I am acquiring may not be transferred by any purchaser of such C-1 Investment Certificates during the one year period beginning when the C-1 Investment Certificates were issued, unless such C-1 Investment Certificates are transferred pursuant to Rule 501(a) of Regulation Crowdfunding (Section 227.501(a)).
- Once the Company has approved my investment, I authorize my investment funds to be automatically transferred two business days thereafter from the bank account I have selected, or I will use the instructions provided on the Company Offering Profile to initiate a wire transfer within 5 business days, for the amount of my investment to the Escrow Account for the Offering at Kingdom Trust Company.

- SIGNATURE PAGE FOLLOWS -

IN WITNESS WHEREOF, the undersigned has executed this Qualified Investor Questionnaire as of the Effective Date below. By signing below, the undersigned agrees to notify the Company immediately of any change in the information provided in this Qualified Investor Questionnaire prior to the acceptance or rejection of the undersigned's subscription for the C-1 Investment Certificates.

Investor Legal Name: _____

Signature of Investor: _____

Title: _____

Date Signed: _____

洗練された投資家の資格確認に用いられるアンケートのサンプル⁴⁴

<p style="text-align: center;">Non-Accredited Investor</p> <p style="text-align: center;">Non-Accredited Investor Acknowledgement</p> <p>An investor with a net worth of less than \$1 million who has had an annual income of less than \$200,000 (\$300,000 with a spouse) in each of the past two years. Under Regulation D, no more than 35 non-accredited investors are allowed to participate in the private placement of a security, company, or hedge fund.</p> <p>Name of Subscriber: _____</p> <p>The offer and sale of membership, stock and shares interests (the "Interests") in business, are not being registered under the Securities Act of 1933, as amended (the "Act") or qualified under state securities laws, in reliance upon exemptions from such registration and qualification requirements for transactions not involving any public offering. Information supplied through a Non-Accredited Investor Questionnaire will be used to ensure compliance with the requirements of such exemptions.</p> <p>The undersigned Subscriber represents and warrants to the 'Limited Liability Corporation that:</p> <p>(a) The information contained herein is complete and accurate and may be relied upon by the Limited Liability Corporation; and</p> <p>(b) Subscriber will notify the Limited Liability Corporation immediately of any material change in any of such information occurring prior to the acceptance or rejection of the Subscriber's subscription for an Interest.</p>
--

⁴⁴ 出所：RMD Financial Corporation
<http://www.rmdfc.net/nonaccreditedinvestor.pdf>

Non-Accredited Investor

Non-Accredited Investor Statements

1. Name of Person Making Investment Decision: _____

Date of Birth: _____ U.S. Citizen: Yes ___ No ___

College: _____

Degree: _____ Year: _____

Graduate School: _____

Degree: _____ Year: _____

Social Security or Federal ID No(s): _____

2. Nature of Business: _____

Position and Duties: _____

Please set forth other prior occupations or duties during the past five years:

Year of Anticipated Retirement: _____

3. Please list investments made during the past five years: _____

_____ (to include Year, Nature of Investment,

Amount (\$))

4. (a) I consider myself to have such knowledge and experience in financial and business matters to enable me to evaluate the merits and risks of an investment in the Company.
Yes ___ No ___

(b) If the answer to 4(a) is "yes," please set forth below (or in an attachment) the basis for your answer (e.g., investment or business experience, profession, past review of other investment offerings, etc.) _____

(c) If the answer to 4(a) is "no," please list the name, business address and telephone number of the person who is your purchaser representative _____

Non-Accredited Investor

5. My income from all sources was, now is, or is expected to be:

Year	Gross Income	
[19 _ (Two Years Ago)]	\$ _____	(Actual)
[19 _ (One Year Ago)]	\$ _____	(Actual)
[19 _ (This Year)]	\$ _____	(Estimated)

6. (a) My personal net worth (including the net worth of my spouse, if any) is now estimated at: \$ _____

(b) My personal net worth (exclusive of homes, home furnishings and automobiles) is now estimated at: \$ _____

(c) My estimated liquid assets equal: \$ _____

(d) My estimated non-liquid assets equal: \$ _____

Dated: _____ 19 _____

Signature for Individual Subscriber

Signature

Print Name of Subscriber

Signature of joint Subscriber (if any)

Print Name of joint Subscriber (if any)

Signature For Partnership Trust, Corporation or Other Entity

Print Name of Subscriber

Signature

Print Name of Signing

Title

一方、Rule 506(c)による認定投資家の資格確認手続きは、発行体は「合理的な手段を講じて」全ての購入者が認定投資家であることを確認することが求められ、Rule 506(b)による場合と比較すると、より厳格な手続きが求められる。当該認定投資家の資格を確認するための「合理的な手段」について、SECはRule 506(c)の下で図表Cの通りセーフハーバーを示している。なお、発行体は「合理的な手段」であれば、以下に記載されていない手段を選択することも可能である。

Rule 506(c)による場合の「認定投資家」の資格確認におけるセーフハーバー⁴⁵

ケース	手続き
年間所得テスト	購入者の直近2会計年度の収入を報告するIRS（内国歳入庁）のフォームを審査し、購入者が今年度中に必要な収入レベルに達する見込みが十分にあることの表明を書面で受ける
純資産テスト	購入者の資産および負債を証明する書類を確認する
- 資産について	銀行口座明細書、証券口座明細書、その他の証券保有明細書、預金証書、課税評価額、評価報告書等を確認する
- 負債について	全国規模の消費者信用調査機関のうち少なくとも1社からの消費者レポートを確認する
第三者検証	以下の人物または事業体のいずれかから、購入者が認定投資家であることを確認するために、過去3ヶ月以内に妥当な措置を講じたこと、および当該購入者が認定投資家であると判断したことの書面による確認を取得する <ul style="list-style-type: none"> • 登録証券仲介会社 • SECに登録している投資顧問会社 • 法律上問題のない弁護士 • 法律上問題のない公認会計士
認定投資家としてRule 506(b)の証券を購入した場合	販売時に、当該人物が認定投資家としての資格を有している旨の証明書を取得する
発行体が以前に購入者が認定投資家であることを適切に確認しており、その確認日から5年以内の場合	それに反する情報を認識していない限り、販売時に、その人物が認定投資家としての資格を有することの表明を書面で受ける

⁴⁵ 出所：SEC Regulation D – Sections 230.506

SEC への提出書類

Regulation D を利用する企業は、最初の証券販売後 15 日以内に Form D を提出する必要があり、12 ヶ月以上募集を継続する場合または Form D に記載された情報に変更がある場合、毎年次修正しなければならない。Form D の主要項目は以下の通りである。

Regulation D に基づいた SEC 提出書類内容 (Form D) の主な項目⁴⁶

項目	概要
発行体の身元	法人の正式名称、旧名称、設立管轄地、法人の種類、設立年、設立時の状況
主な事業所および連絡先情報	事業所の住所、連絡先電話番号
関連人物	発行体の執行役員や取締役、同様の機能を果たす者等の氏名と住所
産業グループ	発行体の所属する産業グループ
発行体の規模	会計年度の収益範囲または入手可能な収益 ヘッジファンドまたは「その他の投資ファンド」の場合は、発行体の直近日の純資産総額 ※いずれも「開示」を拒否可能
証券法の登録除外申請	証券法の登録要件から免除するために主張する条項 (使用する Regulation D の規則：Rule 504、506(b)、506(c) 等)
出願の種類	出願が新規であるか既存内容の修正であるか
提供期間	発行体が 1 年以上継続することを意図しているかどうか
提供証券	募集有価証券の種類またはタイプ
企業結合取引の有無	募集が企業の合併、買収等に関連して行われるかどうかの情報
最低投資額	外部投資家から受け入れる最低投資金額
販売手数料	直接的または間接的に手数料またはその他同様の報酬を支払った、または支払う予定の各人についての名称と CRD 番号 ⁴⁷
オファーと販売額	募集総額および売出額
投資家情報	定義される認定投資家に該当しない人に、その募集の証券が販売されたか、または販売される可能性があるかどうか及び、すでに投資した人数
販売手数料	将来の販売手数料およびファインダース・フィー費用に関する情報
資金使途	発行体による特定された資金使途。

⁴⁶ 出所：SEC “Form D”

<https://www.sec.gov/about/forms/formd.pdf>

⁴⁷ Central Registration Depository の略。FINRA が管理する B/D のデータベースを指す

SEC 提出書類内容 (Form D)

FORM D Securities and Exchange Commission
 Notice of Exempt Offering of Securities
 Washington, DC 20549
 (See instructions beginning on page 7)

OMB APPROVAL
 OMB Number: 3235-0076
 Expires: July 31, 2027
 Estimated average burden hours per response: 5.00

Intentional misstatements or omissions of fact constitute federal criminal violations. See 18 U.S.C. 1001.

Item 1. Issuer's Identity

Name of Issuer: _____
 Previous Name(s) None
 Entity Type (Select one):
 Corporation
 Limited Partnership
 Limited Liability Company
 General Partnership
 Business Trust
 Other (Specify) _____

Jurisdiction of Incorporation/Organization: _____

Year of Incorporation/Organization (Select one):
 Over Five Years Ago
 Within Last Five Years (specify year) _____
 Yet to Be Formed

(If more than one issuer is filing this notice, check this box and identify additional issuers by attaching Items 1 and 2 Continuation Page(s).)

Item 2. Principal Place of Business and Contact Information

Street Address 1: _____ Street Address 2: _____

City: _____ State/Province/Country: _____ ZIP/Postal Code: _____ Phone No.: _____

Item 3. Related Persons

Last Name: _____ First Name: _____ Middle Name: _____

Street Address 1: _____ Street Address 2: _____

City: _____ State/Province/Country: _____ ZIP/Postal Code: _____

SEC1972 (5/17) Potential persons who are to respond to the collection of information contained in this Form are not required to respond unless the Form displays a currently valid OMB control number.

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
 Washington, DC 20549

Item 6. Federal Exemptions and Exclusions Claimed (Select all that apply)

Investment Company Act Section 3(c):
 Rule 504(b)(1) (not (i), (ii) or (iii)) Section 3(c)(1) Section 3(c)(9)
 Rule 504(b)(1)(A) Section 3(c)(2) Section 3(c)(10)
 Rule 504(b)(1)(B) Section 3(c)(3) Section 3(c)(11)
 Rule 504(b)(1)(D) Section 3(c)(4) Section 3(c)(12)
 Rule 506(b) Section 3(c)(5) Section 3(c)(13)
 Rule 506(c) Section 3(c)(6) Section 3(c)(14)
 Securities Act Section 4(a)(5) Section 3(c)(7)

Item 7. Type of Filing

New Notice Amendment

Date of First Sale in this Offering: _____ OR First Sale Yet to Occur

Item 8. Duration of Offering

Does the issuer intend this offering to last more than one year? Yes No

Item 9. Type(s) of Securities Offered (Select all that apply)

Equity Pooled Investment Fund Interests
 Debt Tenant-In-Common Securities
 Option, Warrant or Other Right to Acquire Another Security Mineral Property Securities
 Security to be Acquired Upon Exercise of Option, Warrant or Other Right to Acquire Security Other (describe): _____

Item 10. Business Combination Transaction

Is this offering being made in connection with a business combination transaction, such as a merger, acquisition or exchange offer? Yes No

Clarification of Response (if necessary): _____

Item 11. Minimum Investment

Minimum investment accepted from any outside investor \$ _____

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
 Washington, DC 20549

Relationship(s): Executive Officer Director Promoter

Clarification of Response (if necessary): _____

(Identify additional related persons by checking this box and attaching Item 3 Continuation Page(s).)

Item 4. Industry Group (Select one)

<input type="radio"/> Agriculture	<input type="radio"/> Business Services	<input type="radio"/> Construction
<input type="radio"/> Banking & Financial Services	<input type="radio"/> Energy	<input type="radio"/> REITs & Finance
<input type="checkbox"/> Commercial Banking	<input type="checkbox"/> Electric Utilities	<input type="checkbox"/> Residential
<input type="checkbox"/> Insurance	<input type="checkbox"/> Energy Conservation	<input type="checkbox"/> Other Real Estate
<input type="checkbox"/> Investing	<input type="checkbox"/> Coal Mining	<input type="checkbox"/> Retailing
<input type="checkbox"/> Investment Banking	<input type="checkbox"/> Environmental Services	<input type="checkbox"/> Restaurants
<input type="checkbox"/> Pooled Investment Fund	<input type="checkbox"/> Oil & Gas	<input type="checkbox"/> Technology
If selecting this industry group, also select one fund type below and answer the question below:		
<input type="checkbox"/> Venture Capital Fund	<input type="checkbox"/> Other Equity	<input type="checkbox"/> Computers
<input type="checkbox"/> Hedge Fund	<input type="checkbox"/> Health Care	<input type="checkbox"/> Telecommunications
<input type="checkbox"/> Private Equity Fund	<input type="checkbox"/> Biotechnology	<input type="checkbox"/> Other Technology
<input type="checkbox"/> Venture Capital Fund	<input type="checkbox"/> Hospitals & Physicians	<input type="checkbox"/> Travel
<input type="checkbox"/> Other Investment Fund	<input type="checkbox"/> Pharmaceuticals	<input type="checkbox"/> Airlines & Airports
Is the issuer registered as an investment company under the Investment Company Act of 1940?	<input type="checkbox"/> Other Health Care	<input type="checkbox"/> Lodging & Conventions
<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No	<input type="checkbox"/> Manufacturing	<input type="checkbox"/> Tourism & Travel Services
<input type="checkbox"/> Other Banking & Financial Services	<input type="checkbox"/> Real Estate	<input type="checkbox"/> Other Travel
	<input type="checkbox"/> Commercial	<input type="checkbox"/> Other

Item 5. Issuer Size (Select one)

Revenue Range (for issuer not specifying "edge" or "other investment" fund in Item 4 above)	OR	Aggregate Net Asset Value Range (for issuer specifying "edge" or "other investment" fund in Item 4 above)
<input type="radio"/> No Revenues		<input type="radio"/> No Aggregate Net Asset Value
<input type="radio"/> \$1 - \$1,000,000		<input type="radio"/> \$1 - \$5,000,000
<input type="radio"/> \$1,000,001 - \$5,000,000		<input type="radio"/> \$5,000,001 - \$25,000,000
<input type="radio"/> \$5,000,001 - \$25,000,000		<input type="radio"/> \$25,000,001 - \$50,000,000
<input type="radio"/> \$25,000,001 - \$100,000,000		<input type="radio"/> \$50,000,001 - \$100,000,000
<input type="radio"/> Over \$100,000,000		<input type="radio"/> Over \$100,000,000
<input type="radio"/> Decline to Disclose		<input type="radio"/> Decline to Disclose
<input type="radio"/> Not Applicable		<input type="radio"/> Not Applicable

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
 Washington, DC 20549

Item 12. Sales Compensation

Recipient: _____ Recipient CRD Number: _____ No CRD Number
 (Associated) Broker or Dealer None (Associated) Broker or Dealer CRD Number: _____ No CRD Number

Street Address 1: _____ Street Address 2: _____

City: _____ State/Province/Country: _____ ZIP/Postal Code: _____

States of Solicitation: All States Foreign/Non-US

AL AK AZ AR CA CO CT DE DC FL GA HI IL IN IA KS KY LA ME MD MA MI MN MS MO MT NE NV NH NJ NM NY NC ND OH OK OR PA RI SC SD TN TX UT VT VA WA WV WI WY PR

(Identify additional person(s) being paid compensation by checking this box and attaching Item 12 Continuation Page(s).)

Item 13. Offering and Sales Amounts

(a) Total Offering Amount \$ _____ OR Indefinite

(b) Total Amount Sold \$ _____

(c) Total Remaining to be Sold (Subtract (a) from (b)) \$ _____ OR Indefinite

Clarification of Response (if necessary): _____

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
Washington, DC 20549

Item 14. Investors

Select if securities in the offering have been or may be sold to persons who do not qualify as accredited investors, and enter the number of such non-accredited investors who already have invested in the offering:

Regardless of whether securities in the offering have been or may be sold to persons who do not qualify as accredited investors, enter the total number of investors who already have invested in the offering:

Item 15. Sales Commissions and Finders' Fees Expenses

Provide separately the amounts of sales commissions and finders' fees expenses, if any. If the amount of an expenditure is not known, provide an estimate and check the box next to the amount.

Sales Commissions \$ Estimate
Finders' Fees \$ Estimate

Clarification of Response (if necessary)

Item 16. Use of Proceeds

Provide the amount of the gross proceeds of the offering that has been or is proposed to be used for payments to any of the persons required to be named as executive officers, directors or promoters in response to Item 3 above. If the amount is unknown, provide an estimate and check the box next to the amount.

\$ Estimate

Clarification of Response (if necessary)

Signature and Submission

Please verify the information you have entered and review the Terms of Submission below before signing and submitting this notice.

Form D 5

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
Washington, DC 20549

Terms of Submission. In Submitting this notice, each issuer named above is:

Notifying the SEC and/or each State in which this notice is filed of the offering of securities described and undertaking to furnish them, upon written request, in accordance with applicable law, the information furnished to offeres.*

Irrevocably appointing each of the Secretary of the SEC and the Securities Administrator or other legally designated officer of the State in which the issuer maintains its principal place of business and any State in which this notice is filed, as its agent for service of process, and agreeing that these persons may accept service on its behalf, of any notice, process or pleading, and further agreeing that such service may be made by registered or certified mail, in any Federal or state action, administrative proceeding, or arbitration brought against the issuer in any place subject to the jurisdiction of the United States, if the action, proceeding or arbitration (a) arises out of any activity in connection with the offering of securities that is the subject of this notice, and (b) is founded, directly or indirectly, upon the provisions of: (i) the Securities Act of 1933, the Securities Exchange Act of 1934, the Trust Indenture Act of 1939, the Investment Company Act of 1940, or the Investment Advisers Act of 1940, or any rule or regulation under any of these statutes; or (ii) the laws of the State in which the issuer maintains its principal place of business or any State in which this notice is filed.

Certifying that, if the issuer is claiming a Regulation D exemption for the offering, the issuer is not disqualified from relying on Rule 504 or Rule 506 for one of the reasons stated in Rule 504(b)(3) or Rule 506(d).

Each issuer identified above has read this notice, knows the contents to be true, and has duly caused this notice to be signed on its behalf by the undersigned duly authorized person.

Issuer(s) Name of Signer
Signature Title
Number of continuation pages attached: Date

Persons who respond to the collection of information contained in this form are not required to respond unless the form displays a currently valid OMB number.

* This undertaking does not affect any limits Section 102(a) of the National Securities Markets Improvement Act of 1998 (NSMIA) (Pub. L. No. 105-296/110 Stat. 3416 (Oct. 11, 1996)) imposes on the ability of States to require information. As a result, if the securities that are the subject of this Form D are "covered securities" for purposes of NSMIA, whether in all instances or due to the nature of the offering that is the subject of this Form D, States cannot routinely require offering materials under this undertaking or otherwise and can require offering materials only to the extent NSMIA permits them to do so under NSMIA's preservation of their anti-fraud authority.

Form D 6

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
Washington, DC 20549

Instructions for Submitting a Form D Notice

General Instructions

Who must file: Each issuer of securities that sells its securities in reliance on an exemption provided in Regulation D or Section 4(a)(5) of the Securities Act of 1933 must file this notice containing the information requested with the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) and with the state(s) requiring it. If more than one issuer has sold its securities in the same transaction, all issuers should be identified in one filing with the SEC, but some states may require a separate filing for each issuer or security sold.

When to file:

- An issuer must file a new notice with the SEC for each new offering of securities no later than 15 calendar days after the "date of first sale" of securities in the offering as explained in the Instruction to Item 7. For this purpose, the date of first sale is the date on which the first investor is irrevocably contractually committed to invest, which, depending on the terms and conditions of the contract, could be the date on which the issuer receives the investor's subscription agreement or check. An issuer may file the notice at any time before that if it has determined to make the offering. An issuer must file a new notice with each state that requires it at the time set by the state. For state filing information, go to www.NASAA.org. A mandatory capital commitment call does not constitute a new offering, but is made under the original offering, so no new Form D filing is required.
- An issuer may file an amendment to a previously filed notice at any time.
- An issuer must file an amendment to a previously filed notice for an offering:
 - to correct a material mistake of fact or error in the previously filed notice, as soon as practicable after discovery of the mistake or error;
 - to reflect a change in the information provided in the previously filed notice, except as provided below, as soon as practicable after the change; and
 - annually, on or before the first anniversary of

the most recent previously filed notice, if the offering is continuing at that time.

When amendment is not required: An issuer is not required to file an amendment to a previously filed notice to reflect a change that occurs after the offering terminates or a change that occurs solely in the following information:

- the address or relationship to the issuer of a related person identified in response to Item 3;
- an issuer's revenues or aggregate net asset value;
- the minimum investment amount, if the change is an increase, or if the change, together with all other changes in that amount since the previously filed notice, does not result in a decrease of more than 10%;
- any address or state(s) of solicitation shown in response to Item 12;

Form D 7

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
Washington, DC 20549

- the total offering amount, if the change is a decrease, or if the change, together with all other changes in that amount since the previously filed notice, does not result in an increase of more than 10%;
- the amount of securities sold in the offering or the amount remaining to be sold;
- the number of non-accredited investors who have invested in the offering, as long as the change does not increase the number to more than 35;
- the total number of investors who have invested in the offering; and
- the amount of sales commissions, finders' fees or use of proceeds for payments to executive officers, directors or promoters, if the change is a decrease, or if the change, together with all other changes in that amount since the previously filed notice, does not result in an increase of more than 10%.

Saturdays, Sundays and holidays: If the date on which a notice or an amendment to a previously filed notice is required to be filed falls on a Saturday, Sunday or holiday, the due date is the first business day following.

Amendment content: An issuer that files an amendment to a previously filed notice must provide current information in response to all items of this Form D, regardless of why the amendment is filed.

How to file: Issuers must file this notice with the SEC in electronic format. For state filing information, go to www.NASAA.org.

Filing fee: There is no federal filing fee. For information on state filing fees, go to www.NASAA.org.

Definitions of terms: Terms used but not defined in this form that are defined in Rule 405 and Rule 501 under the Securities Act of 1933, 17 CFR 230.405 and 230.501, have the meanings given to them in those rules.

Form D 8

FORM D

Item-by-Item Instructions

Item 1. Issuer's Identity. Identify each legal entity issuing any securities being reported as being offered by entering its full name; any previous name used within the past five years; and its jurisdiction of incorporation or organization, type of legal entity, and year of incorporation or organization within the past five years or status as formed over five years ago or not yet formed. If more than one entity is issuing the securities, identify a primary issuer in the first fields shown on the first page of the form, checking the box provided, and identify additional issuers by attaching Items 1 and 2 continuation page(s).

Item 2. Principal Place of Business and Contact Information. Enter a full street address of the issuer's principal place of business. Post office box numbers and "in care of" addresses are not acceptable. Enter a contact telephone number for the issuer. If you identified more than one issuer in response to Item 1, enter the requested information for the primary issuer you identified in response to that item and, at your option, for any or all of the other issuers you identified on your Item 1 and 2 continuation page(s).

Item 3. Related Persons. Enter the full name and address of each person having the specified relationships with any issuer and identify each relationship.

- Each executive officer and director of the issuer and person performing similar functions (title alone is not determinative) for the issuer, such as the general and managing partners of partnerships and managing members of limited liability companies; and

- Each person who has functioned directly or indirectly as a promoter of the issuer within the past five years of the later of the first sale of securities or the date upon which the Form D filing was required to be made.

If necessary to prevent the information supplied from being misleading, also provide a clarification in the space provided.

Identify additional persons having the specified relationships by checking the box provided and attaching Item 3 continuation page(s).

Item 4. Industry Group. Select the issuer's industry group. If the issuer or issuers can be categorized in more than one industry group, select the industry group that most accurately reflects the use of the bulk of the proceeds of the offering. For purposes of this filing, use the ordinary dictionary and commonly understood meanings of the terms identifying the industry group.

Form D 9

FORM D

Item-by-Item Instructions (Continued)

Item 5. Issuer Size.

- Revenue Range** (for issuers that do not specify "Hedge Fund" or "Other Investment Fund" in response to Item 4): Enter the revenue range of the issuer or of all the issuers together for the most recently completed fiscal year available, or, if not in existence for a fiscal year, revenue range to date. Domestic SEC reporting companies should state revenues in accordance with Regulation S-X under the Securities Exchange Act of 1934. Domestic non-reporting companies should state revenues in accordance with U.S. Generally Accepted Accounting Principles (GAAP). Foreign issuers should calculate revenues in U.S. dollars and state them in accordance with U.S. GAAP, home country GAAP or International Financial Reporting Standards. If the issuer(s) declines to disclose its revenue range, enter "Decline to Disclose." If the issuer(s)'s business is intended to produce revenue but did not, enter "No Revenues." If the business is not intended to produce revenue (for example, the business seeks asset appreciation only), enter "Not Applicable."

- Aggregate Net Asset Value** (for issuers that specify "Hedge Fund" or "Other Investment Fund" in response to Item 4): Enter the aggregate net asset value range of the issuer or of all the issuers together as of the most recent practicable date. If the issuer(s) declines to disclose its aggregate net asset value range, enter "Decline to Disclose."

Item 6. Federal Exemption(s) and Exclusion(s) Claimed. Select the provision(s) being claimed to exempt the offering and resulting sales from the federal registration requirements under the Securities Act of 1933 and, if applicable, to exclude the issuer from the definition of "investment company" under the Investment Company Act of 1940. Select "Rule 504(b)(1) (not (i), (ii) or (iii))" only if the issuer is relying on the exemption in the introductory sentence of Rule 504 for offers and sales that satisfy all the terms and conditions of Rules 501 and 502(a), (c) and (d).

Item 7. Type of Filing. Indicate whether the issuer is filing a new notice or an amendment to a notice that was filed previously. If this is a new notice, enter the date of the first sale of securities in the offering or indicate that the first sale has "Yet to Occur." For this purpose, the date of first sale is the date on which the first investor is irrevocably contractually committed to invest, which, depending on the terms and conditions of the contract, could be the date on which the issuer receives the investor's subscription agreement or check.

Item 8. Duration of Offering. Indicate whether the issuer intends the offering to last for more than one year.

Form D 10

FORM D

Item-by-Item Instructions (Continued)

Item 9. Type(s) of Securities Offered. Select the appropriate type or types of securities offered as to which this notice is filed. If the securities are debt convertible into other securities, however, select "Debt" and any other appropriate types of securities except for "Equity." For purposes of this filing, use the ordinary dictionary and commonly understood meanings of these categories. For instance, equity securities would be securities that represent proportional ownership in an issuer, such as ordinary common and preferred stock of corporations and partnership and limited liability company interests; debt securities would be securities representing money loaned to an issuer that must be repaid to the investor at a later date; pooled investment fund interests would be securities that represent ownership interests in a pooled or collective investment vehicle; tenant-in-common securities would be securities that include an undivided fractional interest in real property other than a mineral property; and mineral property securities would be securities that include an undivided interest in an oil, gas or other mineral property.

Item 10. Business Combination Transaction. Indicate whether or not the offering is being made in connection with a business combination, such as an exchange (tender) offer or a merger, acquisition, or other transaction of the type described in paragraph (a)(1), (2) or (3) of Rule 145 under the Securities Act of 1933. Do not include an exchange (tender) offer for a class of the issuer's own securities. If necessary to prevent the information supplied from being misleading, also provide a clarification in the space provided.

Item 11. Minimum Investment. Enter the minimum dollar amount of investment that will be accepted from any outside investor. If the offering provides a minimum investment amount for outside investors that can be waived, provide the lowest amount below which a waiver will not be granted. If there is no minimum investment amount, enter "0." Investors will be considered outside investors if they are not employees, officers, directors, general partners, trustees (where the issuer is a business trust), consultants, advisors or vendors of the issuer, its parents, its majority owned subsidiaries, or majority owned subsidiaries of the issuer's parent.

Item 12. Sales Compensation. Enter the requested information for each person that has been or will be paid directly or indirectly any commission or other similar compensation in cash or other consideration in connection with sales of securities in the offering, including finders. Enter the CRD number for every person identified and any broker or dealer listed that has a CRD number. CRD numbers can be found at <http://brokercheck.fina.org>. A person that does not have a CRD number need not obtain one in order to be listed, and must be listed when required regardless of whether the person has a CRD number. In addition, check the State(s) in which the named person has solicited or intends to solicit investors. If more than five persons to be listed are associated persons of the same broker or dealer, enter only the name of the broker or dealer, its CRD number and street address, and the State(s) in which the named person has solicited or intends to solicit investors.

Form D 11

FORM D

Item-by-Item Instructions (Continued)

Item 13. Offering and Sales Amounts. Enter the dollar amount of securities being offered under a claim of federal exemption identified in Item 6 above. Also enter the dollar amount of securities sold in the offering as of the filing date. Select the "Indefinite" box if the amount being offered is undetermined or cannot be calculated at the present time, such as if the offering includes securities to be acquired upon the exercise or exchange of other securities or property and the exercise price or exchange value is not currently known or knowable. If an amount is definite but difficult to calculate without unreasonable effort or expense, provide a good faith estimate. The total offering and sold amounts should include all cash and other consideration to be received for the securities, including cash to be paid in the future under mandatory capital commitments. In offerings for consideration other than cash, the amounts entered should be based on the issuer's good faith valuation of the consideration. If necessary to prevent the information supplied from being misleading, also provide a clarification in the space provided.

Item 14. Investors. Indicate whether securities in the offering have been or may be sold to persons who do not qualify as accredited investors as defined in Rule 501(a), 17 CFR 230.501(a), and provide the number of such investors who have already invested in the offering. In addition, regardless of whether securities in the offering have been or may be sold to persons who do not qualify as accredited investors, specify the total number of investors who already have invested.

Item 15. Sales Commission and Finders' Fees Expenses. The information on sales commissions and finders' fees expenses may be given as subject to future contingencies.

Item 16. Use of Proceeds. No additional instructions.

Signature and Submission. An individual who is a duly authorized representative of each issuer identified must sign, date and submit this notice for the issuer. The capacity in which the individual is signing should be set forth in the "Title" field underneath the individual's name.

The name of the issuer(s) on whose behalf the notice is being submitted should be set forth in the "Issuer" field beside the individual's name; if the individual is signing on behalf of all issuers submitting the notice, the word "All" may be set forth in the "Issuer" field. Attach signature continuation page(s) to have different individuals sign on behalf of different issuer(s). Enter the number of continuation pages attached and included in the filing. If no continuation pages are attached, enter "0".

Form D 12

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
Washington, DC 20549

Items 1 and 2 Continuation Page

Item 1 and 2. Issuer's Identity and Contact Information (Continued)

Name of Issuer: _____
 Previous Name(s) None _____
 Jurisdiction of Incorporation/Organization: _____
 Year of Incorporation/Organization (Select one):
 Over Five Years Ago Within Last Five Years (specify year) _____ Yet to Be Formed

At your option, supply separate contact information for this issuer:
 Street Address 1: _____ Street Address 2: _____
 City: _____ State/Province/Country: _____ ZIP/Postal Code: _____ Phone No.: _____

Name of Issuer: _____
 Previous Name(s) None _____
 Jurisdiction of Incorporation/Organization: _____
 Year of Incorporation/Organization (Select one):
 Over Five Years Ago Within Last Five Years (specify year) _____ Yet to Be Formed

At your option, supply separate contact information for this issuer:
 Street Address 1: _____ Street Address 2: _____
 City: _____ State/Province/Country: _____ ZIP/Postal Code: _____ Phone No.: _____

Form D 13

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
Washington, DC 20549

Name of Issuer: _____
 Previous Name(s) None _____
 Jurisdiction of Incorporation/Organization: _____
 Year of Incorporation/Organization (Select one):
 Over Five Years Ago Within Last Five Years (specify year) _____ Yet to Be Formed

At your option, supply separate contact information for this issuer:
 Street Address 1: _____ Street Address 2: _____
 City: _____ State/Province/Country: _____ ZIP/Postal Code: _____ Phone No.: _____

Entity Type (Select one):
 Corporation
 Limited Partnership
 Limited Liability Company
 General Partnership
 Business Trust
 Other (Specify) _____

Form D 14

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
Washington, DC 20549

Item 3 Continuation Page

Item 3. Related Persons (Continued)

Last Name: _____ First Name: _____ Middle Name: _____
 Street Address 1: _____ Street Address 2: _____
 City: _____ State/Province/Country: _____ ZIP/Postal Code: _____
 Relationship(s): Executive Officer Director Promoter
 Clarification of Response (if necessary): _____

Last Name: _____ First Name: _____ Middle Name: _____
 Street Address 1: _____ Street Address 2: _____
 City: _____ State/Province/Country: _____ ZIP/Postal Code: _____
 Relationship(s): Executive Officer Director Promoter
 Clarification of Response (if necessary): _____

Last Name: _____ First Name: _____ Middle Name: _____
 Street Address 1: _____ Street Address 2: _____
 City: _____ State/Province/Country: _____ ZIP/Postal Code: _____
 Relationship(s): Executive Officer Director Promoter
 Clarification of Response (if necessary): _____

Form D 15

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
Washington, DC 20549

Last Name: _____ First Name: _____ Middle Name: _____
 Street Address 1: _____ Street Address 2: _____
 City: _____ State/Province/Country: _____ ZIP/Postal Code: _____
 Relationship(s): Executive Officer Director Promoter
 Clarification of Response (if necessary): _____

Form D 16

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
Washington, DC 20549

Item 12 Continuation Page

Item 12. Sales Compensation (Continued)

Recipient Recipient CRD Number No CRD Number

 (Associated) Broker or Dealer None (Associated) Broker or Dealer CRD Number No CRD Number

Street Address 1 Street Address 2

City State/Province/Country ZIP/Postal Code

States of Solicitation All States Foreign/Non-US
 AL AK AZ AR CA CO CT DE DC FL GA HI ID
 IL IN IA KS KY LA ME MD MA MI MN MS MO
 MT NE NV NH NJ NM NY NC ND OH OK OR PA
 RI SC SD TN TX UT VT VA WA WV WI WY PR

Recipient Recipient CRD Number No CRD Number

 (Associated) Broker or Dealer None (Associated) Broker or Dealer CRD Number No CRD Number

Street Address 1 Street Address 2

City State/Province/Country ZIP/Postal Code

States of Solicitation All States Foreign/Non-US
 AL AK AZ AR CA CO CT DE DC FL GA HI ID
 IL IN IA KS KY LA ME MD MA MI MN MS MO
 MT NE NV NH NJ NM NY NC ND OH OK OR PA
 RI SC SD TN TX UT VT VA WA WV WI WY PR

Form D 17

FORM D U.S. Securities and Exchange Commission
Washington, DC 20549

Signature Continuation Page

Signature and Submission

The undersigned is the duly authorized representative of the issuer(s), identified in the field beside the individual's name below.

Issuer(s) Name of signer

 Signature Title

 Date

Issuer(s) Name of signer

 Signature Title

 Date

Issuer(s) Name of signer

 Signature Title

 Date

Issuer(s) Name of signer

 Signature Title

 Date

Form D 18

B. Regulation A

制度の概要

登録免除の1つの形態に、証券法3条(b)に基づく少額公募時の登録免除制度として Regulation A が存在し、1936年に最初の登録免除の要件が規定された後、その要件は段階的に変更されてきた。

現在、Regulation A 上は、年間調達額に応じて異なる要件 (Tier 1、Tier2) を設定しており、Tier 1 は年間調達上限額が最大 2,000 万ドル、Tier 2 は最大 7,500 万ドルとなる。Tier 1 には調達上限の制限があるが投資家の資格制限はなく、財務諸表の監査が不要であることもあり、より小規模・地域密着型企業の資金調達が想定され、州証券法にも対応しなければならない。一方、Tier 2 は金額の規模的にも全国規模の投資家からの調達が想定され、投資家の資格制限や継続的な情報開示が求められるが。州証券法に対応する必要はなく、将来的な IPO も視野に入れたテック企業等の活用が多い。なお、どちらの場合も、公募の一類型として SEC には目論見書の提出が必要である。

Regulation A の主な規定内容⁴⁸

項目	Tier 1	Tier 2
年間調達上限額	最大 2,000 万ドル (年間)	最大 7,500 万ドル (年間)
投資家の資格制限	制限なし (誰でも投資可能)	非認定投資家は投資上限 (年間 10 万ドル) あり (年収 or 純資産の 10%)
SEC への登録要否	目論見書 (Form1-A) の登録が必要	目論見書 (Form1-A) の登録が必要
州証券法への対応要否	各州での登録・承認が必要	免除 ⁴⁹

⁴⁸ 出所：SEC “Regulation A: Guidance for Issuers”

<https://www.sec.gov/resources-small-businesses/regulation-guidance-issuers>

“Final Rule: Amendments to Regulation A”

<https://www.sec.gov/files/rules/final/2015/33-9741.pdf>

⁴⁹ 出所：SEC “Amendments for Small and Additional Issues Exemptions under the Securities Act (Regulation A)”

<https://www.sec.gov/files/rules/final/2015/33-9741.pdf>

財務諸表の提出要否	2年分の GAAP 準拠の財務諸表が必要（監査不要） ※州法による義務がある場合あり	2年分の GAAP 準拠の財務諸表が必要（監査が必要）
定期的な開示義務（継続報告）	不要 ※州法による義務がある場合あり	年次報告書（Form 1-K） 半期報告書（Form 1-SA）
一般勧誘（広告）の可否	可能	可能

投資家の要件・認定

Regulation A の Tier 2 に関しては、非認定投資家は年収または純資産の 10%に投資上限が制限される。認定投資家の基準は前述の Rule 501(a)のものが適用されることが CFR 230.251(2)(i)(c)にて規定されている。

なお、ヒアリングによれば非認定投資家の比率は、Tier1 で 10～50%、Tier2 で 10%未満ではないかとの意見が聞かれた。

SEC への提出書類

Regulation A により SEC への登録が求められる目論見書の主要内容は以下の通りである。SEC が提出内容を資格確認（qualification）するまでは、証券の販売を行うことは認められない。

Regulation A に基づいた公募時の主な目論見書記載内容⁵⁰

項目	概要
Part I – Notification	基本情報（発行体名、住所、連絡先、株式の種類、募集金額、Rule 選択：Tier 1 または Tier 2）
Part II – Offering Circular（本文）	
- Cover Page	会社名、ロゴ、株式の価格、最大調達額、販売方法（直販・仲介）、SEC 免責文言等
- Summary Information	事業概要、株式のハイライト、投資リスクの要点の要約

⁵⁰ 出所：SEC “FORM 1-A”

<https://www.sec.gov/files/form1a.pdf>

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

- Risk Factors	投資に関する主要リスク（市場・事業・財務・法規制等）
- Dilution	発行後の既存株主の持分希薄化に関する情報
- Plan of Distribution	株式の販売方法（ブローカー使用の有無、仲介報酬、一般勧誘の有無等）
- Use of Proceeds	調達資金の用途（研究開発、人員増強、設備投資、マーケティング等）
- Description of Business	事業内容、歴史、主要製品・サービス、市場環境、競合分析
- Description of Property	所有・賃貸している主要施設の詳細情報
- Management's Discussion and Analysis (MD&A)	経営陣による財務分析、業績、将来の見通し
- Directors and Executive Officers	経営陣の経歴、役職、報酬、持株数
- Security Ownership	主要株主および役員の株式保有状況
- Related Party Transactions	関連当事者取引（親族間取引、役員との契約等）
- Securities Being Offered	発行する証券の種類、権利内容（議決権、優先権、配当等）
Part III – Exhibits	添付書類（監査済み財務諸表、組織定款、契約書、取引所上場申請書等）

SEC 提出書類内容 (Form 1-A)

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION Washington, D.C. 20549		OMB APPROVAL OMB Number: 3235-0286 Expires: November 30, 2017 Estimated average burden hours per response: 717.37
FORM 1-A REGULATION A OFFERING STATEMENT UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933		
GENERAL INSTRUCTIONS		

I. Eligibility Requirements for Use of Form 1-A.

This Form is to be used for securities offerings made pursuant to Regulation A (17 CFR 230.251 et seq.). Careful attention should be directed to the terms, conditions and requirements of Regulation A, especially Rule 251, because the exemption is not available to all issuers or for every type of securities transaction. Further, the aggregate offering price and aggregate sales of securities in any 12-month period is strictly limited to \$20 million for Tier 1 offerings and \$75 million for Tier 2 offerings, including no more than \$6 million offered by all selling securityholders that are affiliates of the issuer for Tier 1 offerings and \$22.5 million by all selling securityholders that are affiliates of the issuer for Tier 2 offerings. Please refer to Rule 251 of Regulation A for more details.

II. Preparation, Submission and Filing of the Offering Statement.

An offering statement must be prepared by all persons seeking exemption under the provisions of Regulation A, Parts I, II and III must be addressed by all issuers. Part II, which relates to the content of the required offering circular, provides alternative formats, of which the issuer must choose one. General information regarding the preparation, format, content, and submission or filing of the offering statement is contained in Rule 252. Information regarding non-public submission of the offering statement is contained in Rule 252(d). Requirements relating to the offering circular are contained in Rules 253 and 254. The offering statement must be submitted or filed with the Securities and Exchange Commission in electronic format by means of the Commission's Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System (EDGAR) in accordance with the EDGAR rules set forth in Regulation S-T (17 CFR part 232) for such submission or filing.

III. Incorporation by Reference and Cross-Referencing.

An issuer may incorporate by reference to other documents previously submitted or filed on EDGAR. Cross-referencing within the offering statement is also encouraged to avoid repetition of information. For example, you may respond to an item of this Form by providing a cross-reference to the location of the information in the financial statements, instead of repeating such information. Incorporation by reference and cross-referencing are subject to the following additional conditions:

SEC 486 (9-21) Potential persons who are to respond to the collection of information contained in this Form are not required to respond unless the Form displays a currently valid OMB control number.

- (a) The use of incorporation by reference and cross-referencing in Part II of this Form:
 - (1) Is limited to the following items:
 - (A) Items 2-14 of Part II and Part F/S if following the Offering Circular format;
 - (B) Items 3-11 of Form S-1 if following the Part I of Form S-1 format; or
 - (C) Items 3-28, and 30 of Form S-11 if following the Part I of Form S-11 format;
 - (2) May only incorporate by reference previously submitted or filed financial statements if the issuer meets the following requirements:
 - (A) The issuer has filed with the Commission all reports and other materials required to be filed, if any, pursuant to Rule 257 (§ 230.257) or by Sections 13(a), 14 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 during the preceding 12 months (or for such shorter period that the issuer was required to file such reports and other materials);
 - (B) The issuer makes the financial statement information that is incorporated by reference pursuant to this item readily available and accessible on a website maintained by or for the issuer; and
 - (C) The issuer must state that it will provide to each holder of securities, including any beneficial owner, a copy of the financial statement information that have been incorporated by reference in the offering statement upon written or oral request, at no cost to the requester, and provide the issuer's website address, including the uniform resource locator (URL) where the incorporated financial statements may be accessed.
- (b) Descriptions of where the information incorporated by reference or cross-referenced can be found must be specific and must clearly identify the relevant document and portion thereof where such information can be found. For exhibits incorporated by reference, this description must be noted in the exhibits index for each relevant exhibit. All descriptions of where information incorporated by reference can be found must be accompanied by a hyperlink to the incorporated document on EDGAR, which hyperlink need not remain active after the filing of the offering statement. Inactive hyperlinks must be updated in any amendment to the offering statement otherwise required.
- (c) Reference may not be made to any document if the portion of such document containing the pertinent information includes an incorporation by reference to another document. Incorporation by reference to documents not available on EDGAR is not permitted. Incorporating information into the financial statements from elsewhere is not permitted. Information shall not be incorporated by reference or cross-referenced in any case where such incorporation would render the statement or report incomplete, unclear, or confusing.
- (d) If any substantive modification has occurred in the text of any document incorporated by reference since such document was filed, the issuer must file with the reference a statement containing the text and date of such modification.

IV. Supplemental Information.

The information specified below must be furnished to the Commission as supplemental information, if applicable. Supplemental information shall not be required to be filed with or deemed part of the offering statement, unless otherwise required. The information shall be returned to the issuer upon request made in writing at the time of submission, provided that the return of such information is consistent with the protection of investors and the provisions of the Freedom of Information Act [5 U.S.C. 552] and the information was not filed in electronic format.

- (a) A statement as to whether or not the amount of compensation to be allowed or paid to the underwriter has been cleared with the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA).
- (b) Any engineering, management, market, or similar report referenced in the offering circular or provided for external use by the issuer or by a principal underwriter in connection with the proposed offering. There must also be furnished at the same time a statement as to the actual or proposed use and distribution of such report or memorandum. Such statement must identify each class of persons who have received or will receive the report or memorandum, and state the number of copies distributed to each such class along with a statement as to the actual or proposed use and distribution of such report or memorandum.
- (c) Such other information as requested by the staff in support of statements, representations and other assertions contained in the offering statement or any correspondence to the staff.

Correspondence appropriately responding to any staff comments made on the offering statement must also be furnished electronically. When applicable, such correspondence must clearly indicate where changes responsive to the staff's comments may be found in the offering statement.

PART I—NOTIFICATION

The following information must be provided in the XML-based portion of Form 1-A available through the EDGAR portal and must be completed or updated before uploading each offering statement or amendment thereto. The format of Part I shows how many differ from the electronic version available on EDGAR. The electronic version of Part I will allow issuers to attach Part II and Part III for filing by means of EDGAR. All items must be addressed, unless otherwise indicated.

No changes to the information required by Part I have occurred since the last filing of this offering statement.

ITEM 1. Issuer Information
 Exact name of issuer as specified in the issuer's charter: _____

Jurisdiction of incorporation/organization: _____

Year of incorporation: _____

CIK: _____

Primary Standard Industrial Classification Code: _____

I.R.S. Employer Identification Number: _____

Total number of full-time employees: _____

Total number of part-time employees: _____

Contact Information

Address of Principal Executive Officer: _____

Telephone: () _____

Provide the following information for the person the Securities and Exchange Commission's staff should call in connection with any pre-qualification review of the offering statement:

Name: _____

Address: _____

Telephone: () _____

Provide up to two e-mail addresses to which the Securities and Exchange Commission's staff may send any comment letters relating to the offering statement. After qualification of the offering statement, such e-mail addresses are not required to remain active: _____

Financial Statements

Industry Group (select one): Banking Insurance Other

Use the financial statements for the most recent fiscal period contained in this offering statement to provide the following information about the issuer. The following table does not include all of the line items from the financial statements. Long Term Debt would include notes payable, bonds, mortgages, and similar obligations. To determine "Total Revenues" for all companies selecting "Other" for their industry group, refer to Article 5-03(b)(1) of Regulation S-X. For

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

companies selecting "Insurance," refer to Article 7-04 of Regulation S-X for calculation of "Total Revenues" and paragraphs 5 and 7(a) for "Costs and Expenses Applicable to Revenues".

[If "Other" is selected, display the following options in the Financial Statements table:]

Balance Sheet Information

Cash and Cash Equivalents: _____
 Investment Securities: _____
 Accounts and Notes Receivable: _____
 Property, Plant and Equipment (PP&E): _____
 Total Assets: _____
 Accounts Payable and Accrued Liabilities: _____
 Long Term Debt: _____
 Total Liabilities: _____
 Total Stockholders' Equity: _____
 Total Liabilities and Equity: _____

Statement of Comprehensive Income Information

Total Revenues: _____
 Costs and Expenses Applicable to Revenues: _____
 Depreciation and Amortization: _____
 Net Income: _____
 Earnings Per Share - Basic: _____
 Earnings Per Share - Diluted: _____

[If "Banking" is selected, display the following options in the Financial Statements table:]

Balance Sheet Information

Cash and Cash Equivalents: _____
 Investment Securities: _____
 Loans: _____
 Property and Equipment: _____
 Total Assets: _____

5 of 36

Accounts Payable and Accrued Liabilities: _____
 Deposits: _____
 Long Term Debt: _____
 Total Liabilities: _____
 Total Stockholders' Equity: _____
 Total Liabilities and Equity: _____

Statement of Comprehensive Income Information

Total Interest Income: _____
 Total Interest Expense: _____
 Depreciation and Amortization: _____
 Net Income: _____
 Earnings Per Share - Basic: _____
 Earnings Per Share - Diluted: _____

[If "Insurance" is selected, display the following options in the Financial Statements table:]

Balance Sheet Information

Cash and Cash Equivalents: _____
 Total Investments: _____
 Accounts and Notes Receivable: _____
 Property and Equipment: _____
 Total Assets: _____
 Accounts Payable and Accrued Liabilities: _____
 Policy Liabilities and Accruals: _____
 Long Term Debt: _____
 Total Liabilities: _____
 Total Stockholders' Equity: _____
 Total Liabilities and Equity: _____

6 of 36

Statement of Comprehensive Income Information

Total Revenues: _____
 Costs and Expenses Applicable to Revenues: _____
 Depreciation and Amortization: _____
 Net Income: _____
 Earnings Per Share - Basic: _____
 Earnings Per Share - Diluted: _____

[End of section that varies based on the selection of Industry Group]

Name of Auditor (if any): _____

Outstanding Securities

	Name of Class (if any)	Units Outstanding	CUSIP (if any)	Name of Trading Center or Quotation Medium (if any)
Common Equity				
Preferred Equity				
Debt Securities				

ITEM 2. Issuer Eligibility

- Check this box to certify that all of the following statements are true for the issuer(s):
- Organized under the laws of the United States or Canada, or any State, Province, Territory or possession thereof, or the District of Columbia.
 - Principal place of business is in the United States or Canada.
 - Not a development stage company that either (a) has no specific business plan or purpose, or (b) has indicated that its business plan is to merge with an unidentified company or companies.
 - Not an investment company registered or required to be registered under the Investment Company Act of 1940.

7 of 36

- Not issuing fractional undivided interests in oil or gas rights, or a similar interest in other mineral rights.
- Not issuing asset-backed securities as defined in Item 1101(c) of Regulation AB.
- Not, and has not been, subject to any order of the Commission entered pursuant to Section 12(j) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78l(j)) within five years before the filing of this offering statement.
- Has filed with the Commission all the reports it was required to file, if any, pursuant to Rule 257 during the two years immediately before the filing of the offering statement (or for such shorter period that the issuer was required to file such reports).

ITEM 3. Application of Rule 262

- Check this box to certify that, as of the time of this filing, each person described in Rule 262 of Regulation A is either not disqualified under that rule or is disqualified but has received a waiver of such disqualification.
- Check this box if "bad actor" disclosure under Rule 262(d) is provided in Part II of the offering statement.

ITEM 4. Summary Information Regarding the Offering and Other Current or Proposed Offerings

Check the appropriate box to indicate whether you are conducting a Tier 1 or Tier 2 offering:

- Tier 1 Tier 2

Check the appropriate box to indicate whether the annual financial statements have been audited:

- Unaudited Audited

Types of Securities Offered in this Offering Statement (select all that apply):

- Equity (common or preferred stock)
 Debt
 Option, warrant or other right to acquire another security
 Security to be acquired upon exercise of option, warrant or other right to acquire security
 Tenant-in-common securities
 Other (describe)

8 of 36

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

Does the issuer intend to offer the securities on a delayed or continuous basis pursuant to Rule 251(d)(3)?

Yes No

Does the issuer intend this offering to last more than one year?

Yes No

Does the issuer intend to price this offering after qualification pursuant to Rule 253(b)?

Yes No

Will the issuer be conducting a best efforts offering?

Yes No

Has the issuer used solicitation of interest communications in connection with the proposed offering?

Yes No

Does the proposed offering involve the resale of securities by affiliates of the issuer?

Yes No

Number of securities offered: _____

Number of securities of that class already outstanding: _____

The information called for by this item below may be omitted if undetermined at the time of filing or submission, except that if a price range has been included in the offering statement, the midpoint of that range must be used to respond. Please refer to Rule 251(a) for the definition of "aggregate offering price" or "aggregate sales" as used in this item. Please leave the field blank if undetermined at this time and include a zero if a particular item is not applicable to the offering.

Price per security: \$ _____

The portion of the aggregate offering price attributable to securities being offered on behalf of the issuer:

\$ _____

The portion of the aggregate offering price attributable to securities being offered on behalf of selling securityholders:

\$ _____

9 of 36

The portion of aggregate offering attributable to all the securities of the issuer sold pursuant to a qualified offering statement within the 12 months before the qualification of this offering statement:

\$ _____

The estimated portion of aggregate sales attributable to securities that may be sold pursuant to any other qualified offering statement concurrently with securities being sold under this offering statement:

\$ _____

Total: \$ _____ (the sum of the aggregate offering price and aggregate sales in the four preceding paragraphs).

Anticipated fees in connection with this offering and names of service providers:

	Name of Service Provider	Fees
Underwriters:	_____	\$ _____
Sales Commissions:	_____	\$ _____
Finders' Fees:	_____	\$ _____
Audit:	_____	\$ _____
Legal:	_____	\$ _____
Promoters:	_____	\$ _____
Blue Sky Compliance:	_____	\$ _____

CRD Number of any broker or dealer listed: _____

Estimated net proceeds to the issuer: \$ _____

Clarification of responses (if necessary): _____

ITEM 5. Jurisdictions in Which Securities are to be Offered

Using the list below, select the jurisdictions in which the issuer intends to offer the securities:

[List will include all U.S. and Canadian jurisdictions, with an option to add and remove them individually, add all and remove all.]

10 of 36

Using the list below, select the jurisdictions in which the securities are to be offered by underwriters, dealers or sales persons or check the appropriate box:

None

Same as the jurisdictions in which the issuer intends to offer the securities.

[List will include all U.S. and Canadian jurisdictions, with an option to add and remove them individually, add all and remove all.]

ITEM 6. Unregistered Securities Issued or Sold Within One Year

None

As to any unregistered securities issued by the issuer or any of its predecessors or affiliated issuers within one year before the filing of this Form 1-A, state:

(a) Name of such issuer.

(b) (1) Title of securities issued

(2) Total amount of such securities issued

(3) Amount of such securities sold by or for the account of any person who at the time was a director, officer, promoter or principal securityholder of the issuer of such securities, or was an underwriter of any securities of such issuer

(c) (1) Aggregate consideration for which the securities were issued and basis for computing the amount thereof.

(2) Aggregate consideration for which the securities listed in (b)(3) of this item (if any) were issued and the basis for computing the amount thereof (if different from the basis described in (c)(1)).

(d) Indicate the section of the Securities Act or Commission rule or regulation relied upon for exemption from the registration requirements of such Act and state briefly the facts relied upon for such exemption:

PART II — INFORMATION REQUIRED IN OFFERING CIRCULAR

(a) Financial statement requirements regardless of the applicable disclosure format are specified in Part F/S of this Form 1-A. The narrative disclosure contents of offering circulars are specified as follows:

(1) The information required by:

(i) the Offering Circular format described below; or

11 of 36

(ii) The information required by Part I of Form S-1 (17 CFR 239.11) or Part I of Form S-11 (17 CFR 239.18), except for the financial statements, selected financial data, and supplementary financial information called for by those forms. An issuer choosing to follow the Form S-1 or Form S-11 format may follow the requirements for smaller reporting companies if it meets the definition of that term in Rule 405 (17 CFR 230.405). An issuer may only use the Form S-11 format if the offering is eligible to be registered on that form.

The cover page of the offering circular must identify which disclosure format is being followed.

(2) The offering circular must describe any matters that would have triggered disqualification under Rule 262(a)(3) or (a)(5) but for the provisions set forth in Rule 262(b)(1);

(3) The legend required by Rule 253(f) of Regulation A must be included on the offering circular cover page (for issuers following the S-1 or S-11 disclosure models this legend must be included instead of the legend required by Item 501(b)(7) of Regulation S-K);

(4) For preliminary offering circulars, the legend required by Rule 254(a) must be included on the offering circular cover page (for issuers following the S-1 or S-11 disclosure models, this legend must be included instead of the legend required by Item 501(b)(10) of Regulation S-K); and

(5) For Tier 2 offerings where the securities will not be listed on a registered national securities exchange upon qualification, the offering circular cover page must include the following legend highlighted by prominent type or in another manner:

Generally, no sale may be made to you in this offering if the aggregate purchase price you pay is more than 10% of the greater of your annual income or net worth. Different rules apply to accredited investors and non-natural persons. Before making any representation that your investment does not exceed applicable thresholds, we encourage you to review Rule 251(d)(2)(i)(C) of Regulation A. For general information on investing, we encourage you to refer to www.investor.gov.

(b) The Commission encourages the use of management's projections of future economic performance that have a reasonable basis and are presented in an appropriate format. See Rule 173, 17 CFR 230.173.

(c) Offering circulars need not follow the order of the items or the order of other requirements of the disclosure form except to the extent otherwise specifically provided. Such information may not, however, be set forth in such a fashion as to obscure any of the required information or any information necessary to keep the required information from being incomplete or misleading. Information requested to be presented in a specified tabular format must be given in substantially the tabular format specified. For incorporation by reference, please refer to General Instruction III of this Form.

12 of 36

OFFERING CIRCULAR

Item 1. Cover Page of Offering Circular

The cover page of the offering circular must be limited to one page and must include the information specified in this item.

(a) Name of the issuer.

Instruction to Item 1(a):

If your name is the same as, or confusingly similar to, that of a company that is well known, include information to eliminate any possible confusion with the other company. If your name indicates a line of business in which you are not engaged or you are engaged only to a limited extent, include information to eliminate any misleading inferences as to your business. In some circumstances, disclosure may not be sufficient and you may be required to change your name. You will not be required to change your name if you are an established company, the character of your business has changed, and the investing public is generally aware of the change and the character of your current business.

(b) Full mailing address of the issuer's principal executive offices and the issuer's telephone number (including the area code) and, if applicable, website address.

(c) Date of the offering circular.

(d) Title and amount of securities offered. Separately state the amount of securities offered by selling securityholders, if any. Include a cross-reference to the section where the disclosure required by Item 14 of Part II of this Form 1-A has been provided.

(e) The information called for by the applicable table below as to all the securities being offered, in substantially the tabular format indicated. If necessary, you may estimate any underwriting discounts and commissions and the proceeds to the issuer or other persons.

	Price to public	Underwriting discount and commissions	Proceeds to issuer	Proceeds to other persons
Per share/unit:	_____	_____	_____	_____
Total:	_____	_____	_____	_____

13 of 36

If the securities are to be offered on a best efforts basis, the cover page must set forth the termination date, if any, of the offering, any minimum required sale and any arrangements to place the funds received in an escrow, trust, or similar arrangement. The following table must be used instead of the preceding table.

	Price to public	Underwriting discount and commissions	Proceeds to issuer	Proceeds to other persons
Per share/unit:	_____	_____	_____	_____
Total Minimum:	_____	_____	_____	_____
Total Maximum:	_____	_____	_____	_____

Instructions to Item 1(e):

1. The term "commissions" includes all cash, securities, contracts, or anything else of value, paid, to be set aside, disposed of, or understandings with or for the benefit of any other persons in which any underwriter is interested, made in connection with the sale of such security.

2. Only commissions paid by the issuer in cash are to be indicated in the table. Commissions paid by other persons or any form of non-cash compensation must be briefly identified in a footnote to the table with a cross-reference to a more complete description elsewhere in the offering circular.

3. Before the commencement of sales pursuant to Regulation A, the issuer must inform the Commission whether or not the amount of compensation to be allowed or paid to the underwriters, as described in the offering statement, has been cleared with FINRA.

4. If the securities are not to be offered for cash, state the basis upon which the offering is to be made.

5. Any finder's fees or similar payments must be disclosed on the cover page with a reference to a more complete discussion in the offering circular. Such disclosure must identify the finder, the nature of the services rendered and the nature of any relationship between the finder and the issuer, its officers, directors, promoters, principal stockholders and underwriters (including any affiliates of such persons).

6. The amount of the expenses of the offering borne by the issuer, including underwriting expenses to be borne by the issuer, must be disclosed in a footnote to the table.

(f) The name of the underwriter or underwriters.

(g) Any legend or information required by the law of any state in which the securities are to be offered.

14 of 36

(h) A cross-reference to the risk factors section, including the page number where it appears in the offering circular. Highlight this cross-reference by prominent type or in another manner.

(i) Approximate date of commencement of proposed sale to the public.

(j) If the issuer intends to rely on Rule 253(b) and a preliminary offering circular is circulated, provide (1) a bona fide estimate of the range of the maximum offering price and the maximum number of securities offered or (2) a bona fide estimate of the principal amount of the debt securities offered. The range must not exceed \$2 for offerings where the upper end of the range is \$10 or less and 20% if the upper end of the price range is over \$10.

Instruction to Item 1(j):

The upper limit of the price range must be used in determining the aggregate offering price for purposes of Rule 251(a).

Item 2. Table of Contents

On the page immediately following the cover page of the offering circular, provide a reasonably detailed table of contents. It must show the page numbers of the various sections or subdivisions of the offering circular. Include a specific listing of the risk factors section required by Item 3 of Part II of this Form 1-A.

Item 3. Summary and Risk Factors

(a) An issuer may provide a summary of the information in the offering circular where the length or complexity of the offering circular makes a summary useful. The summary should be brief and must not contain all of the detailed information in the offering circular.

(b) Immediately following the Table of Contents required by Item 2 or the Summary, there must be set forth under an appropriate caption, a carefully organized series of short, concise paragraphs, summarizing the most significant factors that make the offering speculative or substantially risky. Issuers should avoid generalized statements and include only factors that are specific to the issuer.

Item 4. Dilution

Where there is a material disparity between the public offering price and the effective cash cost to officers, directors, promoters and affiliated persons for shares acquired by them in a transaction during the past year, or that they have a right to acquire, there must be included a comparison of the public contribution under the proposed public offering and the average effective cash contribution of such persons.

15 of 36

Item 5. Plan of Distribution and Selling Securityholders

(a) If the securities are to be offered through underwriters, give the names of the principal underwriters, and state the respective amounts underwritten. Identify each such underwriter having a material relationship to the issuer and state the nature of the relationship. State briefly the nature of the underwriters' obligation to take the securities.

Instructions to Item 5(a):

1. All that is required as to the nature of the underwriters' obligation is whether the underwriters are or will be committed to take and to pay for all of the securities (if any are taken, or whether it is merely an agency or the type of best efforts arrangement under which the underwriters are required to take and to pay for only such securities as they may sell to the public. Conditions precedent to the underwriters' taking the securities, including market outs, need not be described except in the case of an agency or best efforts arrangement.

2. It is not necessary to disclose each member of a selling group. Disclosure may be limited to those underwriters who are in privity of contract with the issuer with respect to the offering.

(b) State briefly the discounts and commissions to be allowed or paid to dealers, including all cash, securities, contracts or other consideration to be received by any dealer in connection with the sale of the securities.

(c) Outline briefly the plan of distribution of any securities being issued that are to be offered through the selling efforts of brokers or dealers or otherwise than through underwriters.

(d) If any of the securities are to be offered for the account of securityholders, identify each selling security holder, state the amount owned by the securityholder prior to the offering, the amount offered for his or her account and the amount to be owned after the offering. Provide such disclosure in a tabular format. At the bottom of the table, provide the total number of securities being offered for the account of all securityholders and describe what percent of the pre-offering outstanding securities of such class the offering represents.

Instruction to Item 5(d):

The term "securityholder" in this paragraph refers to beneficial holders, not nominee holders or other such holders of record. If the selling securityholder is an entity, disclosure of the persons who have sole or shared voting or investment power must be included.

(e) Describe any arrangements for the return of funds to subscribers if all of the securities to be offered are not sold. If there are no such arrangements, so state.

(f) If there will be a material delay in the payment of the proceeds of the offering by the underwriter to the issuer, the salient provisions in this regard and the effects on the issuer must be stated.

16 of 36

(g) Describe any arrangement to (1) limit or restrict the sale of other securities of the same class as those to be offered for the period of distribution, (2) stabilize the market for any of the securities to be offered, or (3) withhold commissions, or otherwise to hold each underwriter or dealer responsible for the distribution of its participation.

(h) Identify any underwriter that intends to confirm sales to any accounts over which it exercises discretionary authority and include an estimate of the amount of securities so intended to be confirmed.

Instruction to Item 5:

Attention is directed to the provisions of Rules 10b-9 [17 CFR 240.10b-9] and 15c2-4 [17 CFR 240.15c2-4] under the Securities Exchange Act of 1934. These rules outline, among other things, antifraud provisions concerning the return of funds to subscribers and the transmission of proceeds of an offering to a seller.

Item 6. Use of Proceeds to Issuer

State the principal purposes for which the net proceeds to the issuer from the securities to be offered are intended to be used and the approximate amount intended to be used for each such purpose. If the issuer will not receive any of proceeds from the offering, so state.

Instructions to Item 6:

1. If any substantial portion of the proceeds has not been allocated for particular purposes, a statement to that effect must be made together with a statement of the amount of proceeds not so allocated.
2. State whether or not the proceeds will be used to compensate or otherwise make payments to officers or directors of the issuer or any of its subsidiaries.
3. For best efforts offerings, describe any anticipated material changes in the use of proceeds if all of the securities being qualified on the offering statement are not sold.
4. If an issuer must provide the disclosure described in Item 9(c) the use of proceeds and plan of operations should be consistent.
5. If any material amounts of other funds are to be used in conjunction with the proceeds, state the amounts and sources of such other funds and whether such funds are firm or contingent.
6. If any material part of the proceeds is to be used to discharge indebtedness, describe the material terms of such indebtedness. If the indebtedness to be discharged was incurred within one year, describe the use of the proceeds arising from such indebtedness.
7. If any material amount of the proceeds is to be used to acquire assets, otherwise than in the ordinary course of business, briefly describe and state the cost of the assets. If the assets are to be acquired from affiliates of the issuer or their associates, give the names of the persons

(b) [Reserved]

(c) Industry Guides. The disclosure guidelines in all Securities Act Industry Guides must be followed. To the extent that the industry guides are codified into Regulation S-K, the Regulation S-K industry disclosure items must be followed.

(d) For offerings of limited partnership or limited liability company interests, an issuer must comply with the Commission's interpretive views on substantive disclosure requirements set forth in Securities Act Release No. 6900 (June 17, 1991).

Item 8. Description of Property

(a) State briefly the location and general character of any principal plants or other material physical properties of the issuer and its subsidiaries. If any such property is not held in fee or is held subject to any major encumbrance, so state and briefly describe how held. Include information regarding the suitability, adequacy, productive capacity and extent of utilization of the properties and facilities used in the issuer's business.

(b) Issuers engaged in mining operations must refer to and, if required, provide the disclosure under subpart 1300 of Regulation S-K (§§ 229.1300 through 1305), in addition to any disclosure required by this Item.

Instruction to Item 8:

Except as required by paragraph (b) of this Item, detailed descriptions of the physical characteristics of individual properties or legal descriptions by metes and bounds are not required and should not be given.

Item 9. Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations

Discuss the issuer's financial condition, changes in financial condition and results of operations for each year and interim period for which financial statements are required, including the causes of material changes from year to year or period to period in financial statement line items, to the extent necessary for an understanding of the issuer's business as a whole. Information provided also must relate to the segment information of the issuer. Provide the information specified below as well as such other information that is necessary for an investor's understanding of the issuer's financial condition, changes in financial condition and results of operations.

(a) Operating results. Provide information regarding significant factors, including unusual or infrequent events or transactions or new developments, materially affecting the issuer's income from operations, and, in each case, indicating the extent to which income was so affected. Describe any other significant component of revenue or expenses necessary to understand the issuer's results of operations. To the extent that the financial statements disclose material changes in net sales or revenues, provide a narrative discussion of the extent to which such changes are attributable to changes in prices or to changes in the volume or amount of products or services being sold or to the introduction of new products or services.

from whom they are to be acquired and set forth the basis used in determining the purchase price to the issuer.

8. The issuer may reserve the right to change the use of proceeds, so long as the reservation is prominently disclosed in the section where the use of proceeds is discussed. It is not necessary to describe the possible alternative uses of proceeds unless the issuer believes that a change in circumstances leading to an alternative use of proceeds is likely to occur.

Item 7. Description of Business

(a) Narrative description of business.

(1) Describe the business done and intended to be done by the issuer and its subsidiaries and the general development of the business during the past three years or such shorter period as the issuer may have been in business. Such description must include, but not be limited to, a discussion of the following factors if such factors are material to an understanding of the issuer's business:

(i) The principal products and services of the issuer and the principal market for and method of distribution of such products and services.

(ii) The status of a product or service if the issuer has made public information about a new product or service that would require the investment of a material amount of the assets of the issuer or is otherwise material.

(iii) [Reserved]

(iv) The total number of persons employed by the issuer, indicating the number employed full time.

(v) Any bankruptcy, receivership or similar proceeding.

(vi) Any legal proceedings material to the business or financial condition of the issuer.

(vii) Any material reclassification, merger, consolidation, or purchase or sale of a significant amount of assets not in the ordinary course of business.

(2) The issuer must also describe those distinctive or special characteristics of the issuer's operation or industry that are reasonably likely to have a material impact upon the issuer's future financial performance. Examples of factors that might be discussed include dependence on one or a few major customers or suppliers (including suppliers of raw materials or financing), effect of existing or probable governmental regulation (including environmental regulation), material terms of and/or expiration of material labor contracts or patents, trademarks, licenses, franchises, concessions or royalty agreements, unusual competitive conditions in the industry, cyclicality of the industry and anticipated raw material or energy shortages to the extent management may not be able to secure a continuing source of supply.

Instruction to Item 9(a):

1. The discussion and analysis shall focus specifically on material events and uncertainties known to management that would cause reported financial information not to be necessarily indicative of future operating results or of future financial condition. This would include descriptions and amounts of (A) matters that would have an impact on future operations that have not had an impact in the past, and (B) matters that have had an impact on reported operations that are not expected to have an impact upon future operations.

2. Where the consolidated financial statements reveal material changes from year to year in one or more line items, the causes for the changes shall be described to the extent necessary to an understanding of the issuer's businesses as a whole. If the causes for a change in one line item also relate to other line items, no repetition is required and a line-by-line analysis of the financial statements as a whole is not required or generally appropriate. Issuers need not recite the amounts of changes from year to year which are readily computable from the financial statements. The discussion must not merely repeat numerical data contained in the consolidated financial statements.

3. When interim period financial statements are included discuss any material changes in financial condition from the end of the preceding fiscal year to the date of the most recent interim balance sheet provided. Discuss any material changes in the issuer's results of operations with respect to the most recent fiscal year-to-date period for which a statement of comprehensive income (or statement of net income if comprehensive income is presented in two separate but consecutive financial statements or if no other comprehensive income) is provided and the corresponding year-to-date period of the preceding fiscal year.

(b) Liquidity and capital resources. Provide information regarding the following:

(1) the issuer's liquidity (both short and long term), including a description and evaluation of the internal and external sources of liquidity and a brief discussion of any material unused sources of liquidity. If a material deficiency in liquidity is identified, indicate the course of action that the issuer has taken or proposes to take to remedy the deficiency.

(2) the issuer's material commitments for capital expenditures as of the end of the latest fiscal year and any subsequent interim period and an indication of the general purpose of such commitments and the anticipated sources of funds needed to fulfill such commitments.

(c) Plan of Operations. Issuers (including predecessors) that have not received revenue from operations during each of the three fiscal years immediately before the filing of the offering statement (or since inception, whichever is shorter) must describe, if formulated, their plan of operation for the 12 months following the commencement of the proposed offering. If such information is not available, the reasons for its unavailability must be stated. Disclosure relating to any plan must include, among other things, a statement indicating whether, in the issuer's opinion, the proceeds from the offering will satisfy its cash requirements or whether it anticipates it will be necessary to raise additional funds in the next six months to implement the plan of operations.

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

(d) Trend information. The issuer must identify the most significant recent trends in production, sales and inventory, the state of the order book and costs and selling prices since the latest financial year. The issuer also must discuss, for at least the current financial year, any known trends, uncertainties, demands, commitments or events that are reasonably likely to have a material effect on the issuer's net sales or revenues, income from continuing operations, profitability, liquidity or capital resources, or that would cause reported financial information not necessarily to be indicative of future operating results or financial condition.

Item 10. Directors, Executive Officers and Significant Employees

(a) For each of the directors, persons nominated or chosen to become directors, executive officers, persons chosen to become executive officers, and significant employees, provide the information specified below in substantially the following tabular format:

Name	Position	Age	Term of Office ⁽¹⁾	Approximate hours per week for part-time employees ⁽²⁾
Executive Officers:				
Directors:				
Significant Employees:				

(1) Provide the month and year of the start date and, if applicable, the end date. To the extent you are unable to provide specific dates, provide such other description in the table or in an appropriate footnote clarifying the term of office. If the person is a nominee or chosen to become a director or executive officer, it must be indicated in this column or by footnote.

(2) For executive officers and significant employees that are working part-time, indicate approximately the average number of hours per week or month such person works or is anticipated to work. This column may be left blank for directors. The entire column may be omitted if all those listed in the table work full time for the issuer.

In a footnote to the table, briefly describe any arrangement or understanding between the persons described above and any other persons (naming such persons) pursuant to which the person was or is to be selected to his or her office or position.

Instructions to Item 10(a):

1. No nominee or person chosen to become a director or person chosen to be an executive officer who has not consented to act as such may be named in response to this item.

2. The term "executive officer" means the president, secretary, treasurer, any vice president in charge of a principal business function (such as sales, administration, or finance) and any other person who performs similar policy-making functions for the issuer.

3. The term "significant employee" means persons such as production managers, sales managers, or research scientists, who are not executive officers, but who make or are expected to make significant contributions to the business of the issuer.

(b) Family relationships. State the nature of any family relationship between any director, executive officer, person nominated or chosen by the issuer to become a director or executive officer or any significant employee.

Instruction to Item 10(b):

The term "family relationship" means any relationship by blood, marriage, or adoption, not more remote than first cousin.

(c) Business experience. Give a brief account of the business experience during the past five years of each director, executive officer, person nominated or chosen to become a director or executive officer, and each significant employee, including his or her principal occupations and employment during that period and the name and principal business of any corporation or other organization in which such occupations and employment were carried on. When an executive officer or significant employee has been employed by the issuer for less than five years, a brief explanation must be included as to the nature of the responsibilities undertaken by the individual in prior positions to provide adequate disclosure of his prior business experience. What is required is information relating to the level of the employee's professional competence, which may include, depending upon the circumstances, such specific information as the size of the operation supervised.

(d) Involvement in certain legal proceedings. Describe any of the following events which occurred during the past five years and which are material to an evaluation of the ability or integrity of any director, person nominated to become a director or executive officer of the issuer:

(1) A petition under the federal bankruptcy laws or any state insolvency law was filed by or against, or a receiver, fiscal agent or similar officer was appointed by a court for the business or property of such person, or any partnership in which he was general partner at or within two years before the time of such filing, or any corporation or business association of which he was an executive officer at or within two years before the time of such filing; or

(2) Such person was convicted in a criminal proceeding (excluding traffic violations and other minor offenses).

Item 11. Compensation of Directors and Executive Officers

(a) Provide, in substantially the tabular format indicated, the annual compensation of each of the three highest paid persons who were executive officers or directors during the issuer's last completed fiscal year:

Name	Capacities in which compensation was received (e.g., Chief Executive Officer, director, etc.) (\$)	Cash compensation (\$)	Other compensation (\$)	Total compensation (\$)

(b) Provide the aggregate annual compensation of the issuer's directors as a group for the issuer's last completed fiscal year. Specify the total number of directors in the group.

(c) For Tier 1 offerings, the annual compensation of the three highest paid persons who were executive officers or directors and the aggregate annual compensation of the issuer's directors may be provided as a group, rather than as specified in paragraphs (a) and (b) of this item. In such case, issuers must specify the total number of persons in the group.

(d) Briefly describe all proposed compensation to be made in the future pursuant to any ongoing plan or arrangement to the individuals specified in paragraphs (a) and (b) of this item. The description must include a summary of how each plan operates, any performance formula or measure in effect (or the criteria used to determine payment amounts), the time periods over which the measurements of benefits will be determined, payment schedules, and any recent material amendments to the plan. Information need not be included with respect to any group life, health, hospitalization, or medical reimbursement plans that do not discriminate in scope, terms or operation in favor of executive officers or directors of the issuer and that are available generally to all salaried employees.

Instructions to Item 11:

1. In case of compensation paid or to be paid otherwise than in cash, if it is impracticable to determine the cash value thereof, state in a note to the table the nature and amount thereof.

2. This item is to be answered on an accrual basis if practicable; if not so answered, state the basis used.

Item 12. Security Ownership of Management and Certain Securityholders

(a) Include the information specified in paragraph (b) of this item as of the most recent practicable date (stating the date used), in substantially the tabular format indicated, with respect to voting securities beneficially owned by:

(1) all executive officers and directors as a group, individually naming each director or executive officer who beneficially owns more than 10% of any class of the issuer's voting securities;

(2) any other securityholder who beneficially owns more than 10% of any class of the issuer's voting securities as such beneficial ownership would be calculated if the issuer were subject to Rule 13d-3(d)(1) of the Securities Exchange Act of 1934.

(b) Beneficial Ownership Table:

Title of class	Name and address of beneficial owner ⁽¹⁾	Amount and nature of beneficial ownership	Amount and nature of beneficial ownership acquirable ⁽²⁾	Percent of class ⁽³⁾

(1) The address given in this column may be a business, mailing, or residential address. The address may be included in an appropriate footnote to the table rather than in this column.

(2) This column must include the amount of equity securities each beneficial owner has the right to acquire using the manner specified in Rule 13d-3(d)(1) of the Securities Exchange Act of 1934. An appropriate footnote must be included if the column heading does not sufficiently describe the circumstances upon which such securities could be acquired.

(3) This column must use the amounts contained in the two preceding columns to calculate the percent of class owned by such beneficial owner.

Item 13. Interest of Management and Others in Certain Transactions

(a) Describe briefly any transactions or any currently proposed transactions during the issuer's last two completed fiscal years and the current fiscal year, to which the issuer or any of its subsidiaries was or is to be a participant and the amount involved exceeds \$50,000 for Tier 1 or the lesser of \$120,000 and one percent of the average of the issuer's total assets at year end for the last two completed fiscal years for Tier 2, and in which any of the following persons had or is to have a direct or indirect material interest, naming the person and stating his or her relationship to the issuer, the nature of the person's interest in the transaction and, where practicable, the amount of such interest:

- (1) Any director or executive officer of the issuer;
- (2) Any nominee for election as a director;
- (3) Any securityholder named in answer to Item 12(a)(2)

(4) If the issuer was incorporated or organized within the past three years, any promoter of the issuer; or

(5) Any immediate family member of the above persons. An "immediate family member" of a person means such person's child, stepchild, parent, stepparent, spouse, sibling, mother-in-law, father-in-law, son-in-law, daughter-in-law, brother-in-law, sister-in-law, or any person (other than a tenant or employee) sharing such person's household.

Instructions to Item 13(a):

1. For purposes of calculating the amount of the transaction described above, all periodic installments in the case of any lease or other agreement providing for periodic payments must be aggregated to the extent they occurred within the time period described in this item.

2. No information need be given in answer to this item as to any transaction where:

- (a) The rates of charges involved in the transaction are determined by competitive bids, or the transaction involves the rendering of services as a common or contract carrier at rates or charges fixed in conformity with law or governmental authority;
- (b) The transaction involves services as a bank depository of funds, transfer agent, registrar, trustee under a trust indenture, or similar services;
- (c) The interest of the specified person arises solely from the ownership of securities of the issuer and the specified person receives no extra or special benefit not shared on a pro-rata basis by all of the holders of securities of the class.

3. This item calls for disclosure of indirect as well as direct material interests in transactions. A person who has a position or relationship with a firm, corporation, or other entity which engages in a transaction with the issuer or its subsidiaries may have an indirect interest in such transaction by reason of the position or relationship. However, a person is deemed not to have a material indirect interest in a transaction within the meaning of this item where:

(a) the interest arises only (i) from the person's position as a director of another corporation or organization (other than a partnership) that is a party to the transaction, or (ii) from the direct or indirect ownership by the person and all other persons specified in paragraphs (1) through (5) of this item, in the aggregate, of less than a 10 percent equity interest in another person (other than a partnership) that is a party to the transaction, or (iii) from both such position and ownership;

(b) the interest arises only from the person's position as a limited partner in a partnership in which the person and all other persons specified in paragraphs (1) through (5) of this item had an interest of less than 10 percent; or

(c) the interest of the person arises solely from the holding of an equity interest (unless the equity interest confers management rights similar to a general partner interest) or a creditor interest in another person that is a party to the transaction with the issuer or any of its subsidiaries and the transaction is not material to the other person.

25 of 36

(2) Briefly describe potential liabilities imposed on securityholders under state statutes or foreign law. For example, to employees of the issuer, unless such disclosure would be immaterial because the financial resources of the issuer or other factors are such as to make it unlikely that the liability will ever be imposed.

(3) If preferred stock is to be offered or is outstanding, describe briefly any restriction on the repurchase or redemption of shares by the issuer while there is any arrearage in the payment of dividends or sinking fund installments. If there is no such restriction, so state.

(b) If debt securities are being offered, outline briefly the following:

- (1) Provisions with respect to interest, conversion, maturity, redemption, amortization, sinking fund or retirement.
- (2) Provisions with respect to the kind and priority of any lien securing the issue, together with a brief identification of the principal properties subject to such lien.
- (3) Material affirmative and negative covenants.

Instruction to Item 14(b):

In the case of secured debt there must be stated: (i) the approximate amount of unsecured property available for use against the issuance of bonds, as of the most recent practicable date, and (ii) whether the securities being issued are to be issued against such property, against the deposit of cash, or otherwise.

(c) If securities described are to be offered pursuant to warrants, rights, or convertible securities, state briefly:

- (1) the amount of securities issuable upon the exercise or conversion of such warrants, convertible securities or rights;
 - (2) the period during which and the price at which the warrants, convertible securities or rights are exercisable;
 - (3) the amounts of warrants, convertible securities or rights outstanding; and
 - (4) any other material terms of such securities.
- (d) In the case of any other kind of securities, include a brief description with comparable information to that required in (a), (b) and (c) of Item 14.

Part F/S

(a) General Rules

(1) The appropriate financial statements set forth below of the issuer, or the issuer and its predecessors or any businesses to which the issuer is a successor must be filed as part of the offering statement and included in the offering circular that is distributed to investors.

27 of 36

4. Include the name of each person whose interest in any transaction is described and the nature of the relationships by reason of which such interest is required to be described. The amount of the interest of any specified person must be computed without regard to the amount of the profit or loss involved in the transaction. Where it is not practicable to state the approximate amount of the interest, the approximate amount involved in the transaction must be disclosed.

5. Information must be included as to any material underwriting discounts and commissions upon the sale of securities by the issuer where any of the specified persons was or is to be a principal underwriter or is a controlling person, or member of a firm which was or is to be a principal underwriter. Information need not be given concerning ordinary management fees paid by underwriters to a managing underwriter pursuant to an agreement among underwriters, the parties to which do not include the issuer or its subsidiaries.

6. As to any transaction involving the purchase or sale of assets by or to any issuer or any subsidiary, otherwise than in the ordinary course of business, state the cost of the assets to the purchaser and, if acquired by the seller within two years before the transaction, the cost to the seller.

7. Information must be included in answer to this item with respect to transactions not excluded above which involve compensation from the issuer or its subsidiaries, directly or indirectly, to any of the specified persons for services in any capacity unless the interest of such persons arises solely from the ownership individually and in the aggregate of less than 10 percent of any class of equity securities of another corporation furnishing the services to the issuer or its subsidiaries.

(b) If any expert named in the offering statement as having prepared or certified any part of the offering statement was employed for such purpose on a contingent basis or, at the time of such preparation or certification or at any time thereafter, had a material interest in the issuer or any of its parents or subsidiaries or was connected with the issuer or any of its subsidiaries as a promoter, underwriter, voting trustee, director, officer or employee, describe the nature of such contingent basis, interest or connection.

Item 14. Securities Being Offered

(a) If capital stock is being offered, state the title of the class and furnish the following information regarding all classes of capital stock outstanding:

- (1) Outline briefly: (i) dividend rights; (ii) voting rights; (iii) liquidation rights; (iv) preemptive rights; (v) conversion rights; (vi) redemption provisions; (vii) sinking fund provisions; (viii) liability to further calls or to assessment by the issuer; (ix) any classification of the Board of Directors, and the impact of classification where cumulative voting is permitted or required; (x) restrictions on alienability of the securities being offered; (xi) any provision discriminating against any existing or prospective holder of such securities as a result of such securityholder owning a substantial amount of securities; and (xii) any rights of holders that may be modified otherwise than by a vote of a majority or more of the shares outstanding, voting as a class.

26 of 36

(2) Unless the issuer is a Canadian company, financial statements must be prepared in accordance with generally accepted accounting principles in the United States (US GAAP). If the issuer is a Canadian company, such financial statements must be prepared in accordance with either US GAAP or International Financial Reporting Standards (IFRS) as issued by the International Accounting Standards Board (IASB). If the financial statements comply with IFRS, such compliance must be explicitly and unreservedly stated in the notes to the financial statements and if the financial statements are audited, the auditor's report must include an opinion on whether the financial statements comply with IFRS as issued by the IASB.

(3) The issuer may elect to delay complying with any new or revised financial accounting standard until the date that a company that is not an issuer (as defined under section 2(a) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (15 U.S.C. 7201(a)) is required to comply with such new or revised accounting standard, if such standard also applies to companies that are not issuers. Issuers electing such extension of time accommodation must disclose it at the time the issuer files its offering statement and apply the election to all standards. Issuers electing not to use this accommodation must forego this accommodation for all financial accounting standards and may not elect to rely on this accommodation in any future filings.

(b) Financial Statements for Tier 1 Offerings

(1) The financial statements prepared pursuant to this paragraph (b), including (b)(7), need not be prepared in accordance with Regulation S-X.

(2) The financial statements prepared pursuant to paragraph (b), including (b)(7), need not be audited. If the financial statements are not audited, they shall be labeled as "unaudited". However, if an audit of these financial statements is obtained for other purposes and that audit was performed in accordance with either U.S. generally accepted auditing standards or the Standards of the Public Company Accounting Oversight Board by an auditor that is independent pursuant to either the independence standards of the American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) or Rule 201 of Regulation S-X, those audited financial statements must be filed, and an audit opinion complying with Rule 2-02 of Regulation S-X must be filed along with such financial statements. The auditor may, but need not, be registered with the Public Company Accounting Oversight Board.

(3) Consolidated Balance Sheets. Age of balance sheets at filing and at qualification:

(A) If the filing is made, or the offering statement is qualified, more than three months but not more than nine months after the most recently completed fiscal year end, include a balance sheet as of the two most recently completed fiscal year ends.

(B) If the filing is made, or the offering statement is qualified, more than nine months after the most recently completed fiscal year end, include a balance sheet as of the two most recently completed fiscal year ends and an interim balance sheet as of a date no earlier than six months after the most recently completed fiscal year end.

(C) If the filing is made, or the offering statement is qualified, within three months after the most recently completed fiscal year end, include a balance sheet as of the two

28 of 36

fiscal year ends preceding the most recently completed fiscal year end and an interim balance sheet as of a date no earlier than six months after the date of the most recent fiscal year end balance sheet that is required.

(D) If the filing is made, or the offering statement is qualified, during the period from inception until three months after reaching the annual balance sheet date for the first time, include a balance sheet as of a date within nine months of filing or qualification.

(4) **Statements of comprehensive income, cash flows, and changes in stockholders' equity.** File consolidated statements of comprehensive income (either in a single continuous financial statement or in two separate but consecutive financial statements, or a statement of net income if there was no other comprehensive income), cash flows, and changes in stockholders' equity for each of the two fiscal years preceding the date of the most recent balance sheet being filed or such shorter period as the issuer has been in existence.

(5) **Interim financial statements.**

(i) If a consolidated interim balance sheet is required by (b)(3) of Part F.S., consolidated interim statements of comprehensive income (either in a single continuous financial statement or in two separate but consecutive financial statements, or a statement of net income if there was no other comprehensive income) and cash flows shall be provided and must cover at least the first six months of the issuer's fiscal year and the corresponding period of the preceding fiscal year. An analysis of the changes in each caption of stockholders' equity presented in the balance sheets must be provided in a note or separate statement. This analysis shall be presented in the form of a reconciliation of the beginning balance to the ending balance for each period for which a statement of comprehensive income is required to be filed with all significant reconciling items described by appropriate captions with contributions from and distributions to owners shown separately. Dividends per share for each class of shares shall also be provided.

(ii) Interim financial statements of issuers that report under U.S. GAAP may be condensed as described in Rule 8-03(a) of Regulation S-X.

(iii) The interim statements of comprehensive income for all issuers must be accompanied by a statement that in the opinion of management all adjustments necessary in order to make the interim financial statements not misleading have been included.

(6) **Oil and Gas Producing Activities.** Issuers engaged in oil and gas producing activities must follow the financial accounting and reporting standards specified in Rule 4-10 of Regulation S-X.

(7) **Financial Statements of and Disclosure About Other Entities.** The circumstances described below may require you to file financial statements of, or provide disclosures about, other entities in the offering statement. The financial statements of other entities must be presented for the same periods as if the other entity was the issuer as described above in paragraphs (b)(3) and (b)(4) unless a shorter period is specified by the rules below. The financial statements of other entities shall follow the same audit requirement by paragraph (b)(2) of this Part F.S.

29 of 36

2. *As an alternative, an issuer may—but need not—elect to comply with the provisions of paragraph (c).*

(c) **Financial Statement Requirements for Tier 2 Offerings**

(1) In addition to the general rules in paragraph (a), provide the financial statements required by paragraph (b) of this Part F.S., except the following rules should be followed in the preparation of the financial statements:

(i) Issuers that report under U.S. GAAP and, when applicable, other entities for which financial statements are required, must comply with Article 8 of Regulation S-X, as if they were conducting a registered offering on Form S-1, except the age of financial statements may follow paragraphs (b)(3)-(4) of this Part F.S.

(ii) Audited financial statements are required for Tier 2 offerings for the issuer and, when applicable, for financial statements of other entities. However, interim financial statements may be unaudited.

(iii) The audit must be conducted in accordance with either U.S. Generally Accepted Auditing Standards or the standards of the Public Company Accounting Oversight Board (United States) and the report and qualifications of the independent accountant shall comply with the requirements of Article 2 of Regulation S-X. Accounting firms conducting audits for the financial statements included in the offering circular may, but need not, be registered with the Public Company Accounting Oversight Board.

PART III—EXHIBITS

Item 16. Index to Exhibits

- (a) An exhibits index must be presented at the beginning of Part III.
- (b) Each exhibit must be listed in the exhibit index according to the number assigned to it under Item 17 below.
- (c) For incorporation by reference, please refer to General Instruction III of this Form.

Item 17. Description of Exhibits

As appropriate, the following documents must be filed as exhibits to the offering statement.

1. **Underwriting agreement.**—Each underwriting contract or agreement with a principal underwriter or letter pursuant to which the securities are to be distributed; where the terms have yet to be finalized, proposed formats may be provided.

2. **Charter and bylaws.**—The charter and bylaws of the issuer or instruments corresponding thereto as currently in effect and any amendments thereto.

31 of 36

(i) **Financial Statements of and Disclosures About Guarantors and Issuers of Guaranteed Securities.** The requirements of Rule 3-10 of Regulation S-X are applicable to financial statements of a subsidiary that issues securities guaranteed by the parent company or guarantors securities issued by the parent company. However, the reference in Rule 3-10(a) of Regulation S-X to "an issuer or guarantor of a guaranteed security that is registered or being registered is required to file financial statements required by Regulation S-X with respect to the guarantee or guaranteed security" instead refers to "an issuer or guarantor of a guaranteed security that is qualified or being qualified pursuant to Regulation A" is required to file financial statements required by Part F/S of Form 1-A with respect to the guarantee or guaranteed security." The definition of "parent company" is the same as in Rule 3-10(b)(1) of Regulation S-X, except that Rule 3-10(b)(1)(ii) instead reads as follows: "Is, or as a result of the subject offering statement will be, required to file reports with the Commission pursuant to Rule 257(b) of Regulation A (§§ 230.251-230.263), or is an Exchange Act reporting company." The parent company must also provide the disclosures required by Rule 13-01 of Regulation S-X. The parent company may elect to provide these disclosures in a footnote to its consolidated financial statements or alternatively, in management's discussion and analysis of financial condition and results of operations described in Item 9 of Form 1-A in its offering statement on Form 1-A filed in connection with the offer and sale of the subject securities.

(ii) **Financial Statements of and Disclosures About Affiliates Whose Securities Collateralize an Issuance.** The requirements of Rules 3-16 or 13-02 of Regulation S-X are applicable if an issuer's securities that are qualified or being qualified pursuant to Regulation A are collateralized by the securities of the issuer's affiliates. Rule 13-02 of Regulation S-X must be followed unless Rule 3-16 of Regulation S-X applies. The issuer may elect to provide the disclosures specified in Rule 13-02 of Regulation S-X in a footnote to its consolidated financial statements or alternatively, in management's discussion and analysis of financial condition and results of operations described in Item 9 of Form 1-A in its offering statement on Form 1-A filed in connection with the offer and sale of the subject securities.

(iii) **Financial Statements of Businesses Acquired or to be Acquired.** File the financial statements required by Rule 8-04 of Regulation S-X.

(iv) **Pro Forma Financial Statements.** File pro forma financial information as described in Rule 8-05 of Regulation S-X.

(v) **Real Estate Operations Acquired or to be Acquired.** File the financial information required by Rule 8-06 of Regulation S-X.

Instructions to paragraph (b) in Part F/S:

1. *Issuers should refer to Rule 257(b)(2) to determine whether a special financial report will be required after qualification of the offering statement.*
2. *If the last day that the financial statements included in the offering statement can be accepted, according to the age requirements of this item falls on a Saturday, Sunday, or holiday, such offering statement may be filed on the first business day following the last day of the specified period.*

30 of 36

3. **Instruments defining the rights of securityholders—**

(a) All instruments defining the rights of any holder of the issuer's securities, including but not limited to (i) holders of equity or debt securities being issued; (ii) holders of long-term debt of the issuer, and of all subsidiaries for which consolidated or unconsolidated financial statements are required to be filed.

(b) The following instruments need not be filed if the issuer agrees to file them with the Commission upon request: (i) instruments defining the rights of holders of long-term debt of the issuer and all of its subsidiaries for which consolidated financial statements are required to be filed if such debt is not being issued pursuant to this Regulation A offering and the total amount of such authorized issuance does not exceed 5% of the total assets of the issuer and its subsidiaries on a consolidated basis; (ii) any instrument with respect to a class of securities that is to be retired or redeemed before the issuance or upon delivery of the securities being issued pursuant to this Regulation A offering and appropriate steps have been taken to assure such retirement or redemption; and (iii) copies of instruments evidencing scrip certificates or fractions of shares.

4. **Subscription agreement.**—The form of any subscription agreement to be used in connection with the purchase of securities in this offering.

5. **Voting trust agreement.**—Any voting trust agreements and amendments.

6. **Material contracts**

(a) Every contract not made in the ordinary course of business that is material to the issuer and is to be performed in whole or in part at or after the filing of the offering statement or was entered into not more than two years before such filing. Only contracts need be filed as to which the issuer or subsidiary of the issuer is a party or has succeeded to a party by assumption or assignment or in which the issuer or such subsidiary has a beneficial interest. Schedules (or similar attachments) to material contracts may be excluded if not material to an investment decision or if the material information contained in such schedules is otherwise disclosed in the agreement or the offering statement. The material contract filed must contain a list briefly identifying the contents of all omitted schedules, together with an agreement to furnish supplementally a copy of any omitted schedule to the Commission upon request.

(b) If the contract is such as ordinarily accompanies the kind of business conducted by the issuer and its subsidiaries, it is made in the ordinary course of business and need not be filed unless it falls within one or more of the following categories, in which case it must be filed except where immaterial in amount or significance: (i) any contract to which directors, officers, promoters, voting trustees, securityholders named in the offering statement, or underwriters are parties, except where the contract merely involves the purchase or sale of current assets having a determinable market price, at such market price; (ii) any contract upon which the issuer's business is substantially dependent, as in the case of continuing contracts to sell the major part of the issuer's products or services or to purchase the major part of the issuer's requirements of goods, services or raw materials or any franchise or license or other agreement to use a patent, formula, trade secret, process or trade name upon which the issuer's business depends to a

32 of 36

material extent; (iii) any contract calling for the acquisition or sale of any property, plant or equipment for a consideration exceeding 15% of such fixed assets of the issuer on a consolidated basis; or (iv) any material lease under which a part of the property described in the offering statement is held by the issuer.

(c) Any management contract or any compensatory plan, contract or arrangement including, but not limited to, plans relating to options, warrants or rights, pension, retirement or deferred compensation or bonus, incentive or profit sharing (or if not set forth in any formal document, a written description) is deemed material and must be filed except for the following: (i) ordinary purchase and sales agency agreements; (ii) agreements with managers of stores in a chain organization or similar organization; (iii) contracts providing for labor or salesperson's bonuses or payments to a class of securityholders, as such; (iv) any compensatory plan, contract or arrangement that pursuant to its terms is available to employees generally and that in operation provides for the same method of allocation of benefits between management and non-management participants.

7. *Plan of acquisition, reorganization, arrangement, liquidation, or succession*—Any material plan of acquisition, disposition, reorganization, readjustment, succession, liquidation or arrangement and any amendments thereto described in the offering statement. Schedules (or similar attachments) to these exhibits must not be filed unless such schedules contain information that is material to an investment decision and that is not otherwise disclosed in the agreement or the offering statement. The plan filed must contain a list briefly identifying the contents of all omitted schedules, together with an agreement to furnish supplementally a copy of any omitted schedule to the Commission upon request.

8. *Escrow agreements*—Any escrow agreement or similar arrangement which has been executed in connection with the Regulation A offering.

9. *Letter re change in certifying accountant*—A letter from the issuer's former independent accountant regarding its concurrence or disagreement with the statements made by the issuer in the current report concerning the resignation or dismissal as the issuer's principal accountant.

10. *Power of attorney*—If any name is signed to the offering statement pursuant to a power of attorney, signed copies of the power of attorney must be filed. Where the power of attorney is contained elsewhere in the offering statement or documents filed therewith, a reference must be made in the index to the part of the offering statement or document containing such power of attorney. In addition, if the name of any officer signing on behalf of the issuer is signed pursuant to a power of attorney, certified copies of a resolution of the issuer's board of directors authorizing such signature must also be filed. A power of attorney that is filed with the Commission must relate to a specific filing or an amendment thereto. A power of attorney that confers general authority may not be filed with the Commission.

33 of 36

each of the issuer's subsidiaries that is a guarantor, issuer, or co-issuer of the guaranteed security for which the issuer is required to file reports with the Commission pursuant to Rule 257(b) of Regulation A, or is an Exchange Act reporting company subject to Section 13(a) or Section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, or the offer and sale of which is qualified or being qualified pursuant to Regulation A; and

(b) For an issuer that is subject to § 210.13-02 as described in paragraph (b)(7)(i) of Part F/S, each of the issuer's affiliates whose security is pledged as collateral for the issuer's security for which the issuer is required to file reports with the Commission pursuant to Rule 257(b) of Regulation A, or is an Exchange Act reporting company subject to Section 13(a) or Section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, or the offer and sale of which is qualified or being qualified pursuant to Regulation A. For each affiliate, also identify the security or securities pledged as collateral.

99. *Additional exhibits*—Any additional exhibits which the issuer may wish to file, which must be so marked as to indicate clearly the subject matters to which they refer.

Instruction to Item 17:

The issuer may redact information from exhibits required to be filed by this Item if disclosure of such information would constitute a clearly unwarranted invasion of personal privacy (e.g., disclosure of bank account numbers, social security numbers, home addresses, and similar information). In addition, the issuer may redact specific provisions or terms of exhibits required to be filed by paragraph 6 or 7 of this Item, if the issuer customarily and actually treats that information as private or confidential and if the omitted information is not material. If it does so, the issuer should mark the exhibit index to indicate that portions of the exhibit have been omitted and include a prominent statement on the first page of the redacted exhibit that certain identified information has been excluded from the exhibit because it is both not material and is the type that the registrant treats as private or confidential. The issuer also must include brackets indicating where the information is omitted from the filed version of the exhibit. If requested by the Commission or its staff, the issuer must promptly provide on a supplemental basis an unredacted copy of the exhibit and its materiality and privacy or confidentiality analyses. Upon evaluation of the issuer's supplemental materials, the Commission or its staff may require the issuer to amend its filing to include in the exhibit any previously redacted information that is not adequately supported by the issuer's analyses. The issuer may request confidential treatment of the supplemental material submitted under paragraphs 6 or 7 pursuant to Rule 83 § 200.83 of this chapter) while it is in the possession of the Commission or its staff. After completing its review of the supplemental information, the Commission or its staff will return or destroy it if the registrant complies with the procedures outlined in Rule 418 (§230.418 of this chapter).

35 of 36

11. *Comments*—

(a) *Experts*: The written consent of

(i) any accountant, counsel, engineer, geologist, appraiser or any persons whose profession gives authority to a statement made by them and who is named in the offering statement as having prepared or certified any part of the document or is named as having prepared or certified a report or evaluation whether or not for use in connection with the offering statement;

(ii) the expert that authored any portion of a report quoted or summarized as such in the offering statement, expressly stating their consent to the use of such quotation or summary;

(iii) any persons who are referenced as having reviewed or passed upon any information in the offering statement, and that such information is being included on the basis of their authority or in reliance upon their status as experts.

(b) All written consents must be dated and signed.

12. *Opinion re legality*—An opinion of counsel as to the legality of the securities covered by the Offering Statement, indicating whether they will when sold, be legally issued, fully paid and non-assessable, and if debt securities, whether they will be trading obligations of the issuer.

13. *“Testing the waters” materials*—Any written communication or broadcast script used under the authorization of Rule 241 within 30 days of the initial filing of the offering statement, and any written communication or broadcast script used under the authorization of Rule 255. Materials used under the authorization of Rule 255 need not be filed if they are substantively the same as materials previously filed with the offering statement.

14. *Appointment of agent for service of process*—A Canadian issuer must file Form F-X.

15. The technical report summary under Item 601(b)(96) of Regulation S-K—An issuer that is required to file a technical report summary pursuant to Item 1302(b)(2) of Regulation S-K must provide the information specified in Item 601(b)(96) of Regulation S-K as an exhibit to Form 1-A.

16. RESERVED

17. *Subsidiary guarantors and issuers of guaranteed securities and affiliates whose securities collateralize securities of the issuer*. List each of the entities in paragraphs (a) and (b) below under an appropriately captioned heading that identifies the associated securities. An entity need not be listed more than once so long as its role as issuer, co-issuer, or guarantor of a guaranteed security and/or as affiliate whose security is pledged as collateral for an issuer's security is clearly indicated with respect to each applicable security.

(a) For an issuer that is the parent company (as that term is defined in paragraph (b)(7)(i) of Part F/S) and subject to § 210.13-01 as described in paragraph (b)(7)(i) of Part F/S,

SIGNATURES

Pursuant to the requirements of Regulation A, the issuer certifies that it has reasonable grounds to believe that it meets all of the requirements for filing on Form 1-A and has duly caused this offering statement to be signed on its behalf by the undersigned, thereunto duly authorized, in the City of _____ State of _____ on _____ (date).

(Exact name of issuer as specified in its charter) _____

By (Signature and Title) _____

This offering statement has been signed by the following persons in the capacities and on the dates indicated.

(Signature) _____

(Title) _____

(Date) _____

Instructions to Signatures:

1. *The offering statement must be signed by the issuer, its principal executive officer, principal financial officer, principal accounting officer, and a majority of the members of its board of directors or other governing body. If a signature is by a person on behalf of any other person, evidence of authority to sign must be filed with the offering statement, except where an executive officer signs on behalf of the issuer.*

2. *The offering statement must be signed using a typed signature. Each signatory to the filing must also manually sign a signature page or other document authenticating, acknowledging or otherwise adopting his or her signature that appears in the filing. Such document must be executed before or at the time the filing is made and must be retained by the issuer for a period of five years. Upon request, the issuer must furnish to the Commission or its staff a copy of any or all documents retained pursuant to this section.*

3. *The name and title of each person signing the offering statement must be typed or printed beneath the signature.*

34 of 36

C. Regulation CF

制度の概要

米国における 2002 年 JOBS 法 (Jumpstart Our Business Startups Act) により、株式型クラウドファンディング (Equity Crowdfunding) に係る規則である Regulation CF (CFR 227) が導入され、証券法 4 条(a)(6)で、登録免除規定追加された。同規則に基づき、12 ヶ月間で上限 500 万ドルまで、非上場企業がインターネット経由で幅広い投資家から小口の出資を募ることができる。発行体および発行体に代わって行動する者⁵¹は、仲介者のプラットフォーム上で、投資家および潜在的投資家に募集内容についてコミュニケーションすることができ⁵²、新興企業にとって使い勝手の良い制度である。発行体は 2 年分の財務諸表を含む Form C と呼ばれる開示書類を提出する必要があるが、厳格な開示をせずとも成長企業が資金調達できる制度的裏付けとなっている。

⁵¹ 発行体に代わって行動する者 (Persons acting on behalf of the issuer) について、SEC の明確な定義はないが、SEC “Amendments for Small and Additional Issues Exemptions under the Securities Act (Regulation A)” では「オフアリングに関係して発行体に代わって行動する引受人、ブローカー、ディーラー、または代理人」との記述があり、そうした主体を指すものと解される

⁵² 出所：The Electronic Code of Federal Regulations (eCFR) “17 CFR § 227.204 ”
<https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-227>

株式型クラウドファンディングの主な規定⁵³

項目	概要
年間調達上限額	最大 5,000,000 ドル
投資家資格制限 (個人)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 年収または純資産が 107,000 ドル未満：年間 2,200 ドル もしくは 年収/資産の 5% のいずれか大きい方まで投資可 ・ 年収か純資産が 107,000 ドル超：年収/資産の 10%、最大 107,000 ドルまで投資可
発行体の資格要件	<ul style="list-style-type: none"> ・ 米国内企業のみ ・ 投資会社、空白会社、外国企業は対象外
SEC 提出書類	・ Form C (Offering Statement)
販売プラットフォーム	・ FINRA または SEC に登録された「Funding Portal」か「Broker-Dealer」を通じてのみ実施可能
一般勧誘 (広告)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 掲載プラットフォームでは双方向での情報提供が可能 ・ 掲載プラットフォームでの募集ページ外の広告は制限 (募集の告知のみ)
開示義務 (発行時)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2 年分の財務諸表 (過去 12 ヶ月間のクラウドファンディングでの調達額に応じ要件が異なる) 124,000 ドル以下: 発行体の財務諸表 (監査・レビューは不要) 124,000 ドル以上 535,000 ドル以下: 公認会計士によってレビューされた財務諸表 618,000 ドル以上: <ul style="list-style-type: none"> 初めての発行時: 公認会計士によってレビューされた財務諸表。 以前に証券を販売した発行体の場合: 公認会計士によって監査された財務諸表。 ・ 事業の内容、リスク、所有構成等
継続開示義務 (年次報告)	・ Form C-AR により毎年年次報告義務あり (最小でも 1 年間)
証券の譲渡制限	・ 購入後 1 年間は譲渡不可 (一部例外を除く、例: 発行体、家族、認可投資家への譲渡等)

⁵³ 出所： The Electronic Code of Federal Regulations (eCFR) “PART 227—REGULATION CROWDFUNDING, GENERAL RULES AND REGULATIONS”
<https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-227>

SEC への提出書類

クラウドファンディングを通じて証券を募集する際の基本情報開示書類で、SEC および投資家に提供される Form C は以下の内容である。

株式クラウドファンディング実施時の主な SEC 提出内容 (Form C) ⁵⁴

項目	概要
発行体情報	<ul style="list-style-type: none"> ・会社名、所在地、設立年月、業種 ・会社のウェブサイト、資本金構成、証券の種類
募集内容	<ul style="list-style-type: none"> ・調達目標金額 (最低・最大) ・株式の価格、購入単位 ・募集期間の開始日・終了日
資金使途	<ul style="list-style-type: none"> ・調達資金の予定用途 (例：運転資金、開発、設備投資、人件費等)
目標及び超過時の扱い	<ul style="list-style-type: none"> ・最低調達額の達成条件と返金方針 ・超過申込み (Oversubscription) の扱い
リスク要因	<ul style="list-style-type: none"> ・事業リスク、競合、財務不安、法的リスク、将来の見通しの不確実性等
資本構成	<ul style="list-style-type: none"> ・既存株主の構成 ・株式の種類、議決権、配当等の権利内容
経営陣	<ul style="list-style-type: none"> ・CEO、役員、取締役の氏名・略歴・所有株数
事業内容	<ul style="list-style-type: none"> ・会社のビジネスモデル、製品・サービス、収益構造、市場戦略
財務状況	<ul style="list-style-type: none"> ・流動性、資金繰り、債務状況等 ・過去の資金調達履歴
財務諸表	<ul style="list-style-type: none"> ・直近 2 会計年度分の財務諸表 ・調達額に応じて以下のいずれか： <ul style="list-style-type: none"> ①自己作成 ②公認会計士によるレビュー ③監査済
関連当事者取引	<ul style="list-style-type: none"> ・役員・株主との契約、借入、供給取引等

⁵⁴ 出所：SEC “Form C”

<https://www.sec.gov/files/formc.pdf>

SEC 提出書類内容 (Form C)

OMB APPROVAL	
OMB Number:	3235-0716
Expires:	July 31, 2027
Estimated average burden hours per response:	09.30

**UNITED STATES
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION**
Washington, D.C. 20549

**FORM C
UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933**

(Mark one.)

Form C: Offering Statement
 Form C-U: Progress Update: _____
 Form C/A: Amendment to Offering Statement: _____

Check box if Amendment is material and investors must reconfirm within five business days.

Form C-AR: Annual Report
 Form C-AR/A: Amendment to Annual Report
 Form C-TR: Termination of Reporting

Name of issuer: _____
 Legal status of issuer: _____
 Form: _____
 Jurisdiction of Incorporation/Organization: _____
 Date of organization: _____
 Physical address of issuer: _____
 Website of issuer: _____

Is there a co-issuer? yes no. If yes,
 Name of co-issuer: _____
 Legal status of co-issuer: _____
 Form: _____
 Jurisdiction of Incorporation/Organization: _____
 Date of organization: _____
 Physical address of co-issuer: _____
 Website of co-issuer: _____

SEC 2930 (9/22) Potential persons who are to respond to the collection of information contained in this Form are not required to respond unless the Form displays a currently valid OMB control number.

Name of intermediary through which the offering will be conducted: _____

CIK number of intermediary: _____
 SEC file number of intermediary: _____
 CRD number, if applicable, of intermediary: _____

Amount of compensation to be paid to the intermediary, whether as a dollar amount or a percentage of the offering amount, or a good faith estimate if the exact amount is not available at the time of the filing, for conducting the offering, including the amount of referral and any other fees associated with the offering: _____

Any other direct or indirect interest in the issuer held by the intermediary, or any arrangement for the intermediary to acquire such an interest: _____

Type of security offered: _____

Target number of securities to be offered: _____
 Price (or method for determining price): _____
 Target offering amount: _____

Oversubscriptions accepted: Yes No
 If yes, disclose how oversubscriptions will be allocated: Pro-rata basis First-come, first-served basis
 Other - provide a description: _____

Maximum offering amount (if different from target offering amount): _____
 Deadline to reach the target offering amount: _____

NOTE: If the sum of the investment commitments does not equal or exceed the target offering amount at the offering deadline, no securities will be sold in the offering, investment commitments will be cancelled and committed funds will be returned.

Current number of employees: _____

Total Assets: Most recent fiscal year-end: _____ Prior fiscal year-end: _____
 Cash & Cash Equivalents: Most recent fiscal year-end: _____ Prior fiscal year-end: _____

Accounts Receivable:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Short-term Debt:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Long-term Debt:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Revenues/Sales:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Cost of Goods Sold:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Taxes Paid:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____
Net Income:	Most recent fiscal year-end: _____	Prior fiscal year-end: _____

Using the list below, select the jurisdictions in which the issuer intends to offer the securities:
[List will include all U.S. jurisdictions, with an option to add and remove them individually, add all and remove all.]

GENERAL INSTRUCTIONS

I. Eligibility Requirements for Use of Form C

This Form shall be used for the offering statement, and any related amendments and progress reports, required to be filed by any issuer offering or selling securities in reliance on the exemption in Securities Act Section 4(a)(6) and in accordance with Section 4A and Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.). The term "issuer" includes any co-issuer jointly offering or selling securities with an issuer in reliance on the exemption in Securities Act Section 4(a)(6) and in accordance with Securities Act Section 4A and Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.). This Form also shall be used for an annual report required pursuant to Rule 202 of Regulation Crowdfunding (§ 227.202) and for the termination of reporting required pursuant to Rule 203(b)(2) of Regulation Crowdfunding (§ 227.203(b)(2)). Careful attention should be directed to the terms, conditions and requirements of the exemption.

II. Preparation and Filing of Form C

Information on the cover page will be generated based on the information provided in XML format. Other than the cover page, this Form is not to be used as a blank form to be filled in, but only as a guide in the preparation of Form C. General information regarding the preparation, format and how to file this Form is contained in Regulation S-T (§ 232 et seq.).

III. Information to be Included in the Form

Item 1. Offering Statement Disclosure Requirements

An issuer filing this Form for an offering in reliance on Section 4(a)(6) of the Securities Act and pursuant to Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.) must file the Form prior to the commencement of the offering and include the information required by Rule 201 of Regulation Crowdfunding (§ 227.201).

An issuer must include in the XML-based portion of this Form: the information required by paragraphs (a), (e), (g), (h), (i), (n), and (o) of Rule 201 of Regulation Crowdfunding (§ 227.201(a), (e), (g), (h), (i), (n), and (o)); selected financial data for the prior two fiscal years (including total assets, cash and cash equivalents, accounts receivable, short-term debt, long-term debt, revenues/sales, cost of goods sold, taxes paid and net income); the jurisdictions in which the issuer intends to offer the securities; and any information required by Rule 203(a)(3) of Regulation Crowdfunding (§ 227.203(a)(3)).

Other than the information required to be provided in XML format, an issuer may provide the required information in the optional Question and Answer format included herein or in any other format included on the intermediary's platform, by filing such information as an exhibit to this Form, including copies of screen shots of the relevant information, as appropriate and necessary.

If disclosure in response to any paragraph of Rule 201 of Regulation Crowdfunding (§ 227.201) or Rule 203(a)(3) is responsive to one or more other paragraphs of Rule 201 of

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

Regulation Crowdfunding (§ 227.201) or to Rule 203(a)(3) of Regulation Crowdfunding (§ 227.203(a)(3)), issuers are not required to make duplicate disclosures.

Item 2. Legends

(a) An issuer filing this Form for an offering in reliance on Section 4(a)(6) of the Securities Act and pursuant to Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.) must include the following legends:

A crowdfunding investment involves risk. You should not invest any funds in this offering unless you can afford to lose your entire investment.

In making an investment decision, investors must rely on their own examination of the issuer and the terms of the offering, including the merits and risks involved. These securities have not been recommended or approved by any federal or state securities commission or regulatory authority. Furthermore, these authorities have not passed upon the accuracy or adequacy of this document.

The U.S. Securities and Exchange Commission does not pass upon the merits of any securities offered or the terms of the offering, nor does it pass upon the accuracy or completeness of any offering document or literature.

These securities are offered under an exemption from registration; however, the U.S. Securities and Exchange Commission has not made an independent determination that these securities are exempt from registration.

(b) An issuer filing this Form for an offering in reliance on Section 4(a)(6) of the Securities Act and pursuant to Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.) must disclose in the offering statement that it will file a report with the Commission annually and post the report on its website, no later than 120 days after the end of each fiscal year covered by the report. The issuer must also disclose how an issuer may terminate its reporting obligations in the future in accordance with Rule 202(b) of Regulation Crowdfunding (§ 227.202(b)).

Item 3. Annual Report Disclosure Requirements

An issuer filing this Form for an annual report, as required by Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.), must file the Form no later than 120 days after the issuer's fiscal year end covered by the report and include the information required by Rule 201(a), (b), (c), (d), (e), (f), (m), (p), (q), (r), (s), (t), (x) and (y) of Regulation Crowdfunding (§§ 227.201(a), (b), (c), (d), (e), (f), (m), (p), (q), (r), (s), (t), (x) and (y)). For purposes of paragraph (b), the issuer shall provide financial statements certified by the principal executive officer of the issuer to be true and complete in all material respects. If, however, the issuer has available financial statements prepared in accordance with U.S. generally accepted accounting principles (U.S. GAAP) that have been reviewed or audited by an independent certified public accountant, those financial statements must be provided and the principal executive officer certification will not be required.

An issuer must include in the XML-based portion of this Form: the information required by paragraphs (a), and (e) of Rule 201 of Regulation Crowdfunding (§ 227.201(a) and (e)), and

selected financial data for the prior two fiscal years (including total assets, cash and cash equivalents, accounts receivable, short-term debt, revenues/sales, cost of goods sold, taxes paid and net income).

SIGNATURE

Pursuant to the requirements of Sections 4(a)(6) and 4A of the Securities Act of 1933 and Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.), the issuer certifies that it has reasonable grounds to believe that it meets all of the requirements for filing on Form C and has duly caused this Form to be signed on its behalf by the duly authorized undersigned.

(Issuer)
By _____
(Signature and Title)

Pursuant to the requirements of Sections 4(a)(6) and 4A of the Securities Act of 1933 and Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.), this Form C has been signed by the following persons in the capacities and on the dates indicated.

(Signature)

(Title)

(Date)

Instructions.

1. The Form shall be signed by the issuer, its principal executive officer or officers, its principal financial officer, its controller or principal accounting officer and at least a majority of the board of directors or persons performing similar functions. If there is a co-issuer, the Form shall also be signed by the co-issuer, its principal executive officer or officers, its principal financial officer, its controller or principal accounting officer and at least a majority of the board of directors or persons performing similar functions.

2. The name of each person signing the Form shall be typed or printed beneath the signature.

Intentional misstatements or omissions of facts constitute federal criminal violations. See 18 U.S.C. 1001.

OPTIONAL QUESTION & ANSWER FORMAT FOR AN OFFERING STATEMENT

Respond to each question in each paragraph of this part. Set forth each question and any notes, but not any instructions thereto, in their entirety. If disclosure in response to any question is responsive to one or more other questions, it is not necessary to repeat the disclosure. If a question or series of questions is inapplicable or the response is available elsewhere in the Form, either state that it is inapplicable, include a cross-reference to the responsive disclosure, or omit the question or series of questions. The term "issuer" in these questions and answers includes any "co-issuer" jointly offering or selling securities with the issuer in reliance on the exemption in Securities Act Section 4(a)(6) and in accordance with Securities Act Section 4A and Regulation Crowdfunding (§ 227.100 et seq.). Any information provided with respect to the issuer should also be separately provided with respect to any co-issuer.

Be very careful and precise in answering all questions. Give full and complete answers so that they are not misleading under the circumstances involved. Do not discuss any future performance or other anticipated event unless you have a reasonable basis to believe that it will actually occur within the foreseeable future. If any answer requiring significant information is materially inaccurate, incomplete or misleading, the Company, its management and principal shareholders may be liable to investors based on that information.

THE COMPANY

1. Name of issuer: _____

ELIGIBILITY

2. Check this box to certify that all of the following statements are true for the issuer:
- Organized under, and subject to, the laws of a State or territory of the United States or the District of Columbia.
 - Not subject to the requirement to file reports pursuant to Section 13 or Section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934.
 - Not an investment company registered or required to be registered under the Investment Company Act of 1940.
 - Not ineligible to rely on this exemption under Section 4(a)(6) of the Securities Act as a result of a disqualification specified in Rule 503(c) of Regulation Crowdfunding. (For more information about these disqualifications, see Question 30 of this Question and Answer format).
 - Has filed with the Commission and provided to investors, to the extent required, the ongoing annual reports required by Regulation Crowdfunding during the two years immediately preceding the filing of this offering statement (or for such shorter period that the issuer was required to file such reports).

- Not a development stage company that (a) has no specific business plan or (b) has indicated that its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company or companies.

INSTRUCTION TO QUESTION 2: If any of these statements is not true, then you are NOT eligible to rely on this exemption under Section 4(a)(6) of the Securities Act.

3. Has the issuer or any of its predecessors previously failed to comply with the ongoing reporting requirements of Rule 202 of Regulation Crowdfunding? Yes No

Explain: _____

DIRECTORS OF THE COMPANY

4. Provide the following information about each director (and any persons occupying a similar status or performing a similar function) of the issuer:

Name: _____ Dates of Board Service: _____
Principal Occupation: _____
Employer: _____ Dates of Service: _____
Employer's principal business: _____

List all positions and offices with the issuer held and the period of time in which the director served in the position or office:

Position: _____ Dates of Service: _____
Position: _____ Dates of Service: _____
Position: _____ Dates of Service: _____

Business Experience: List the employers, titles and dates of positions held during past three years with an indication of job responsibilities:

Employer: _____
Employer's principal business: _____
Title: _____ Dates of Service: _____
Responsibilities: _____
Employer: _____
Employer's principal business: _____
Title: _____ Dates of Service: _____
Responsibilities: _____

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

Employer: _____
 Employer's principal business: _____
 Title: _____ Dates of Service: _____
 Responsibilities: _____

OFFICERS OF THE COMPANY

5. Provide the following information about each officer (and any persons occupying a similar status or performing a similar function) of the issuer:

Name: _____
 Title: _____ Dates of Service: _____
 Responsibilities: _____

List any prior positions and offices with the issuer and the period of time in which the officer served in the position or office:

Position: _____ Dates of Service: _____
 Responsibilities: _____

Position: _____ Dates of Service: _____
 Responsibilities: _____

Position: _____ Dates of Service: _____
 Responsibilities: _____

Business Experience: List any other employers, titles and dates of positions held during past three years with an indication of job responsibilities:

Employer: _____
 Employer's principal business: _____
 Title: _____ Dates of Service: _____
 Responsibilities: _____

Employer: _____
 Employer's principal business: _____
 Title: _____ Dates of Service: _____
 Responsibilities: _____

9 of 26

Employer: _____
 Employer's principal business: _____
 Title: _____ Dates of Service: _____
 Responsibilities: _____

INSTRUCTION TO QUESTION 5: For purposes of this Question 5, the term officer means a president, vice president, secretary, treasurer or principal financial officer, comptroller or principal accounting officer, and any person routinely performing similar functions.

PRINCIPAL SECURITY HOLDERS

6. Provide the name and ownership level of each person, as of the most recent practicable date, who is the beneficial owner of 20 percent or more of the issuer's outstanding voting equity securities, calculated on the basis of voting power.

Name of Holder	No. and Class of Securities Now Held	% of Voting Power Prior to Offering
_____	_____	_____ %
_____	_____	_____ %
_____	_____	_____ %
_____	_____	_____ %

INSTRUCTION TO QUESTION 6: The above information must be provided as of a date that is no more than 120 days prior to the date of filing of this offering statement.

To calculate total voting power, include all securities for which the person directly or indirectly has or shares the voting power, which includes the power to vote or to direct the voting of such securities. If the person has the right to acquire voting power of such securities within 60 days, including through the exercise of any option, warrant or right, the conversion of a security, or other arrangement, or if securities are held by a member of the family, through corporations or partnerships, or otherwise in a manner that would allow a person to direct or control the voting of the securities (or share in such direction or control) — as, for example, a co-trustee) they should be included as being "beneficially owned." You should include an explanation of these circumstances in a footnote to the "Number of and Class of Securities Now Held." To calculate outstanding voting equity securities, assume all outstanding options are exercised and all outstanding convertible securities converted.

10 of 26

BUSINESS AND ANTICIPATED BUSINESS PLAN

7. Describe in detail the business of the issuer and the anticipated business plan of the issuer.

RISK FACTORS

A crowdfunding investment involves risk. You should not invest any funds in this offering unless you can afford to lose your entire investment.

In making an investment decision, investors must rely on their own examination of the issuer and the terms of the offering, including the merits and risks involved. These securities have not been recommended or approved by any federal or state securities commission or regulatory authority. Furthermore, these authorities have not passed upon the accuracy or adequacy of this document.

The U.S. Securities and Exchange Commission does not pass upon the merits of any securities offered or the terms of the offering, nor does it pass upon the accuracy or completeness of any offering document or literature.

These securities are offered under an exemption from registration; however, the U.S. Securities and Exchange Commission has not made an independent determination that these securities are exempt from registration.

8. Discuss the material factors that make an investment in the issuer speculative or risky:

- (1) _____
- (2) _____
- (3) _____
- (4) _____
- (5) _____
- (6) _____
- (7) _____
- (8) _____
- (9) _____
- (10) _____

INSTRUCTION TO QUESTION 8: Avoid generalized statements and include only those factors that are unique to the issuer. Discussion should be tailored to the issuer's business and the offering and should not repeat the factors addressed in the legends set forth above. No specific number of risk factors is required to be identified. Add additional lines and number as appropriate.

11 of 26

THE OFFERING

9. What is the purpose of this offering?

10. How does the issuer intend to use the proceeds of this offering?

	If Target Offering Amount Sold	If Maximum Amount Sold
Total Proceeds	\$ _____	\$ _____
Less: Offering Expenses		
(A)		
(B)		
(C)		
Net Proceeds	\$ _____	\$ _____
Use of Net Proceeds		
(A)		
(B)		
(C)		
Total Use of Net Proceeds	\$ _____	\$ _____

INSTRUCTION TO QUESTION 10: An issuer must provide a reasonably detailed description of any intended use of proceeds, such that investors are provided with an adequate amount of information to understand how the offering proceeds will be used. If an issuer has identified a range of possible uses, the issuer should identify and describe each probable use and the factors the issuer may consider in allocating proceeds among the potential uses. If the issuer will accept proceeds in excess of the target offering amount, the issuer must describe the purpose, method for allocating oversubscriptions, and intended use of the excess proceeds with similar specificity.

11. (a) Did the issuer make use of any written communication or broadcast script for testing the waters either (i) under the authorization of Rule 241 within 30 days of the initial filing of the offering statement, or (ii) under the authorization of Rule 2067? If so, provide copies of the materials used.

(b) How will the issuer complete the transaction and deliver securities to the investors?

12. How can an investor cancel an investment commitment?

NOTE: Investors may cancel an investment commitment until 48 hours prior to the deadline identified in these offering materials.

The intermediary will notify investors when the target offering amount has been met.

12 of 26

If the issuer reaches the target offering amount prior to the deadline identified in the offering materials, it may close the offering early if it provides notice about the new offering deadline at least five business days prior to such new offering deadline (absent a material change that would require an extension of the offering and reconfirmation of the investment commitment).

If an investor does not cancel an investment commitment before the 48-hour period prior to the offering deadline, the funds will be released to the issuer upon closing of the offering and the investor will receive securities in exchange for his or her investment.

If an investor does not reconfirm his or her investment commitment after a material change is made to the offering, the investor's investment commitment will be cancelled and the committed funds will be returned.

OWNERSHIP AND CAPITAL STRUCTURE

The Offering

- 13. Describe the terms of the securities being offered.
- 14. Do the securities offered have voting rights? Yes No
- 15. Are there any limitations on any voting or other rights identified above? Yes No
Explain: _____
- 16. How may the terms of the securities being offered be modified?

Restrictions on Transfer of the Securities Being Offered

The securities being offered may not be transferred by any purchaser of such securities during the one year period beginning when the securities were issued, unless such securities are transferred:

- (1) to the issuer;
- (2) to an accredited investor;
- (3) as part of an offering registered with the U.S. Securities and Exchange Commission; or
- (4) to a member of the family of the purchaser or the equivalent, to a trust controlled by the purchaser, to a trust created for the benefit of a member of the family of the purchaser or the equivalent, or in connection with the death or divorce of the purchaser or other similar circumstance.

NOTE: The term "accredited investor" means any person who comes within any of the categories set forth in Rule 501(a) of Regulation D, or who the seller reasonably

believes comes within any of such categories, at the time of the sale of the securities to that person.

The term "member of the family of the purchaser or the equivalent" includes a child, stepchild, grandchild, parent, stepparent, grandparent, spouse or spousal equivalent, sibling, mother-in-law, father-in-law, son-in-law, daughter-in-law, brother-in-law, or sister-in-law of the purchaser, and includes adoptive relationships. The term "spousal equivalent" means a cohabitant occupying a relationship generally equivalent to that of a spouse.

Description of Issuer's Securities

17. What other securities or classes of securities of the issuer are outstanding? Describe the material terms of any other outstanding securities or classes of securities of the issuer.

Class of Security	Securities (or Amount) Authorized	Securities (or Amount) Outstanding	Voting Rights	Other Rights
Preferred Stock (list each class in order of preference):			<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No Specify: _____
			<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No Specify: _____
Common Stock:			<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No Specify: _____
Debt Securities:			<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No Specify: _____
Other:			<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No Specify: _____
			<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No Specify: _____

Class of Security	Securities Reserved for Issuance upon Exercise or Conversion
Warrants: _____	_____
Options: _____	_____
Other Rights: _____	_____

- 18. How may the rights of the securities being offered be materially limited, diluted or qualified by the rights of any other class of security identified above?
- 19. Are there any differences not reflected above between the securities being offered and each other class of security of the issuer? Yes No
Explain: _____
- 20. How could the exercise of rights held by the principal shareholders identified in Question 6 above affect the purchasers of the securities being offered?
- 21. How are the securities being offered being valued? Include examples of methods for how such securities may be valued by the issuer in the future, including during subsequent corporate actions.
- 22. What are the risks to purchasers of the securities relating to minority ownership in the issuer?
- 23. What are the risks to purchasers associated with corporate actions including:
 - additional issuances of securities;
 - issuer repurchases of securities;
 - a sale of the issuer or of assets of the issuer or
 - transactions with related parties?

24. Describe the material terms of any indebtedness of the issuer

Creditor(s)	Amount Outstanding	Interest Rate	Maturity Date	Other Material Terms
	\$ _____	_____ %	_____	_____
	\$ _____	_____ %	_____	_____
	\$ _____	_____ %	_____	_____

25. What other exempt offerings has the issuer conducted within the past three years?

Date of Offering	Exemption Relied Upon	Securities Offered	Amount Sold	Use of Proceeds
_____	_____	_____	\$ _____	_____
_____	_____	_____	\$ _____	_____
_____	_____	_____	\$ _____	_____

26. Was or is the issuer or any entities controlled by or under common control with the issuer a party to any transaction since the beginning of the issuer's last fiscal year, or any currently proposed transaction, where the amount involved exceeds five percent of the aggregate amount of capital raised by the issuer in reliance on Section 4(a)(6) of the Securities Act during the preceding 12-month period, including the amount the issuer seeks to raise in the current offering, in which any of the following persons had or is to have a direct or indirect material interest:

- (1) any director or officer of the issuer;
- (2) any person who is, as of the most recent practicable date, the beneficial owner of 20 percent or more of the issuer's outstanding voting equity securities, calculated on the basis of voting power;
- (3) if the issuer was incorporated or organized within the past three years, any promoter of the issuer; or
- (4) any immediate family member of any of the foregoing persons.

If yes, for each such transaction, disclose the following:

Specified Person	Relationship to Issuer	Nature of Interest in Transaction	Amount of Interest
_____	_____	_____	\$ _____
_____	_____	_____	\$ _____
_____	_____	_____	\$ _____

INSTRUCTIONS TO QUESTION 26:

The term transaction includes, but is not limited to, any financial transaction, arrangement or relationship (including any indebtedness or guarantee of indebtedness) or any series of similar transactions, arrangements or relationships.

Beneficial ownership for purposes of paragraph (2) shall be determined as of a date that is no more than 120 days prior to the date of filing of this offering statement and using the same calculation described in Question 6 of this Question and Answer format.

The term "member of the family" includes any child, stepchild, grandchild, parent, stepparent, grandparent, spouse or spousal equivalent, sibling, mother-in-law, father-in-law, son-in-law, daughter-in-law, brother-in-law, or sister-in-law of the person, and includes adoptive relationships. The term "spousal equivalent" means a co-habitant occupying a relationship generally equivalent to that of a spouse.

Compute the amount of a related party's interest in any transaction without regard to the amount of the profit or loss involved in the transaction. Where it is not practicable to state the approximate amount of the interest, disclose the approximate amount involved in the transaction.

FINANCIAL CONDITION OF THE ISSUER

27. Does the issuer have an operating history? Yes No

28. Describe the financial condition of the issuer, including, to the extent material, liquidity, capital resources and historical results of operations.

INSTRUCTIONS TO QUESTION 28:

The discussion must cover each year for which financial statements are provided. Include a discussion of any known material changes or trends in the financial condition and results of operations of the issuer during any time period subsequent to the period for which financial statements are provided.

For issuers with no prior operating history, the discussion should focus on financial milestones and operational, liquidity and other challenges.

For issuers with an operating history, the discussion should focus on whether historical results and cash flows are representative of what investors should expect in the future.

Take into account the proceeds of the offering and any other known or pending sources of capital. Discuss how the proceeds from the offering will affect liquidity, whether receiving these funds and any other additional funds is necessary to the viability of the business, and how quickly the issuer anticipates using its available cash. Describe the other available sources of capital to the business, such as lines of credit or required contributions by shareholders.

References to the issuer in this Question 28 and these instructions refer to the issuer and its predecessors, if any.

FINANCIAL INFORMATION

29. Include the financial information specified below covering the two most recently completed fiscal years or the period(s) since inception, if shorter:

Aggregate Offering Amount (defined below):	Financial Information Required:	Financial Statement Requirements:
(a) \$124,000 or less:	<ul style="list-style-type: none"> • The following information or their equivalent line items as reported on the federal income tax return filed by the issuer for the most recently completed year (if any): <ul style="list-style-type: none"> o Total income o Taxable income; and o Total tax; • certified by the principal executive officer of the issuer to reflect accurately the information reported on the issuer's federal income tax returns; and • Financial statements of the issuer and its predecessors, if any. 	<p>Financial statements must be certified by the principal executive officer of the issuer as set forth below.</p> <p>If financial statements are available that have either been reviewed or audited by a public accountant that is independent of the issuer, the issuer must provide those financial statements instead along with a signed audit or review report and need not include the information reported on the federal income tax returns or the certification of the principal executive officer.</p>

Aggregate Offering Amount (defined below):	Financial Information Required:	Financial Statement Requirements:
(b) More than \$124,000, but not more than \$618,000:	Financial statements of the issuer and its predecessors, if any.	<p>Financial statements must be reviewed by a public accountant that is independent of the issuer and must include a signed review report.</p> <p>If financial statements of the issuer are available that have been audited by a public accountant that is independent of the issuer, the issuer must provide those financial statements instead along with a signed audit report and need not include the reviewed financial statements.</p>
(c) More than \$618,000:	Financial statements of the issuer and its predecessors, if any.	<p>If the issuer has previously sold securities in reliance on Regulation Crowdfunding:</p> <p>Financial statements must be audited by a public accountant that is independent of the issuer and must include a signed audit report.</p> <p>If the issuer has not previously sold securities in reliance on Regulation Crowdfunding and it is offering more than \$618,000 but not more than \$1,235,000:</p> <p>Financial statements must be reviewed by a public accountant that is independent of the issuer and must include a signed review report.</p> <p>If financial statements of the issuer are available that have been audited by a public accountant that is independent of the issuer, the issuer must provide those financial statements instead along with a signed audit report and need not include the reviewed financial statements.</p>

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

INSTRUCTIONS TO QUESTION 29: To determine the financial statements required, the Aggregate Offering Amount for purposes of this Question 29 means the aggregate amounts offered and sold by the issuer, all entities controlled by or under common control with the issuer, and all predecessors of the issuer in reliance on Section 4(a)(6) of the Securities Act within the preceding 12-month period plus the current maximum offering amount provided on the cover of this Form.

To determine whether the issuer has previously sold securities in reliance on Regulation Crowdfunding for purposes of paragraph (c) of this Question 29, "issuer" means the issuer, all entities controlled by or under common control with the issuer, and all predecessors of the issuer.

Financial statements must be prepared in accordance with U.S. generally accepted accounting principles and must include balance sheets, statements of comprehensive income, statements of cash flows, statements of changes in stockholders' equity and notes to the financial statements. If the financial statements are not audited, they shall be labeled as "unaudited."

Issuers offering securities and required to provide the information set forth in row (a) before filing a tax return for the most recently completed fiscal year may provide information from the tax return filed for the prior year (if any), provided that the issuer provides information from the tax return for the most recently completed fiscal year when it is filed, if filed during the offering period. An issuer that requested an extension of the time to file would not be required to provide information from the tax return until the date when the return is filed, if filed during the offering period.

A principal executive officer certifying financial statements as described above must provide the following certification**:

I, [identify the certifying individual], certify that:

- (1) the financial statements of [identify the issuer] included in this Form are true and complete in all material respects; and
- (2) the tax return information of [identify the issuer] included in this Form reflects accurately the information reported on the tax return for [identify the issuer] filed for the fiscal year ended [date of most recent tax return].

[Signature]

[Title]

** Intentional misstatements or omissions of facts constitute federal criminal violations. See 18 U.S.C. 1001.

To qualify as a public accountant that is independent of the issuer for purposes of this Question 29, the accountant must satisfy the independence standards of either:

- (i) Rule 2-01 of Regulation S-X or
- (ii) the AICPA.

21 of 26

The public accountant that audits or reviews the financial statements provided by an issuer must be (1) duly registered and in good standing as a certified public accountant under the laws of the place of his or her residence or principal office or (2) in good standing and entitled to practice as a public accountant under the laws of his or her place of residence or principal office.

An issuer will not be in compliance with the requirement to provide reviewed financial statement if the issuer received a review report that includes modifications. An issuer will not be in compliance with the requirement to provide audited financial statements if the issuer received a qualified opinion, an adverse opinion, or a disclaimer of opinion.

The issuer must notify the public accountant of the issuer's intended use of the public accountant's audit or review report in the offering.

For an offering conducted in the first 120 days of a fiscal year, the financial statements provided may be for the two fiscal years prior to the issuer's most recently completed fiscal year; however, financial statements for the two most recently completed fiscal years must be provided if they are otherwise available. If more than 120 days have passed since the end of the issuer's most recently completed fiscal year, the financial statements provided must be for the issuer's two most recently completed fiscal years. If the 120th day falls on a Saturday, Sunday, or holiday, the next business day shall be considered the 120th day for purposes of determining the age of the financial statements.

An issuer may elect to delay complying with any new or revised financial accounting standard until the date that a company that is not an issuer (as defined under section 2(a) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002) is required to comply with such new or revised accounting standard, if such standard also applies to companies that are not issuers. Issuers electing such extension of time accommodation must disclose it at the time the issuer files its offering statement and apply the election to all standards. Issuers electing not to use this accommodation must forgo this accommodation for all financial accounting standards and may not elect to rely on this accommodation in any future filings.

30. With respect to the issuer, any predecessor of the issuer, any affiliated issuer, any director, officer, general partner or managing member of the issuer, any beneficial owner of 20 percent or more of the issuer's outstanding voting equity securities, calculated in the same form as described in Question 6 of this Question and Answer format, any promoter connected with the issuer in any capacity at the time of such sale, any person that has been or will be paid (directly or indirectly) remuneration for solicitation of purchasers in connection with such sale of securities, or any general partner, director, officer or managing member of any such solicitor, prior to May 16, 2016:

- (1) Has any such person been convicted, within 10 years (or five years, in the case of issuers, their predecessors and affiliated issuers) before the filing of this offering statement, of any felony or misdemeanor:
 - (i) in connection with the purchase or sale of any security? Yes No
 - (ii) involving the making of any false filing with the Commission? Yes No

(iii) arising out of the conduct of the business of an underwriter, broker, dealer, municipal securities dealer, investment adviser, funding portal or paid solicitor of purchasers of securities? Yes No

If Yes to any of the above, explain: _____

(2) Is any such person subject to any order, judgment or decree of any court of competent jurisdiction, entered within five years before the filing of the information required by Section 4A(b) of the Securities Act that, at the time of filing of this offering statement, restrains or enjoins such person from engaging or continuing to engage in any conduct or practice:

- (i) in connection with the purchase or sale of any security? Yes No
- (ii) involving the making of any false filing with the Commission? Yes No
- (iii) arising out of the conduct of the business of an underwriter, broker, dealer, municipal securities dealer, investment adviser, funding portal or paid solicitor of purchasers of securities? Yes No

If Yes to any of the above, explain: _____

(3) Is any such person subject to a final order of a state securities commission (or an agency or officer of a state performing like functions), a state authority that supervises or examines banks, savings associations or credit unions, a state insurance commission (or an agency or officer of a state performing like functions), an appropriate federal banking agency, the U.S. Commodity Futures Trading Commission, or the National Credit Union Administration that:

- (i) at the time of the filing of this offering statement bars the person from:
 - (A) association with an entity regulated by such commission, authority, agency or officer? Yes No
 - (B) engaging in the business of securities, insurance or banking? Yes No
 - (C) engaging in savings association or credit union activities? Yes No
- (ii) constitutes a final order based on a violation of any law or regulation that prohibits fraudulent, manipulative or deceptive conduct and for which the order was entered within the 10-year period ending on the date of the filing of this offering statement? Yes No

If Yes to any of the above, explain: _____

(4) Is any such person subject to an order of the Commission entered pursuant to Section 15(b) or 15B(c) of the Exchange Act or Section 203(e) or (f) of the Investment Advisers Act of 1940 that, at the time of the filing of this offering statement:

- (i) suspends or revokes such person's registration as a broker, dealer, municipal securities dealer, investment adviser or funding portal? Yes No

23 of 26

(ii) places limitations on the activities, functions or operations of such person? Yes No

(iii) bars such person from being associated with any entity or from participating in the offering of any penny stock? Yes No

If Yes to any of the above, explain: _____

(5) Is any such person subject to any order of the Commission entered within five years before the filing of this offering statement that, at the time of the filing of this offering statement, orders the person to cease and desist from committing or causing a violation or future violation of:

- (i) any scienter-based anti-fraud provision of the federal securities laws, including without limitation Section 17(a)(1) of the Securities Act, Section 10(b) of the Exchange Act, Section 15(c)(1) of the Exchange Act and Section 206(1) of the Investment Advisers Act of 1940 or any other rule or regulation thereunder? Yes No
- (ii) Section 5 of the Securities Act? Yes No

If Yes to either of the above, explain: _____

(6) Is any such person suspended or expelled from membership in, or suspended or barred from association with a member of, a registered national securities exchange or a registered national or affiliated securities association for any act or omission to act constituting conduct inconsistent with just and equitable principles of trade? Yes No

If Yes, explain: _____

(7) Has any such person filed (as a registrant or issuer), or was any such person or was any such person named as an underwriter in, any registration statement or Regulation A offering statement filed with the Commission that, within five years before the filing of this offering statement, was the subject of a refusal order, stop order, or order suspending the Regulation A exemption, or is any such person, at the time of such filing, the subject of an investigation or proceeding to determine whether a stop order or suspension order should be issued? Yes No

If Yes, explain: _____

(8) Is any such person subject to a United States Postal Service false representation order entered within five years before the filing of the information required by Section 4A(b) of the Securities Act, or is any such person, at the time of filing of this offering statement, subject to a temporary restraining order or preliminary injunction with respect to conduct alleged by the United States Postal Service to constitute a scheme or device for obtaining money or property through the mail by means of false representations? Yes No

24 of 26

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

If Yes, explain: _____

If you would have answered "Yes" to any of these questions had the conviction, order, judgment, decree, suspension, expulsion or bar occurred or been issued after May 16, 2016, then you are NOT eligible to rely on this exemption under Section 4(a)(6) of the Securities Act.

INSTRUCTIONS TO QUESTION 30: Final order means a written directive or declaratory statement issued by a federal or state agency, described in Rule 503(a)(3) of Regulation Crowdfunding, under applicable statutory authority that provides for notice and an opportunity for hearing, which constitutes a final disposition or action by that federal or state agency.

No matters are required to be disclosed with respect to events relating to any affiliated issuer that occurred before the affiliation arose if the affiliated entity is not (i) in control of the issuer or (ii) under common control with the issuer by a third party that was in control of the affiliated entity at the time of such events.

OTHER MATERIAL INFORMATION

31. In addition to the information expressly required to be included in this Form, include:

- (1) any other material information presented to investors; and
- (2) such further material information, if any, as may be necessary to make the required statements, in the light of the circumstances under which they are made, not misleading.

INSTRUCTIONS TO QUESTION 31: If information is presented to investors in a format, media or other means not able to be reflected in text or portable document format, the issuer should include

- (a) a description of the material content of such information;
- (b) a description of the format in which such disclosure is presented; and
- (c) in the case of disclosure in video, audio or other dynamic media or format, a transcript or description of such disclosure.

ONGOING REPORTING

The issuer will file a report electronically with the Securities & Exchange Commission annually and post the report on its website, no later than:

_____ (120 days after the end of each fiscal year covered by the report).

Once posted, the annual report may be found on the issuer's website at: _____

The issuer must continue to comply with the ongoing reporting requirements until:

- (1) the issuer is required to file reports under Section 13(a) or Section 15(d) of the Exchange Act;
- (2) the issuer has filed, since its most recent sale of securities pursuant to this part, at least one annual report pursuant to this section and has fewer than 300 holders of record;
- (3) the issuer has filed, since its most recent sale of securities pursuant to this part, the annual reports required pursuant to this section for at least the three most recent years and has total assets that do not exceed \$10,000,000;
- (4) the issuer or another party repurchases all of the securities issued in reliance on Section 4(a)(6) of the Securities Act, including any payment in full of debt securities or any complete redemption of redeemable securities; or
- (5) the issuer liquidates or dissolves its business in accordance with state law.

(2) 市場仲介者に対する規制

市場仲介を行うブローカーは、証券法 15 条に基づいた登録義務があり、主要な規定は以下のとおりである。

証券取引法に基づいたブローカーの主な登録要件

項目	義務内容	根拠条文 または規則
SEC 登録義務	米国市場で有価証券の仲介を行うには、SEC に「B/D」として登録が必要	証券法 15(a)(1)
自己規制団体 (SRO) 加盟義務	登録後、FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) 等の SRO に加盟義務	証券法 15(b)(8) & FINRA 規則
最低資本金	業務内容に応じて一定額以上の純資産の維持義務 (ブローカー業務を行う場合は 100,000 ドル以上)	証券法 15(c) (1,3)
適格性審査	経営陣・従業員の犯罪歴・懲戒歴・財務状況を調査され、「不適格者」は登録不可	証券法 15(b)(4)
定期的な監査・検査	SEC および FINRA による定期検査の対象	証券法 15(b) FINRA 手続

加えて、ブローカーは以下のような投資家保護の義務を負う。

ブローカーの投資家保護に係る主な義務

項目	義務内容	根拠条文 または規則
虚偽表示・情報隠蔽・詐欺的手法の全面禁止	意図的な詐欺や過失含む虚偽説明、欺瞞的行為を禁止	証券法 17(a) SEC 規則 10b-5
最善利益義務	リテール顧客への商品の推奨時には顧客の利益を最優先とすることを規定	Regulation Best Interest (17 CFR § 240.15l-1)
適合性原則	顧客の属性に合った投資勧誘の実施を義務付け	FINRA 規則 2111
広告規制と表示義務	誤解を招く表示や保証の禁止、登録ステータスや免責事項の開示義務	FINRA 規則 2210
州レベルの登録義務	各州の証券監督官協会 (NASAA) に基づく登録が必要な場合あり	各国州法 (ブルースカイ法)

506(c)に基づいた資金調達に際し、発行体は認定投資家の資格確認について、ブローカーを通じて行うことができるとされている⁵⁵。その際には、投資家の資格確認義務がブローカーに発生するが、資格確認の方法等は前述した通りである。

また、FINRA 規則 5123 は、登録免除を利用して非公募で証券を販売する会員が、初回販売日から 15 営業日以内に、覚書、条件書、その他の募集文書等のコピーを FINRA に提出することを求めている。この際、Rule 506(b)または 506(c)に基づいて発行された株式であっても、機関投資家等の法人のみに販売する場合は義務が免除される。

⁵⁵ 出所：SEC “Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings ”
<https://www.sec.gov/files/rules/final/2013/33-9415.pdf>

なお、いわゆる株式投資型のクラウドファンディング⁵⁶においては、各事業者は Funding Portal または B/D いずれかの形態で SEC に登録する必要がある。Funding Portal として登録する場合、投資助言や購入勧誘等を行うことができないという制限が課され、B/D として登録する方が実施可能な業務範囲が広がる。

(3) エコシステムを構成する関係者に対する規制

米国では、投資に際し、SPV が用いられることも多いが、SPV の設立・運営に関して特定の立法は行われていない模様である。一方で、SPV の業務として募集等を行う場合は、同様の業務を行うに際しての登録等の義務が生じるものと解される。

投資顧問業者（Investment Advisor）もその顧客である投資家に対し、未公開株含む証券に関する情報提供やアドバイスを行うケースがある。具体的な事例として、マーケットプレイスである Forge は、子会社として Forge Global Advisors LLC を持つ。同社は投資顧問法に基づく RIA（Registered Investment Advisor）であり、セカンダリにおいて構築した発行体との関係性をベースに、プライマリの調達情報等を投資顧問として提供している可能性がある。投資顧問を行う事業者は顧客保護のため、以下のような規制を受けるが、これらの規制は未公開株の取引以外にも適用される。

投資顧問業者の主な顧客保護義務内容

項目	義務内容	根拠条文または規則
詐欺・不実表示・利益相反の禁止	投資顧問業者による詐欺・不実表示・利益相反する行為の禁止	投資顧問法 (Advisers Act) 206
投資顧問に係る広告規制	ウェブサイト・プレゼン資料・投資パフォーマンス表示等の広告は誤解を招く表現等を禁止	SEC 規則 206 (4)-1
広告規制と表示義務	誤解を招く表示や保証の禁止、登録ステータスや免責事項の開示義務	FINRA 規則 2210

⁵⁶ 詳細は第 2 章 2 (2-2) において後述

顧客資産の保全	顧客資産の保管（カストディ）義務 未公開株を含む資産を預かる場合、監査・通知・ 報告手続きが必要	SEC 規則 206 (4)-2
---------	--	------------------

また、投資家を発行体に紹介する等で発行体の資金調達を支援する「ファインダー」がエコシステム上で一定の役割を果たしている。ファインダーとは、資金調達を行う発行体と投資家をつなぎ合わせる役割を担う個人を指し、発行体の依頼をもとに VC やエンジェル投資家を紹介し、資金調達が成功した場合に成功報酬を得ることが多い。米国ではこれまでブローカーに認められる行為が証券取引法において明確に定義されておらず、これらファインダーとブローカーの規制上の区別が曖昧であった。そのため、ファインダーが無登録のブローカー行為を行っていると思われる場合には都度 SEC が適法性を判断していた。米国では、一般的に証券仲介業務に従事する者はブローカーとして登録することが義務付けられているが、同登録の負荷が大きいことから、2020年10月にファインダーをブローカーの登録免除外とする提案が SEC よりなされた⁵⁷。しかしながら、同提案は現在のところ、正式採用となっていない。一方で、ブローカー登録を行っていないファインダーの活動が行われていることも指摘され、その適法性については議論の余地が残る状況であると言える。

(4) 投資家保護上の施策

米国の非上場株式市場における投資家保護は、主に認定投資家の範囲設定と情報開示・不正防止策によって担保されている。十分な資力や知識を持つ投資家のみリスクの高い未公開株へのアクセスを許可することで、一般投資家（リテール層）が過度のリスクに晒されないようにしている。例えば、発行体が Regulation A に基づいた Tier2 として調達を行う場合、認定投資家でない投資家は年間 10 万ドルまで投資可能金額が制限される。Regulation D による募集の場合、対象者が非認定投資家を含む場合は、Rule 506(b)に基づいて人数が 35 人未満に制限される。この場合、一般的な広告や勧誘は禁止される。

投資者の適格性の確認は、発行体に係る規制として前述した通りに実施される。

⁵⁷ 出所：SEC “SEC Proposes Conditional Exemption for Finders Assisting Small Businesses with Capital Raising” <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-248>

未登録証券の販売に関する不正行為の事案としては、事業・製品に関する説明の虚偽表示（誇張等）や、財務業績の虚偽表示（収益の水増し等）の事案が多くみられる。未登録証券の開示については、公開証券の提出（10-K や S-1 等）と違い、規制当局によって自動的にレビューや二重チェックが行われるわけではないため、投資家は適切なデューデリジェンスを行ったとしても、依然として重大なリスクにさらされていると言える。

例えば Theranos 社の事例では、自社の血液検査製品の実績について、十分な製品証拠を示すことなく、誤解を招く説明がされた。また、SKEAEL Inc.社の事例では、CEO が収益を水増しし、その収益が継続的であるように誇張された。両社は、Rule 506(b) の免除規定に沿った手続きで多額の資本を投資家から調達したが、虚偽表示および情報漏れに関する告発がなされ、SEC による調査の対象となった。

虚偽の開示情報及び不正会計のケーススタディ⁵⁸

#	企業名	時期	関連規制	概要	詳細
1	Kubient Inc,	2024 年 9 月	Rule 506(b)	事業・製品に関する説明の虚偽表示 - デジタル広告会社 Kubient の CEO である Roberts は、Kubient のソフトウェアプログラムが不正をリアルタイムで検出するという虚偽のレポートを捏造 Kubient は、株式発行により 3300 万ドルを調達	- SEC は、詐欺防止措置違反の容疑で、元 CEO、CFO、監査委員会委員長を告発 - 各被告人に対して、差し止め命令、役員・取締役の禁止、民事制裁金、その他の救済措置を請求しており、現在、裁判が進行中
2	Co-Diagnostics, Inc.	2023 年 7 月	Rule 506(b)	事業・製品に関する説明の虚偽表示 分子診断企業 Co-Diagnostics は、4700 万ドル相当の未登録証券を発行する前に、誤解を招くような新型コロナウイルスの検出能力を示唆するスクリーニング検査製	- SEC は、Co-Diagnostics と経営者 3 名が第 17 条、規則 13a-14、規則 13ab、および 12b に違反したことを確認 - 被告らは計 40 万 5000 ドルの支払いに同意

⁵⁸ 出所：公開情報

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

				品に関するプレスリリースを発表	
3	Theranos	2018年3月	Rule 506(b)	<p>事業・製品に関する説明の虚偽表示</p> <ul style="list-style-type: none"> - Theranos社は、血液検査装置の能力の虚偽表示により、Rule506(b)に基づく申請で約6億ドルを調達 - 自社の血液検査装置ではなく、第三者の装置機械の結果を使って主要な投資家を誘引 - 推定される投資家の損失額は約7億ドルで、そのうち法的に認められた詐欺による損失額は1億2,100万ドル 	<ul style="list-style-type: none"> - 経営者の Holmes と Balwani はそれぞれ13年、11年の懲役刑 - 投資家が実際に返金を受けられたのは左記のとおり損失額の一部のみ - Theranos社は解散。・Holmesは10年間の役員および取締役職の就任禁止処分
4	SKAEL, Inc,	2024年9月	Rule 506(b)	<p>財務情報の虚偽表示</p> <ul style="list-style-type: none"> - SKAELのCEO、Baba Nadimpalliは、SKAELの年間定期収益が実際の額の10倍にあたる数千ドルであると虚偽の主張を行い、投資家から3,000万ドル以上を調達 	<ul style="list-style-type: none"> - CEOのNadimpalliは、投資家を欺き、会社の財務および売上情報について誤解を与えたとして、証券詐欺および電子詐欺の複数の容疑で起訴された - 現在裁判中で、有罪判決が下された場合、最大20年の懲役刑および最大500万ドルの罰金が科される可能性がある

未公開株詐欺等の事例としては、投資家資産の不正利用、投資戦略に関する虚偽の説明、ファンドパフォーマンスの誇張、隠れた手数料（または投資家ごとに異なる手数料）の徴収、利益相反の開示の欠如等が挙げられる。

詐欺行為の被害者には、洗練された投資家と未熟な投資家の両方が含まれるが、詐欺師は高額所得者（これにより、限られた投資家に対して投資を提供し、巨額の資金を得ることができる）、機関投資家（年金基金、ファミリーオフィス、保険会社、政府系ファンド等）といった洗練された投資家をターゲットとすることが多い。投資家自身が行うデューデリジェンスでは投資の安全性を保証できず、投資家が危険にさらされているケースも存在するため、SECによる監査及び違反に対する取り締まりが行われている。

未公開株詐欺等のケーススタディ⁵⁹

#	企業名	時期	不正行為	規制当局の対応
1	GPB Capital Holdings	2024年 9月	<ul style="list-style-type: none"> - GPB社は、日付を偽った書類や分配のための資金流用等詐欺的なスキームを利用し、18億ドルを調達 - 同社は、2つの有限責任事業組合の監査済み財務諸表がないことを顧客に通知しなかった 	<ul style="list-style-type: none"> - GPBは現在清算手続き中 - FINRAは、GPBが販売した私募債について、監査済みの財務諸表がないことを顧客に通知しなかったことを理由に、15社の証券会社に総額370万ドルの罰金を科した
2	Abraaj Group	2023年 4月	<ul style="list-style-type: none"> - Abraaj Groupの役員であるSelcuk Yorganciogluは、Abraaj Turkey Fund I Projectの一員として、投資先企業の財務状況に関する「重要かつ関連性のある事実」を開示しなかった - Abraajには、不正行為と多額の罰金の前科があった - Abraajと会計監査法人KPMGの個人的な友好関係が不正行為につながったとされる（KPMGは否定） 	<ul style="list-style-type: none"> - Abraaj Groupは不正行為の告発により清算手続き中

⁵⁹ 出所：公開情報

米国・欧州における非上場株式の取引制度調査報告書

#	企業名	時期	不正行為	規制当局の対応
3	Oppenheimer	2022年 9月	<ul style="list-style-type: none"> - OppenheimerのB/DであったJohn Woodsは、Oppenheimerの顧客を含む投資家から詐欺行為を行ったとして告発された 	<ul style="list-style-type: none"> - FINRAは、Oppenheimerが詐欺に関与していなかったにもかかわらず、John Woodsを適切に監督しなかったことを指摘 - 投資家はOppenheimerに対して3600万ドルの賠償金を請求
4	Elliot Smerling (JES Global Capital)	2022年 4月	<ul style="list-style-type: none"> - JES Global CapitalのCEOであるElliot Smerlingは、実質的に虚偽で誤解を招く財務諸表により、同社が運営するファンドの投資家を勧誘 - Smerlingは、偽造された申請書類を基に、約1億4000万ドルの担保付融資を受けた 	<ul style="list-style-type: none"> - CEOのElliot Smerlingは、証券詐欺および銀行詐欺の容疑で訴追された
5	HIG Capital	2021年 10月	<ul style="list-style-type: none"> - 2012年にHIGがSouth Bay Mental Health Centerを買収した際、2009年にSouth Bay社がマサチューセッツ州に虚偽の医療請求を行っていたことを見抜けず - 最終的には内部告発者が不正請求防止法に基づき、投資家の損害について訴訟を提起 	<ul style="list-style-type: none"> - 内部告発者が不正請求防止法に基づき訴訟を起し、HIGは詐欺事件の和解金として2000万ドルを支払い

(5) 税法上の措置

米国では、未上場企業への投資を促進するための税制優遇措置として、連邦税法（IRC）上で、適格中小企業株式（QSBS: Qualified Small Business Stock）制度が設けられている。IRC Section 1202 の規定によると、スタートアップ株式のキャピタルゲインについて、法人として独立した法的存在を持ち、株主とは別に法人税を支払う株式会社（C-Corporation）であって、一定の要件を満たすスタートアップの株式を投資家が取得・長期保有した場合に、売却益（キャピタルゲイン）に対する課税が大幅に軽減・免除される。具体的には、株式を5年以上保有すれば、売却益の最大10Mドルまたは取得額の10倍まで最大100%非課税にできる。

加えて、IRC Section 1045 は、QSBS の売却益を売却後60日以内に新たなQSBSへの投資に充当することで、取得日も元のものを引き継ぎ、キャピタルゲイン課税の繰延が可能となると規定する。また、IRC Section 1244 の規定では単身で最大50,000ドル、夫婦で100,000ドルまでの国内中小企業の株式の売却損失をキャピタルロスではなく通常損失として計算可能としている。米国の起業家やVCはこの税優遇を念頭に置いて投資戦略を立てることが多く、成功した場合の巨額キャピタルゲインがほぼ非課税となる点はリスクマネー供給の原動力の一つである。

連邦税法上の投資促進制度

条文	名称	内容	主な要件	減税効果
IRC 1202	Qualified Small Business Stock (QSBS) Exclusion	条件を満たした株式を5年以上保有すれば、売却益を最大100%非課税とすることが可能	<ul style="list-style-type: none"> ・ C-Corporation 企業の株式で ・ 取得時総資産 <50M ドル ・ Active Business (80% 以上) ・ 一定業種 (金融、法律等) は除外 	売却益の最大10Mドルまたは取得額の10倍まで非課税
IRC 1045	Rollover of Gain from Small Business Stock	IRC1202 適格株式を売却後60日以内に再投資すれば、キャピタルゲインの課税繰延が可能	<ul style="list-style-type: none"> ・ IRC 1202 適格株式であること ・ 5年未満保有での売却 ・ 60日以内の再投資 	売却益に対する課税を繰延
IRC 1244	Small Business Stock Loss Deduction	未公開企業の株式が無価値化・売却損となった際、損失を通常損益 (Ordinary Loss) として控除可能	<ul style="list-style-type: none"> ・ 発行企業の資産総額 <1M ドル ・ 個人による直接取得株式 	最大50Kドル (単身) 100Kドル (夫婦) を他の所得と通算可能

このほか、投資家がスタートアップに出資した際に州レベルで税額控除を与える制度（エンジェル税制）がある州も存在する。

米国各州のエンジェル税制の例⁶⁰

州名	控除割合	控除上限額	対象企業の条件
ミネソタ州	25%	個人：125,000 ドル/年 夫婦：250,000 ドル/年	- 本社が州内に存在 - 従業員 25 人以下 - 設立 10 年以内 - ハイテク、バイオ、IT 等
ウィスコンシン州	25%	500,000 ドル/投資家/年	- 本社が州内に存在 - 従業員 100 人以下 - 設立 10 年以内 - 製造、バイオ、IT 等
ジョージア州	35%	50,000 ドル/投資家/年	- 本社が州内に存在 - 従業員 20 人以下 - 設立 3 年以内 - 製造、バイオ、IT 等
オレゴン州	25%	250,000 ドル/投資家/年	- 本社が州内に存在 - 従業員 50 人以下 - 設立 5 年以内 - クリーン Tech、先端製造等
コロラド州	25% (または 30%)	50,000 ドル/投資家/年	- 本社が州内に存在 - 従業員 100 人以下 - 設立 5 年以内 - バイオ、IT、再エネ等

⁶⁰ 出所：各州ウェブサイト

2. 非上場株式プライマリ市場構造

(1) 取引市場の分析

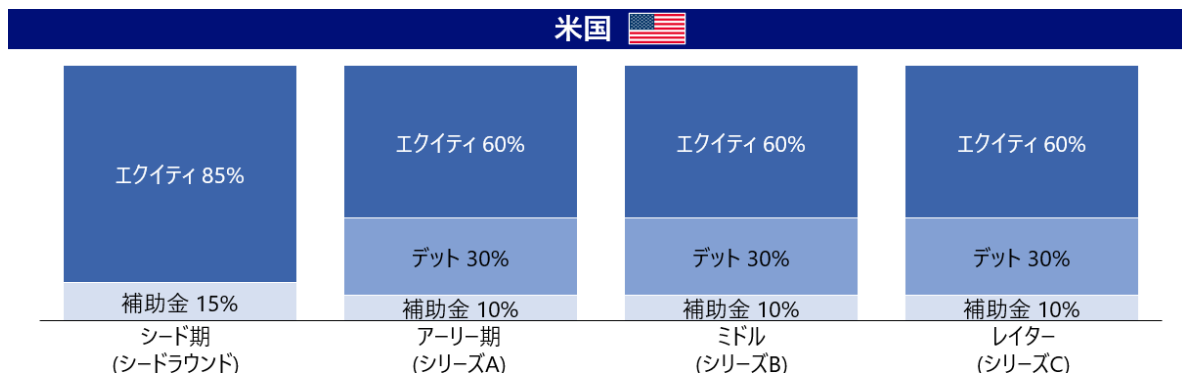
2012年4月、バラク・オバマ政権においてJOBS法（Jumpstart Our Business Act）が成立した。これにより、クラウドファンディングをはじめとするスタートアップの資金調達環境が整備され、米国のスタートアップは非上場であっても資金調達を行いやすくなった。その他、年金基金等の大型な機関投資家が非上場株式への投資を積極的に行い、VCやPEファンドが多く存在する中で大規模な資金調達を行えることを背景として、プライマリ市場は発展を続けている。

(2) 取引手法・価格決定メカニズムの分析

(2-1) 資金調達手法の分析

米国の発行体は、成長ステージによらず株式による資金調達が中心である。その背景には、先述したように、ハイリスクながらも大量の資金が供給される環境が法律上・実務上整備されている点が挙げられる。以下は、複数のヒアリングをもとに作成した、成長ステージ別に見た米国の発行体による資金調達手法の大まかな構成比を示したものである。

米国プライマリ市場：発行体ステージ別の資金調達手法の内訳イメージ(取引金額ベース)⁶¹



⁶¹ 出所：実務家ヒアリング

創業初期のシード期においては補助金の利用も一部見られるが、ほとんどの場合は株式による調達が行われる。補助金については、例えばヘルスケア領域で癌治療薬の開発に取り組むスタートアップが、国立科学財団の助成金を得るケース等が考えられる。

銀行による融資をはじめとするデット性資金については、スタートアップにとって非常にハードルが高いといえる。シード期においては事業モデルが確立されていないことも多く、担保となる資産や売掛金・実際の収益等が存在しない以上、銀行融資を獲得できる可能性は極めて低い。実際、実務家へのヒアリングにおいても、「シード期にどれだけ素晴らしい事業アイデアをプレゼンテーションしたとしても、伝統的な金融機関が融資を許可することはないだろう」との意見が聞かれた。

ただし、一定の条件を満たすことで、SBA (Small Business Administration) ローンを借り入れることができる可能性もある。これは、銀行や信用組合等の金融機関が実行する融資に対し、米国中小企業庁がその債務の一部を保証⁶²するという中小企業向けの融資制度である。SBA 7(a) Loan 等用途や事業者の規模に応じて複数の融資プログラムが提供され、低金利な資金調達手段として存在感を示しており、主にアーリー期以降の発行体に行われることが多い。

また、図に記載していないが、プレシード期においては、SAFE (Simple Agreement for Future Equity) と呼ばれる資金調達手法が用いられることもある。これは、従来の Convertible Note に代わる存在として、米国の VC である Y Combinator により 2013 年に開発された資金調達手法である。一言で言うと将来の株式発行を約束する投資契約であり、投資家は、投資時点で資金提供したのち、次の資金調達ラウンドにおいて当該ラウンドにおける企業評価額を基に株式の発行を受けられることができる。SAFE は投資契約のテンプレートがウェブサイト上で公開⁶³されており、交渉の余地が限定的なフォーマットとなっていることから、多くのスタートアップにより活用されている。

発行体の立場では、創業初期には事業計画における不確定要素が大きく、株式の評価額等で投資家と折り合わないケースがある。しかし、SAFE を用いることで、厳密な企業評価を将来時点へ先延ばしすることができ、プレシード期であっても迅速な資金調達を行え

⁶² ローンプログラムや融資額によって変動するが、中小企業庁による債務の保証率は概ね 50-90%

⁶³ <https://www.ycombinator.com/documents/> を参照

るメリットがある。これらの利点を踏まえ、日本でも類似するスキームとして「有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ」の設計・運用が進められているところである。

(2-2) 取引手法の分析

前項ではスタートアップによる資金調達の全体像を俯瞰したが、以降は株式による調達（エクイティファイナンス）に焦点を絞って分析する。

まず、プライマリ市場とは、発行体が株式を新規発行することにより資金調達する発行市場を指し、非上場株式のプライマリは店頭取引（OTC: over-the-counter）によって行われる。米国においては、プライマリを行う手法は大きく、①直接取引、②B/D 経由、③クラウドファンディングでの取引の3通りが存在する。

米国プライマリ市場：主な取引手法

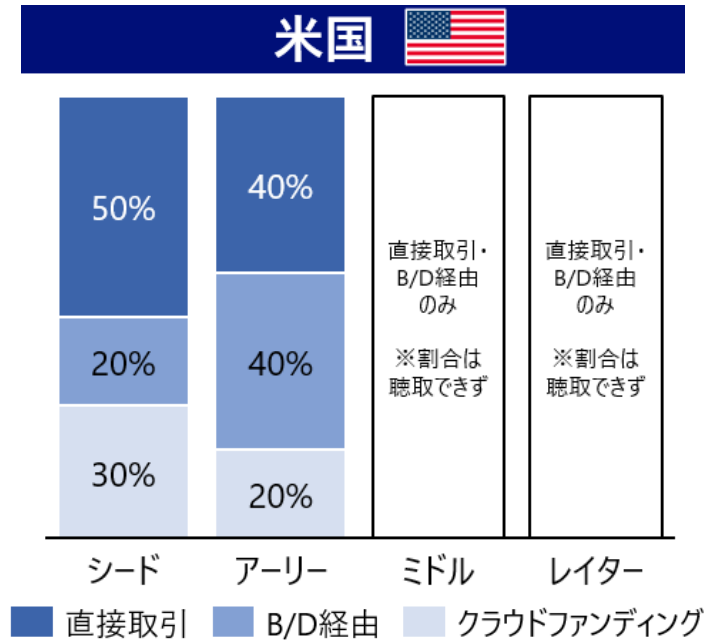
取引手法	概要
① 直接取引	発行体と投資家が直接相対し価格交渉等を行うプライマリ取引を指す
② B/D 経由	B/D：SEC に登録された証券会社または証券業務のみを行う個人を指す
③ クラウドファンディング ⁶⁴	SeedInvest や Wefunder 等、非上場企業の株式を個人投資家が購入できるオンラインプラットフォームの提供者を指す

なお、クラウドファンディングにおいては、LLC 等の SPV を用いて投資家の小口資金をプールするケースが一般的である。後述するが、これらの形態によるクラウドファンディングはシード・アーリー期に主に活用される。一方で、レイター期等の後続ラウンドにおいて同様に SPV を用いた資金調達が行われるケースがあるが、その場合は VC 等の投資家に補完的に用いられ、クラウドファンディングのような個人投資家による小口資金をプールするための利用とは性質が異なる。

⁶⁴ 米国においては、クラウドファンディング事業者は Funding Portal または B/D いずれかの形態で SEC へ登録する必要がある。前者として登録した場合、投資助言や購入勧誘等を行うことができない

次に、株式を対象を絞ったうえで、発行体の成長ステージ別に見た米国における各プライマリ取引手法の大きな構成比を示す。

米国プライマリ市場：発行体ステージ別の取引手法の内訳イメージ（取引金額ベース）⁶⁵



クラウドファンディングについてはシード期・アーリー期では一定見られるものの、ミドル期以降はほぼ用いられない、という見解がヒアリングを行った実務家の中では共通していた。創業直後においては、クラウドファンディングを通じ発行体が自ら多数の投資家に訴求することができるため、顧客獲得の観点でも積極的に用いられる。ただし、ミドル期以降において利用が避けられるのは、クラウドファンディングが機関投資家に与えるシグナルが影響している。

そもそも、クラウドファンディングとは、個人投資家による少額の投資を大量に積み重ね、出資を募るビジネスモデルである。米国では、VC等の投資家は「魅力的な投資先であれば、自然と機関投資家から大口の投資を集められるはずである」という考えを有しているため、クラウドファンディングのように大量かつ小口の資金調達を行うことは、機関投資家から資金調達を行えなかったことを暗示する可能性がある。それゆえ、主にB2C等リテール顧客を抱える発行体がクラウドファンディングを活用するケースがあるもの

⁶⁵ 出所：実務家ヒアリング

の、その他の業種ではクラウドファンディング単体で資金調達を行うことは多くは見られず、他の機関投資家による調達の不足分を補う役割として用いられているようである。ただ一方で、クラウドファンディングでは一般的に投資ビークル⁶⁶が組成され、投資決定に関する署名取得等の手続きが効率化されるため、発行体にとってはメリットが存在するの事実である。

また、発行体による B/D の起用については、B/D が有する投資家のネットワークへの期待の他、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もみられる。資金調達においては、投資家向けピッチ資料や事業計画書の他、投資契約書等の様々な文書を適切に作成する必要がある。米国においては、18 ヶ月ごとに投資ラウンドが発生するのが一般的⁶⁷であるため、スタートアップを運営しながらこれらの準備を行うことが非常に困難なケースも存在する。そのため、不足するリソースの外注先として B/D が位置づけられる側面もある。B/D によっては、単なる資料作成の支援のみならず、説得力のあるエクイティストーリーの構築を伴走することで差別化を測っているプレーヤーも存在している。

発行体は、各手法のメリット・デメリットを加味したうえで、希望する調達額を適切な投資家から調達できるよう、各手法を使い分けている。なお、前掲の図の通り、ミドル期以降は直接取引と B/D 経由での取引が併存するが、その構成比はヒアリングにおいて特定することができなかった。

(2-3) 価格決定メカニズムの分析

一般に、調達ラウンドが進むほど投資リスクは低減され、企業価値の上昇に伴いバリュエーションも増加していく。後のラウンドの投資家は、そのリターンとして優先順位の高

⁶⁶ 米国のクラウドファンディングでは、主に LLC（日本の合同会社に相当）の形態による SPV が組成されるケースが一般的である。詳細は第 4 章（2-1）を参照

⁶⁷ 背景としては、投資家によるマイルストーン達成への要求（＝業績等の成果が出ていることを一定のタイムスパンで確認したい）と、発行体が資金調達に要するリードタイム（＝なるべく早いタイミングで調達したい）が影響している。投資家には、ネガティブキャッシュフローの脱出等のマイルストーンを 1～2 年のタイムラインで確認したいというニーズがある一方、発行体は一般に資金調達に 6～12 ヶ月を要するため、結果として 18 ヶ月程度の間隔になることが多い

い残余財産分配権を要求するケースが多い（ただし発行体の交渉力が強い場合、それが認められない場合もある）。

一方、初期ラウンドの投資は分配順位では劣後するものの、Exit時に普通株に転換された際の値上がり益（キャピタルゲイン）が大きくなり得るため、セカンダリ市場で低いバリュエーションであっても購入するインセンティブがある。

① 直接取引

資金調達ラウンドにおいては、主導的な役割を担うリード投資家が存在する。発行体が資金調達を行う際に条件交渉や投資家の誘致を支援するため、多くの場合「洗練された著名な投資家」がリード投資家となることが多い。ヒアリングにおいて該当する投資家として例示されたのは、Sequoia Capital や Andreessen Horowitz 等、米国の著名な VC であった。

プライマリでは、リード投資家が株価を設定して Term Sheet（投資条件表）を作成し、他の投資家がこれを信頼し、追随することが一般的である。そのため、ほとんどの場合、リード投資家による価格設定が当該ラウンドにおける投資価格となる。

② B/D 経由

B/D がシンジケーションする調達ラウンドにおいても、直接取引と同様、リード投資家が価格を決定し他の投資家が追随するケースが一般的である。

③ クラウドファンディング

他の2手法と異なり、クラウドファンディングでは発行体が価格決定を主導することができる。多くのクラウドファンディングでは発行体が自ら事業内容や将来性等をアピールするためのウェブページを提供しており、発行体のマーケティング次第では非常に高い株価で投資を募ることも可能である。

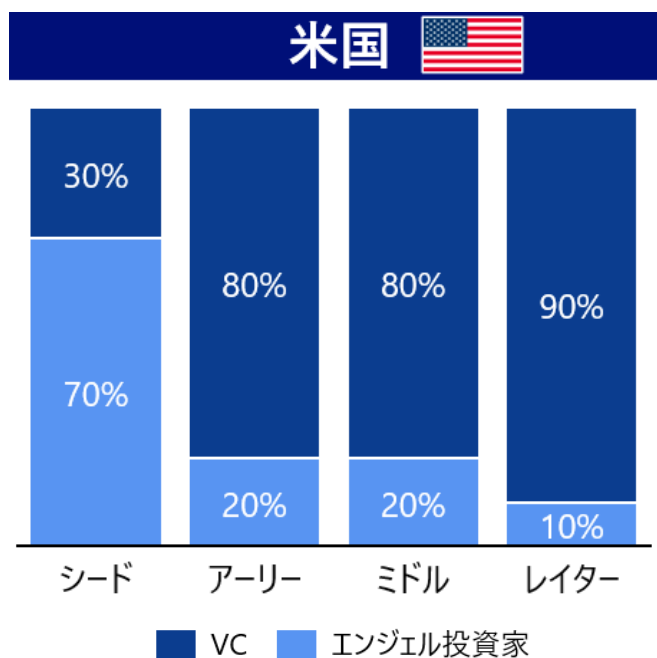
ただし、その場合、クラウドファンディングを利用しない後の調達ラウンドにおいてダウンラウンドのリスクが生じるため、過剰に高い価格で調達しないよう留意が必要である。

(3) 市場参加者（投資家・発行体）の分析

(3-1) 投資家の分析

プライマリの投資家は、大きくエンジェル投資家と VC の 2 者が中心である。主にエンジェル投資家（主に超富裕層の個人投資家）がシード期等リスクの高いフェーズでの資金供給を担い、VC は、アーリー期・ミドル期以降に PMF（Product Market Fit）が達成される段階で多額の資金供給を行っている。レイター期になると、クロスオーバー投資を行う PE ファンド等も登場するようになる。以下に、発行体の成長ステージ別に見た米国におけるセカンダリの買い手構成比を示す。

米国プライマリ市場：発行体ステージ別の買い手構成比イメージ（取引金額ベース）⁶⁸



上記のうち、シード期については、いわゆるユニコーン型の軌道に乗っている企業で、トップ Tier の投資ファンドが投資参画している場合、VC が占める割合は 30% よりもさらに高くなる傾向がある。VC が投資を行う場合、調達ラウンドのなるべく大部分に出資したいと考えるためである。また、シード期には投資を行わない VC も存在するが、小規模なファンドで少額ずつ投資していると質の高い企業に多額の資金を投入することができ

⁶⁸ 出所：実務家ヒアリング

ず、投資リターンが低下し始めるケースも多い。そのような場合、ファンドの投資方針にもよるが、最も高いリターンを得られる可能性があるシード段階の非上場株式に資金投下するケースもある。

エンジェル投資家については、個人投資家として柔軟かつ機動的に資金供給を行う役割を担っている。エンジェル投資家は当該業界に長年関与している場合も多く、専門家として発行体のアドバイザーのような役割を期待されることもある。すなわち、財務的な支援のみならず、協業先とのマッチングや戦略上のアドバイス等、事業運営上の支援も付加価値となるのである。

米国における一般的なエンジェル投資家の具体的な属性を示すと、以下のとおりである。中には、資産相続によりエンジェル投資家に転じる 20 代の者も稀ではあるが存在するという。これらのエンジェル投資家は、ほとんどのケースで Regulation D Rule 506(b)および 506(c)を利用した投資を行っている。

米国におけるエンジェル投資家の属性イメージ⁶⁹

属性	①リタイヤした会社役員	②Exitした起業家
年齢層	50代後半～70代	30代～50代
総資産	3M+ドル	1M-50Mドル
投資額	25-100Kドル/ラウンド	50K-1Mドル/ラウンド
備考	時間的余裕があるため、年間に2～10回程度の投資を行う	年収は200K+ドルのイメージ。暗号資産の投資家や弁護士等を兼務しているケースも多い

なお、これらのエンジェル投資家は投資上の損失は必然と捉えており、特にリスクの高いシード期の投資では、有望な投資先を発見するためのゲームのような感覚で資金供給する傾向があるとの声が聞かれた。そのため、取引手法については特段こだわることはないものの、投資先の業界には深いコネクションを持っているため、しばしば直接取引でのプライマリ投資を行うケースも多い。

⁶⁹ 出所：実務家ヒアリング

(3-2) 発行体の分析

先述の通り、発行体は各手法を適切に使い分けて資金調達を行っている。創業者による経営理念や発行体として希望する成長ストーリー等が意思決定に影響しており、例えばクラウドファンディングでエンドユーザーの基盤を確立したのち、大手 VC による大型調達を実現する発行体も存在する。

少なくとも、前掲の Sequoia Capital 等の著名な投資家から資金を調達できている場合、後の調達ラウンドにおいても望ましい資金調達を実現できる可能性が高くなる。これらの投資は“Smart Money”と呼ばれており、他の投資家は「あれだけ有名な投資家が目をつけているのだから、有望な投資先に違いない」と考え、発行体は資金調達しやすくなるのである。

(4) 市場仲介者・仲介実務（決済・移転）の分析

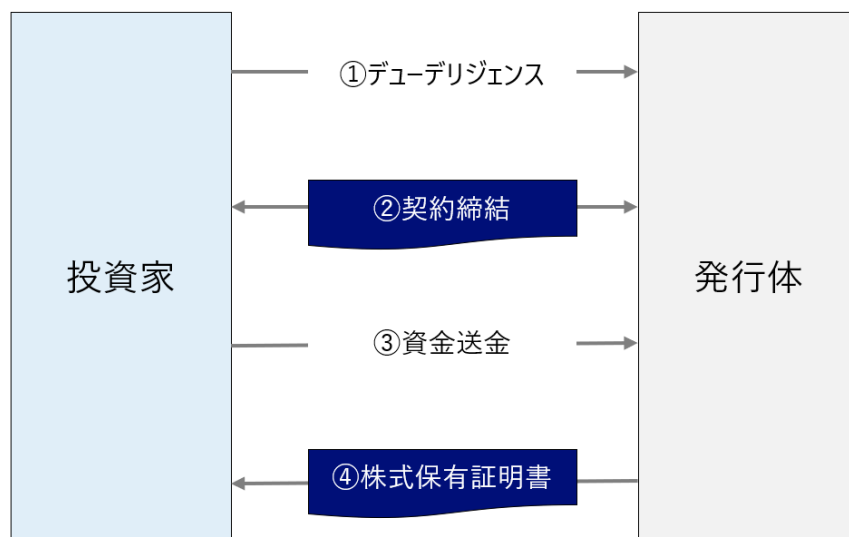
(4-1) 取引フロー

セカンダリに比べると、プライマリの投資プロセスは非常に簡潔である。一般的には、発行体が投資家の資金を必要としている場合、まず投資家は自らの費用で発行体に関するデューデリジェンスを実施した後、株式購入契約に署名する。その後、購入資金を発行体へ送金し、株式を受け取る。その際、発行体から株式の保有証明書や台帳、または仕訳記録等、株式保有に関する何らかの証拠が提供されることで、プライマリの取引全体が完了する。

VC の場合、内部にデューデリジェンスを行う専門のチームを抱えていることが多く、外注することなくデューデリジェンスが完結する。なお、B/D も投資家の依頼を受けデューデリジェンスを行うことがあるが、投資判断に対する責任を回避するため、投資家に対してはその結果に依存せず自身のデューデリジェンスに基づき投資判断するよう助言している。

なお、デューデリジェンスを行ったうえで有望な投資先であると判断したとしても、発行体が株式購入契約に同意しないこともあり得る。そのため、デューデリジェンスの費用が無駄にならないよう、経営陣と十分な対話を行い、予め投資の実現可能性について確認しておくことが重要である。

米国プライマリ市場：ディールプロセスのイメージ⁷⁰



一般的には、上記のプロセス（投資検討～株式取得）に約3ヶ月を要する。ただし、シード期の発行体であれば参照可能な情報が限定的であるため1年を要する場合もある一方、レイター期の発行体であればより短期間で完了する可能性もある。

なお、セカンダリと異なり、プライマリでは既存株主の存在が取引に影響を与えるケースは見られない。投資ラウンドによって残余財産分配権の差異は生じるが、セカンダリのように譲渡制限や先買権（ROFR）等により取引が行えなくなるケースは存在しない。

(4-2) 仲介者による取引実務

ここでは、3つの取引手法のうち、仲介者が存在する「B/D 経由での取引」及び「クラウドファンディング経由での取引」を対象として仲介者の取引実務を分析する。

① B/D 経由

B/D は、プライマリの勧誘を行う際、発行体から投資機会を持ち掛けられ投資家を探すのが一般的である。逆のパターン、つまり投資家が特定の企業への投資機会がないか尋ねるケースは、存在はするものの限定的である。

勧誘に当たっては、まずは発行体より定款・財務諸表・株主名簿等を収集し、適切な発行体かどうか判断する。例えば、非上場株式を扱う B/D の一つである Rainmaker

⁷⁰ 出所：実務家ヒアリング

Securities では、①オペレーションチームが経営陣のバックグラウンド調査、OFAC チェック⁷¹、AML・KYC（顧客確認）を行い、②コンプライアンスチームが各種ドキュメントを潜在的な虚偽表示がないか再確認し、③責任者が最終レビューすることで、B/D として投資勧誘すべきか判断している。特にリスクが高い発行体であると判断した場合、勧誘対象を機関投資家に限定する等の措置をとる。投資家に対して質の低い（例：投資家のリスク許容度に適合しない）取引を一度でも紹介すると関係性を絶たれてしまうため、誠実に立脚した関係性を保持し、投資家としても適切な判断を下せるよう、なるべく多くの情報を提供するように意識しているという。

一方、発行体の経営層に対しては、投資家とのコミュニケーション方法を指導することで付加価値を提供している。その他にも、説得力のある投資家向けピッチ資料の作成や、株式評価額の検討を支援することがある。

② クラウドファンディング経由

クラウドファンディングにおいては、投資家への積極的な勧誘は原則として行われず、プラットフォームに参加している個人投資家が関心を持つことで、投資が行われる。

非上場株式の投資を勧誘する場合、仲介者は投資家としての適格性を確認する必要がある。B/D である Rainmaker は、適格性確認の一環として、同社で取引するすべての投資家に対して顧客エンゲージメントフォーム (Client Engagement Form) および投資家資格フォーム (Investor Qualification Form) への回答を求めている。米国において、各 B/D は、投資家の適格性を確認するために必要と考える質問を各社の裁量において自由に設定できる。そのため、B/D ごとにその内容は異なるが、同社の内容は非常に厳格だという。

なお、これらの確認は法令・規制に基づくものであり、以下に示す FINRA の Suitability Rule に準拠している。下線部の通り、各 B/D は取引を推奨するにあたり、それらの取引が顧客に適合していると判断しうるだけの合理的な根拠を有する必要がある。FINRA は、根拠となり得る情報の例として、顧客の年齢、現在行っている投資、財務状

⁷¹ 米国財務省・OFAC（外国資産管理局）が指定する経済制裁リストに掲載されている人物・団体ではないか確認する作業

況・資金ニーズ、投資目的、投資経験、リスク許容度等を挙げており、B/D は SEC や FINRA の規制に従い、独自の基準に従って適格性を確認している。

FINRA が定める Suitability Rule⁷²

2111. Suitability

(a) A member⁷³ or an associated person must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer's investment profile. A customer's investment profile includes, but is not limited to, the customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the customer may disclose to the member or associated person in connection with such recommendation.

(b) A member or associated person fulfills the customer-specific suitability obligation for an institutional account, as defined in Rule 4512(c), if (1) the member or associated person has a reasonable basis to believe that the institutional customer is capable of evaluating investment risks independently, both in general and with regard to particular transactions and investment strategies involving a security or securities and (2) the institutional customer affirmatively indicates that it is exercising independent judgment in evaluating the member's or associated person's recommendations. Where an institutional customer has delegated decisionmaking authority to an agent, such as an investment adviser or a bank trust department, these factors shall be applied to the agent.

⁷² 出所：FINRA “FINRA RULES 2111. Suitability”

<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/2111>

⁷³ ここでの“member”は FINRA 会員、すなわち B/D を指す

以下にて、Rainmaker が実際に運用している各フォームの内容を紹介する。フォームの内容は法人顧客・個人顧客でそれぞれ分かれている。

法人顧客向けフォーム

(1) Client Engagement Form

まず、顧客エンゲージメントフォームについては、3項目について各項目を入力・ファイルをアップロードし、内容に間違いがないことを宣誓する構成となっている。

- Entity Client Identity Verification（法人情報）：法人が存在する証明として、事業ライセンスや財務諸表を提出
- Control Person Identity Verification（代表者情報）：法人の支配権を有する個人に関する情報を提出
- Beneficial Owner Information（受益者情報）：法人の25%を超える持分を有する株主に関する情報を提出

Rainmaker 社が公開している Client Engagement Form (法人顧客向け) ⁷⁴

Client Engagement Form for Legal Entities

Please Read Instructions

1. This form may be completed by the Client or by the Associated Person on behalf of the Client.
2. This form is for Clients that are legal entities. Clients transacting as natural persons should use the Client Information Form for Natural Persons located here <https://www.rainmakersecurities.com/client-engagement-form-for-natural-persons>.
3. You will be required to upload identity verification documentation for both the Client entity and a Client entity control person.
4. If you need help, please contact your Rainmaker Securities Agent to complete the form.

USA PATRIOT Act and SEC Regulations

Rainmaker Securities, LLC is a FINRA registered broker-dealer. Broker-dealers are required to collect certain personal information about all clients in order to comply with the USA Patriot Act to help prevent the financing of terrorism. We are also required by the SEC and FINRA to collect certain personal information to ensure we understand the financial circumstances and investment goals of our clients. We are also required by law to conduct an independent background investigation of every client.

Your Personal Information is Secure

The information entered in this form is protected by 256 bit SSL (Secure Socket Layer) connection that uses a SHA256 Certificate. This is the same level of protection used by online banking or e-commerce providers. Once submitted, the information is stored in cloud storage that is maintained with AES 256-bit encryption. Our emails are protected in transit by TLS (Transport Layer Security).

Your Personal Information is Private

Our full privacy policy is available here:

<https://www.rainmakersecurities.com/privacy-policy>

⁷⁴ 出所：Rainmaker Securities “Client Engagement Form for Legal Entities”

<https://www.rainmakersecurities.com/client-engagement-form-for-entity-persons>

Entity Client Identity Verification

READ INSTRUCTIONS

Below, upload a document that evidences the existence of the legal entity, including but not limited to:

- formation document
- business license
- bylaws, operating agreement, trust instrument,
- certificate of good standing
- Reliance Letter from another financial institution
- financial statements

If this cannot be obtained, upload a text narrative that documents the circumstances of the Client's refusal or neglect to provide the requested document.

Entity Client Identity Verification Upload *

Browse Files

Name of Entity Client *

Principal Place of Business of Entity Client *

Street Address

Street Address Line 2

City

State / Province

United States



Postal / Zip Code

Country

Client Phone Number

Area Code

Phone Number

Client Email

example@example.com

Entity Client US Tax ID or Non-US Government ID# *

OPTIONAL: Entity Contact Email

example@example.com

Control Person Identity Verification

READ INSTRUCTION

In this section, upload a government issued photo ID of the Control Person of the entity. A "Control Person" is a natural person exercising managerial control over the entity. If this cannot be obtained, upload a text narrative that documents the circumstances of the Control Person's refusal or inability to provide the requested document.

Entity Control Person Identity Verification Upload *

Browse Files

Name of Entity Control Person *

<input type="text"/>	<input type="text"/>
----------------------	----------------------

First Name

Last Name

Control Person US Tax ID or Non-US Government ID# *

Control Person Date of Birth *

Date

Control Person Address *

Street Address

Street Address Line 2

City

State / Province

Postal / Zip Code

If needed, explain any missing information or potential inconsistency here:

Beneficial Owner Information

READ INSTRUCTION

The Bank Secrecy Act's Customer Due Diligence Rule, which went into effect in May 2018, requires a broker-dealer to obtain certain identifying information about any beneficial owner with over 25% interest in an entity customer.

In the space below, please enter the following information for any person that owns over 25% interest in the entity, whether (i) directly; or (ii) indirectly, via the ownership of a beneficial interest in another entity or otherwise.

- Beneficial owner Name
- Beneficial owner Date of Birth
- Beneficial owner Tax ID number
- Beneficial owner Address

Then, for each beneficial owner listed, upload a government issued photo ID. If this cannot be obtained, upload a text narrative that documents the circumstances of the beneficial owner's refusal or inability to provide the requested document.

***Skip this step if there are no 25% beneficial owners or if the only beneficial owner is also the control person listed above.**

Beneficial Owner Information

Beneficial Owner Identity Verification Upload

Browse Files

Attestation

Please confirm one of the following options . . . *

- I attest that I am the Associated Person indicated on this form or I have the authority to complete the form on behalf of the Associated Person. I have completed this form truthfully and accurately, to the best of my knowledge.
- I attest that I am the Client indicated on this form or I have the authority to complete the form on behalf of the Client. I have completed this form truthfully and accurately, to the best of my knowledge.

(2) Investor Qualification Form

また、投資家資格フォームについては以下のとおりである。

Rainmaker 社による Investor Qualification Form (法人顧客向け)⁷⁵

Investor Qualification Form for Legal Entities

Please Read Instructions

1. This form may be completed by the Investor or by a Rainmaker Securities Agent on behalf of the Investor.
2. This form is for investors that are legal entities. Investors transacting as natural persons should use the corresponding form for natural person investors located here <https://www.rainmakersecurities.com/investor-qualification-form-for-natural-persons>.
3. If you need help, please contact your Rainmaker Securities Agent to complete the form.

USA PATRIOT Act and SEC Regulations

Rainmaker Securities, LLC is a FINRA registered broker-dealer. Broker-dealers are required to collect certain personal information about all clients in order to comply with the USA Patriot Act to help prevent the financing of terrorism. We are also required by the SEC and FINRA to collect certain personal information to ensure we understand the financial circumstances and investment goals of our clients. We are also required by law to conduct an independent background investigation of every client.

Your Personal Information is Secure

The information entered in this form is protected by 256 bit SSL (Secure Socket Layer) connection that uses a SHA256 Certificate. This is the same level of protection used by online banking or e-commerce providers. Once submitted, the information is stored in cloud storage that is maintained with AES 256-bit encryption. Our emails are protected in transit by TLS (Transport Layer Security).

Your Personal Information is Private

Our full privacy policy is available here:

<https://www.rainmakersecurities.com/privacy-policy>

⁷⁵ 出所：Rainmaker Securities “Investor Qualification Form for Legal Entities”
<https://www.rainmakersecurities.com/investor-qualification-form-for-entity-persons>

Entity Investor Profile

Who is the referring Rainmaker Securities Agent? *

First Name

Last Name

(Optional) If you know the email of the Rainmaker Securities Agent and would like to send them an automatic notification that you've completed the form, you may enter the email here.

example@example.com

Entity Investor Name *

Entity Investor Contact Person Name *

First Name

Last Name

Entity Investor Contact Person Email *

example@example.com

Entity Investor Contact Person Phone *

Area Code

 -

Phone Number

Principal Place of Business of Entity *

Street Address

Street Address Line 2

City

State / Province

Postal / Zip Code

United States ▼

Country

Entity Investor US Tax ID or Non-US Government ID#

Is the Entity Investor an "accredited investor" within the meaning of Rule 501 of the Securities Act of 1933? In general, only accredited investors can purchase private securities. *

- Yes
- No
- I don't know (consult with your financial adviser or attorney)

Is the Entity Investor a "qualified purchaser" within the meaning of the Investment Company Act of 1940? Only qualified purchasers may invest in securities offerings of issuers that are exempt from registration as an investment company under the 3(c)(7) exemption. *

- Yes
- No
- I don't know (consult with your financial adviser or attorney)

Is the Entity Investor a "qualified client" within the meaning of the Investment Company Act of 1940? *

- Yes
- No
- I don't know (consult with your financial adviser or attorney)

Entity Investor Assets *

- less than \$1,000,000
- over \$1,000,000
- over \$5,000,000
- over \$10,000,000
- over \$25,000,000
- over \$50,000,000
- over \$100,000,000

Total Amount of Investments owned by Entity Investor *

- less than \$1,000,000
- over \$1,000,000
- over \$5,000,000
- over \$10,000,000
- over \$25,000,000
- over \$50,000,000
- over \$100,000,000

Investment Objectives (check all that apply) *

- generate income
- liquidate assets
- preserve capital
- growth
- accumulate assets for heirs
-

Primary Purpose of Investment Activities *

- Personal, family, or household purposes such as retirement, educations, personal savings etc.
- Non-personal, business, commercial, charitable, institutional or other purposes

The Client utilizes a professional adviser, attorney, or CPA to assist with the financial decisions for the Client. *

- Yes
- No

Client has invested in private equity/debt securities within the past five years. *

- Yes
- No

Client can make investments with little to no need for liquidity in the foreseeable future. *

- Yes
- No

Client has the risk tolerance to invest in private securities and understands that certain private securities carry significant risk, including the risk of loss of the entire investment. *

- Yes
- No

The Client is capable of evaluating investment risks independently; and will exercise independent judgement in evaluating any recommendation. *

- Yes
- No

Additional Commentary

個人顧客向けフォーム

(1) Client Engagement Form

顧客エンゲージメントフォームについては、法人向けと異なり、以下2項目に限られる。後半の「個人プロフィール」において、投資家としての適格性（FINRA 規制による）と認定投資家の資格（SEC 規制による）をいずれも確認できるような構成となっている点が特徴である。

- Natural Person Client Identification（個人情報）：住所や電話番号等、個人に関する情報を提出
- Natural Person Client Profile（個人プロフィール）：職業や年収・資産額・投資経験等、リスク性向等に関する情報を提出

Rainmaker 社が公開している Client Engagement Form (個人顧客向け) ⁷⁶

Client Engagement Form for Natural Persons

Please Read Instructions

1. This form may be completed by the Client or by the Associated Person on behalf of the Client.
2. This form is for Clients that are natural persons. Clients transacting as legal entities should use the Client Information Form for Legal Entities located at <https://www.rainmakersecurities.com/client-engagement-form-for-entity-persons>.
3. You will be required to upload a photo-copy of a government issued photo identification to complete this form.
4. If you need help, please contact your Rainmaker Securities Agent to complete the form.

USA PATRIOT Act and SEC Regulations

Rainmaker Securities, LLC is a FINRA registered broker-dealer. Broker-dealers are required to collect certain personal information about all clients in order to comply with the USA Patriot Act to help prevent the financing of terrorism. We are also required by the SEC and FINRA to collect certain personal information to ensure we understand the financial circumstances and investment goals of our clients. We are also required by law to conduct an independent background investigation of every client.

Your Personal Information is Secure

The information entered in this form is protected by 256 bit SSL (Secure Socket Layer) connection that uses a SHA256 Certificate. This is the same level of protection used by online banking or e-commerce providers. Once submitted, the information is stored in cloud storage that is maintained with AES 256-bit encryption. Our emails are protected in transit by TLS (Transport Layer Security).

Your Personal Information is Private

Our full privacy policy is available here:

<https://www.rainmakersecurities.com/privacy-policy>

⁷⁶ 出所：Rainmaker Securities “Client Engagement Form for Natural Persons”
<https://www.rainmakersecurities.com/client-engagement-form-for-natural-persons>

Name of Natural Person Client *


First Name Last Name


Address of Client *

Street Address

Street Address Line 2

City State / Province

United States 
Postal / Zip Code Country

 This field is required.

Client Phone Number

-
Area Code Phone Number

Client Email

example@example.com

Tax ID for U.S. Client or Government ID for non-US Client *

Date of Birth *

mm-dd-yyyy
Date

Is the Client an associated person with a registered broker dealer or RIA? If so, please enter the person's CRD number. *

Client is not an associated person

CRD#

If needed, explain any missing information or potential inconsistency here:

Natural Person Client Profile

NOTE

We are required to ask for the following information. Responses to the questions below are not required, but may help us provide better service to the Client.

Occupation

Name of Employer

or type NONE

Address of Employer

City

State / Province

Country

Is the Client planning to permanently retire within the next five years?

- Yes
 No

Net Worth Excluding Primary Residence (check all that apply)

- over \$500,000
 over \$1,000,000
 over \$5,000,000
 over \$10,000,000
 over \$25,000,000
 over \$50,000,000
 over \$100,000,000

Cumulative Amount of Investments (check all that apply)

- over \$500,000
 over \$1,000,000
 over \$5,000,000
 over \$10,000,000
 over \$25,000,000
 over \$50,000,000
 over \$100,000,000

Annual Income (check all that apply)

- over \$100,000 per year
- over \$250,000 per year
- over \$350,000 per year
- over \$1,000,000 per year

Investment Objectives (check all that apply)

- generate income
- liquidate assets
- preserve capital
- growth
- accumulate assets for heirs
-

Previous Investment Types (check all that apply)

- Corporate Bonds
- Municipal Bonds
- Hedge Funds
- Public Equity
- Private Equity
- Options Trading
- Annuities
- Futures/Commodities
- Mutual Funds
- REITs
- Early stage venture capital
- Late-stage, Pre-IPO equity

Client's years of experience buying and selling securities

Client Sophistication (check all that apply)

- Client has founded or managed a private company
- Client has experience evaluating company financial statements
- Client has the business acumen to evaluate the merits and risks of an investment
- Client has owned a controlling interest in a private company
- Client possesses a professional license (attorney, CPA, FINRA, etc.)
- Client consults with a professional adviser for financial decisions
- Client is a member of a group or club that emphasizes private investments

<p>Client has invested in private equity/debt securities within the past five years.</p> <p><input type="radio"/> Yes</p> <p><input type="radio"/> No</p> <p>Client can make investments with little to no need for liquidity in the foreseeable future.</p> <p><input type="radio"/> Yes</p> <p><input type="radio"/> No</p> <p>Client has the risk tolerance to invest in private securities and understands that certain private securities carry significant risk, including the risk of loss of the entire investment.</p> <p><input type="radio"/> Yes</p> <p><input type="radio"/> No</p> <p>The Client is capable of evaluating investment risks independently; and will exercise independent judgement in evaluating any recommendation.</p> <p><input type="radio"/> Yes</p> <p><input type="radio"/> No</p>
--

(2) Investor Qualification Form

また、投資家資格フォームについては以下のとおりである。冒頭、認定投資家 (Accredited investor) 等への該当有無を問う設問があり、そのうえで純資産や投資総額を問う設問が続いているが、これはセーフハーバーに従って Regulation D における認定投資家の資格要件の確認を行っているものと考えられる。

Rainmaker 社による Investor Qualification Form (個人顧客向け) ⁷⁷

Investor Qualification Form for Natural Persons

Please Read Instructions

1. This form may be completed by the Investor or by a Rainmaker Securities Agent on behalf of the Investor.
2. This form is for investors that are natural persons. Investors transacting as legal entities should use the corresponding form legal entity investors located here <https://www.rainmakersecurities.com/investor-qualification-form-for-entity-persons>.
3. If you need help, please contact your Rainmaker Securities Agent to complete the form.

USA PATRIOT Act and SEC Regulations

Rainmaker Securities, LLC is a FINRA registered broker-dealer. Broker-dealers are required to collect certain personal information about all clients in order to comply with the USA Patriot Act to help prevent the financing of terrorism. We are also required by the SEC and FINRA to collect certain personal information to ensure we understand the financial circumstances and investment goals of our clients. We are also required by law to conduct an independent background investigation of every client.

Your Personal Information is Secure

The information entered in this form is protected by 256 bit SSL (Secure Socket Layer) connection that uses a SHA256 Certificate. This is the same level of protection used by online banking or e-commerce providers. Once submitted, the information is stored in cloud storage that is maintained with AES 256-bit encryption. Our emails are protected in transit by TLS (Transport Layer Security).

Your Personal Information is Private

Our full privacy policy is available here:

<https://www.rainmakersecurities.com/privacy-policy>

⁷⁷ 出所：Rainmaker Securities “Investor Qualification Form for Natural Persons”
<https://www.rainmakersecurities.com/investor-qualification-form-for-natural-persons>

Investor Profile

Who is the referring Rainmaker Securities Agent? *

First Name

Last Name

(Optional) If you know the email of the Rainmaker Securities Agent and would like them to be notified that you have completed this form, you may enter their email address here.

example@example.com

Name of Natural Person Investor *

First Name

Last Name

Investor Phone Number

 -

Area Code

Phone Number

Investor Email

example@example.com

Is the Investor is an "accredited investor" within the meaning of Rule 501 of the Securities Act of 1933? In general, only accredited investors may purchase private securities. *

- Yes
- No, I am ineligible to invest in private securities.
- I don't know (consult with your financial adviser or attorney)

Is the Investor a "qualified client" within the meaning of the Investment Company Act of 1940? *

- Yes
- No
- I don't know (consult with your financial adviser or attorney)

Is the Investor a "qualified purchaser" within the meaning of the Investment Company Act of 1940? Only qualified purchasers may invest in securities offerings of issuers that are exempt from registration as an investment company under the 3(c)(7) exemption. *

- Yes
- No
- I don't know (consult with your financial adviser or attorney)

Net Worth Excluding Primary Residence (check all that apply) *

- over \$500,000
- over \$1,000,000
- over \$5,000,000
- over \$10,000,000
- over \$25,000,000
- over \$50,000,000
- over \$100,000,000

Cumulative Value of owned Investments (check all that apply) *

- over \$500,000
- over \$1,000,000
- over \$5,000,000
- over \$10,000,000
- over \$25,000,000
- over \$50,000,000
- over \$100,000,000

Primary Residence *

Street Address

Street Address Line 2

City

State / Province

Postal / Zip Code

Is the Client planning to permanently retire within the next five years? *

- Yes
- No
- I don't know

Investment Objectives (check all that apply) *

- generate income
- liquidate assets
- preserve capital
- growth
- accumulate assets for heirs
- NONE OF THE ABOVE
-

Primary Purpose of Investment Activities *

Personal, family, or household purposes such as retirement, educations, personal savings etc.

Non-personal, business, commercial, charitable, institutional or other purposes

Tax ID Number

ex: 23

Date of Birth

mm-dd-yyyy

Date

Occupation

or type NONE

Name of Employer

or type NONE

Address of Employer

City State / Province

United States

Country

Annual Income (check all that apply)

less than \$100,000 per year

over \$100,000 per year

over \$250,000 per year

over \$350,000 per year

over \$1,000,000 per year

Previous Investment Types (check all that apply)

Corporate Bonds

Municipal Bonds

Hedge Funds

Public Equity

Private Equity

Options Trading

Annuities

Futures/Commodities

Mutual Funds

REITs

Early stage venture capital

Late-stage, Pre-IPO equity

Client's years of experience buying and selling securities

ex: 23

Client Sophistication (check all that apply) *

- Client has founded or managed a private company
- Client has experience evaluating company financial statements
- Client has the business acumen to evaluate the merits and risks of an investment
- Client has owned a controlling interest in a private company
- Client possesses a professional license (attorney, CPA, FINRA, etc.)
- Client consults with a professional adviser for financial decisions
- Client is a member of a group or club that emphasizes private investments

Client has invested in private equity/debt securities within the past five years. *

- Yes
- No

Client can make investments with little to no need for liquidity in the foreseeable future. *

- Yes
- No

Client has the risk tolerance to invest in private securities and understands that certain private securities carry significant risk, including the risk of loss of the entire investment. *

- Yes
- No

The Client is capable of evaluating investment risks independently; and will exercise independent judgement in evaluating any recommendation. *

- Yes
- No

Additional Commentary

先述したが、上記フォームの中には、非上場株式への投資経験やリスクについての理解を問う設問のほか、法人として Accredited Investor あるいは Qualified Purchaser に該当するか、自己申告の形で選択させる項目がある。

認定投資家・適格購入者の該当有無を問う設問の例⁷⁸

<p>Is the Entity Investor an "accredited investor" within the meaning of Rule 501 of the Securities Act of 1933? In general, only accredited investors can purchase private securities. *</p> <p><input type="radio"/> Yes</p> <p><input type="radio"/> No</p> <p><input type="radio"/> I don't know (consult with your financial adviser or attorney)</p> <p>Is the Entity Investor a "qualified purchaser" within the meaning of the Investment Company Act of 1940? Only qualified purchasers may invest in securities offerings of issuers that are exempt from registration as an investment company under the 3(c)(7) exemption. *</p> <p><input type="radio"/> Yes</p> <p><input type="radio"/> No</p> <p><input type="radio"/> I don't know (consult with your financial adviser or attorney)</p>

これらは各資格について、自己申告を行う設問となっている。米国においては、もし仮に投資家が認定投資家・適格購入者の要件を満たさないにもかかわらず虚偽の申告をした場合、B/D として合理的に必要と考えられる手順を踏んでいる限り、B/D が責任を追及されることはないと言われる。

すなわち、仮に虚偽申告により要件を満たさない投資家が非上場株式への投資を行ったとしても、それは投資家の不誠実性に帰する自己責任となるということである。なお、B/D としては、虚偽の申告があったと判明した段階で、以後すべての取引を中止し、一切の関係を断絶するという。

⁷⁸ 出所：Rainmaker Securities “Investor Qualification Form for Legal Entities”
<https://www.rainmakersecurities.com/investor-qualification-form-for-entity-persons>

(5) その他エコシステムを構成する関係者の分析

米国のプライマリにおいては、AngelList と呼ば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が重要な位置付けとなっている。これは、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である。さらに、投資家サイドにおいては複数の投資家がシンジケートし、SPV を通じ共同出資できる仕組みを提供している点も特徴となっている。

以下の通り、AngelList の初期画面は、投資家・発行体いずれかの立場から利用することができるよう設計されている。投資家の立場では、ファンドの組成・他の投資家(LP) のインビテーション・投資実行から税金の計算までワンストップで行うことができる。

AngelList における初期画面⁷⁹



⁷⁹ 出所：AngelList “Welcome to AngelList”
<https://venture.angellist.com/v/begin>

AngelList における投資サービス⁸⁰

(権利上の理由により削除)

かつて、VC は資金を必要とするスタートアップに積極的に資金を提供してきたが、ドットコムバブルの崩壊を経て今やビジネスモデルや収益化戦略がより確立した、リスクが軽減された企業にしか投資しなくなってしまった、という点はよく言及されるところである。現代において、その資金供給のギャップを埋めているのがエンジェル投資家であり、AngelList はエンジェル投資家にとって重要な投資ツールとなっている。事実、AngelList は、多くの発行体のシード期・アーリー期での調達ラウンドに積極的に関与するほか、レイター期もカバレッジしている。正確な市場シェアは不明であるが、AngelList は最も頻繁に見かけるエンジェルネットワークであり、トップに近いシェアを占めていると思われる。

AngelList はエンジェル投資家を対象として私募の仲介を行うため、B/D として SEC に登録している。また、AngelList はシード期を中心にエンジェル投資家による投資を仲介するプラットフォームであるため、同プラットフォームで資金を調達した発行体の Exit については明確なデータはないものの、Exit 率は 14-15%程度の水準になるとの見解がある。

⁸⁰ 出所：AngelList “Venture Funds”
<https://www.angellist.com/venture-funds>

米国においては、カリフォルニア州及びニューヨーク州以外の地域では VC の資金にアクセスしづらい⁸¹等の事情があるため、ファインダーはこれらの B/D がリーチしづらい市場のギャップを埋める存在としても期待されている側面があるようだが、今回のヒアリングにおいてはファインダーの存在についてはほとんど言及されることがなかった。これは、ヒアリングの対象者がいわゆるメインストリームのスタートアップ投資に関与しており、ファインダーの対象となるような投資案件に関与した経験がなかったためだと推測される。

⁸¹ 出所：TechCrunch “Nearly 80% of venture funds raised in just two states as US LPs retreat to the coasts”
<https://techcrunch.com/2022/11/12/nearly-80-of-venture-funds-raised-in-just-two-states-as-us-lps-retreat-to-the-coasts/>
※2022 年時点において、全米で VC から調達した資金の 77%が CA 州及び NY 州に集中している

3. 非上場株式セカンダリ市場に関する法規制

(1) 発行体に対する規制

非上場株式のセカンダリ取引においても、証券業法第5条に基づいたSECへの証券登録義務は同様に発生する。一方で、登録免除の規定（セーフハーバー）が存在することにより、実務上は登録が行われないケースが一般的である。

セカンダリ取引における非上場株式の登録免除の規定として、証券法第4条(a)(1)の規定が存在する。具体的な要件として、個人については、Rule 144において発行体から証券を直接取得した個人が、当該証券を一定期間の保有し、発行体の同意がある場に制限が緩和される。

Rule 144Aは、適格機関購入者（Qualified Institutional Buyers）向けの私募証券の転売時に、SECへの登録や販売者の情報公開の免除を規定するものである。この際、保有期間の制限も適用されない。この制度により、オルタナティブ取引システム（ATS: Alternative Trading System）等を介した適格機関購入者への転売が容易になっている。適格機関購入者となれるのは機関投資家のみであり、個人投資家は対象外である他、保有証券額も一定の条件を満たす必要がある。

Rule 144及び144Aが適用できない場合に、明文化された規定ではないが、判例や実務慣行に基づいた、通称Section 4(a)(1½)と呼ばれる免除が行われるケースがある。これは、証券法4条(a)(1)で規定される発行体、引受人、ディーラー以外の者による免除と証券法4条(a)(2)の発行体による非公開募集の免除の規定を組み合わせ、引受人以外の初期投資家や従業員が、証券を私的に再販売する際に、登録義務を回避するために利用される。2015年には、Section 4(a)(1½)の内容を一部明文化した証券法4条(a)(7)が追加されており、認定投資家への販売に係る登録義務免除が明示された。

未公開株の取引については、Rule 144や144Aに基づいた場合においても、原則的にブルースカイ法に基づいた登録や投資勧誘を行う必要があるが、各州にて一定の条件での取引について適用免除とすることも行われている。例えば、OTC Markets Groupと北米証券管理者協会は、各州政府に対する働きかけており、同マーケットプレイス上の取引について、ブルースカイ法の適用免除とする州の数は増加傾向にある。

セカンダリ取引時の SEC への登録免除に関する制度の一覧

制度	Rule 144	Rule 144A	Section 4(a)(1½)	Section 4 (a)(7)
根拠法	証券法 4 条(a)(1)に係るセーフハーバー	証券法 4 条(a)(1)に係るセーフハーバー	証券法 4 条(a)(1)及び(a)(2)に係る判例	証券法 4 条(a)(7)の規定
売り手	発行体より直接に証券を取得した個人	発行体以外	発行体以外	発行体以外
買い手	制限なし	適格機関購入者	認定投資家等	認定投資家
情報開始	発行体による情報開示が必要	買い手の要請がある場合に、売り手または発行体の情報開示が必要	一般的に売り手による情報開示が行われる	売り手による情報開示が必要
更なる転売制限	無し	有り	有り	有り
一般勧誘	不可	可能 (QIBs を対象)	不可	不可

(2) 市場仲介者に対する規制

未公開株取引プラットフォームを運営する事業体は、オルタナティブ取引システム (ATS: Alternative Trading System) の提供者として、SEC の規制下で SEC Rule 300 シリーズの規定に従う必要がある。同規定において、ATS 運営者はブローカー登録が必要となっているため、要件の充足と登録が求められる。

SEC Rule 301 に規定された ATS 運営者の主な義務⁸²

分野	内容
登録義務	ATS 運営者は SEC 登録済ブローカーであることが必要
Form ATS 提出	運営開始前に Form ATS を SEC へ提出 (運営方法、対象証券、マッチング方式等)
公平なアクセス	参加者に対して差別のない参加機会 (Fair Access) を提供する必要 (参加基準明示)
取引情報の開示	一定の取引量を超える ATS は、注文帳・価格情報等を公開する義務あり
監督責任	システムの整合性維持、不正行為の検出、監査体制の整備

⁸² 出所：“Regulation ATS—Alternative Trading Systems”
<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/242.301>

この他、ATS には記録保持や透明性確保等の義務が課せられる。なお、FINRA Rule 6731/6732: ATS に関する取引報告の免除規定があり、FINRA 会員間の取引等の一定の要件を満たす場合に、取引報告免除も規定されている。

その他、ブローカー等に対する規制はプライマリ市場と同様である。

(3) エコシステムを構成する関係者に対する規制

その他、投資顧問業者等に対する規制はプライマリ市場と同様である。

(4) 投資家保護上の施策

情報公開について、マーケットプレイスにて取引される株式の発行企業の情報開示については、企業の事業概要やバリュエーション、過去の資金調達実績等の情報は提供されているものの内容は公開されたデータプラットフォームや企業自身が登録したものであり、マーケットプレイスから特に指示や義務を設定することはない模様である。

セカンダリ取引においても証券法上の販売とみなされることから、Regulation D の規定に基づいた適切な投資家への販売かの確認義務がマーケットプレイスに発生する。マーケットプレイスにて個人投資家が登録する場合、合理的な確認プロセスを経ている場合にはマーケットプレイスの責任が免除されるのは、プライマリ取引時のブローカーと同様である。また、ブローカー経由でマーケットプレイスにて投資家が取引する場合、マーケットプレイスは顧客の KYC を実施済のブローカーに対し、投資家の信用状を発行するように求めることで、マーケットプレイス自身による確認を省略するケースもある。

その他、投資家保護上の規則はプライマリ取引の場合と同様である。

(5) 税法上の措置

セカンダリ取引時に特化した税制は存在しない。

4. 非上場株式セカンダリ市場構造

(1) 取引市場の分析

米国における非上場株式のセカンダリ⁸³市場は、EU や英国等他の地域と比較しても市場規模が大きい。その背景として、スタートアップへ十分なリスクマネーが供給されていることが要因として考えられる。米国では、年金・大学基金、保険会社等のアセットオーナーがベンチャーキャピタル（VC）に資金を委託し、VC がスタートアップへ投資する役割を担っている。さらに、米国では SOX 法等の規制強化により上場コストが増加したことも要因となり、非上場の状態で長期間の成長を続ける企業が増加してきた。

その結果、VC 等の投資家やスタートアップ（発行体）の創業者・従業員が、株式の売却手段としてセカンダリを活用する動きが拡大し、市場が発展している。

(2) 取引手法・価格決定メカニズムの分析

(2-1) 前提となる取引対象

セカンダリにおいて主に取引されるのは、株式のほか、SPV（特別目的事業体）持分である。株式については、発行体の創業者の保有分や従業員の権利確定済のストックオプション等を背景にした普通株式と、VC 等の投資家が保有することが多い優先株式に分類される。

また、ごく少数ではあるが、株式が先渡取引によりセカンダリされることもある。これは、予め決定しておいた取引価格で株式をセカンダリする予約を行う契約であり、受渡決済日までに IPO や M&A 等の流動性イベントが生じることが前提となる。譲渡制限等の制約を回避できるため、流動性が限定的な非上場株式において用いられることがある取引形態である。

A) ストックオプション

米国では、大きく ISO（Incentive Stock Options：インセンティブストックオプション）と NSO（Non-qualified Stock Options：非適格ストックオプション）の 2

⁸³以降、特に明示しない限り「セカンダリ」は非上場株式のセカンダリ取引を指す

種類が存在し、ISO はスタートアップの従業員に付与されることが多い。ISO は税制優遇が適用され、保有者に税制上のメリットが存在する。

ストックオプションは、発行体から付与されたのち、一定期間を経て権利が確定し、それ以降のタイミングで権利行使（権利行使時の株価を支払うことで株式を取得）することができる。付与されてから権利確定までの期間をベスティング（Vesting）と呼び、通常は4年間である。権利確定後、ストックオプションを行使するためには一定の資金が必要になり、スタートアップの従業員には金銭的負担が大きい場合がある。そのため、一部のマーケットプレイス⁸⁴（詳細後述）では、ストックオプションの行使に要する資金を融資し、行使したストックオプション（すなわち株式）を直ちにマーケットプレイスで売却できるよう支援している。つまり、厳密には株式を対象としてセカンダリを行うものの、スタートアップの従業員の立場においては、実質的には権利確定後のストックオプションをそのまま売却するようなユーザーエクスペリエンスが実現されている。

なお、今回の調達に与える影響⁸⁵も加味し、ストックオプションに限らず、セカンダリにおいてはプライマリ（調達価格）との価格差が懸念される場所である。その点、ストックオプションにおいては、発行体によるテnder オファーでない限り、セカンダリの取引価格を含む情報を SEC に提出することはない。SEC の Rule701 において、非上場企業が自社の従業員に株式を付与する場合は SEC 登録が免除されるが、その背景としては、米国ではこのような内部取引については証券法の規制を適用しなくともよいとの立場が取られているためであるとの意見が聞かれた。

一方、米国では、テnder オファーにより 5%以上の株式を取得する場合、発行体は SEC に対して Schedule TO と呼ばれるフォームを提出するが、その際に “Terms of the Transaction” として買い付けを行った株価を記載する必要がある。

⁸⁴ 例えば、米国のマーケットプレイスである Forge Global は、子会社である Forge Lending LLC を通じ、“Forge Options Exercise Bridge Loan” と呼ばれる融資サービスを提供している。これはストックオプションを担保とするノンリコースローンであり、ユーザーは融資資金をもとにストックオプションを行使し、獲得した株式をセカンダリで売却することでローンを返済する仕組みとなっている

⁸⁵ セカンダリにおいて高価格で取引を行った場合、バリュエーションが高止まりし、前回の評価額よりも低い額でプライマリ調達を行う（＝ダウンラウンド）リスクがあると言われる。ダウンラウンドは投資家にとってネガティブなシグナルとなるため、発行体はこれを忌避する傾向がある

その点、ストックオプションがテnderオファーでセカンダリされることはほとんどないため、結論としてプライマリ価格との差異が問題になるケースはほとんどないといえる。

B) SPV 持分

セカンダリでは SPV 持分も取引される。米国においては、特定企業への直接投資だけでなく、SPV を介した株式投資も一般的である。米国の発行体によっては、株主名簿上の株主の 30-50%程度が SPV であるケースも多い。

SPV は主に超富裕層のファミリーオフィスや小規模ファンドが活用しており、株主名簿上は個人の株主名が表示されず、かつ持分のセカンダリにおいても譲渡制限によるコントロールを受けないため、その匿名性や機動力の高さが魅力となっている。このような投資家は元来より SPV を通じた投資を行っており、その延長として非上場株式への SPV を通じた投資が行われるようになった。SPV を通じた投資については直接投資に比べて SEC への登録義務等が軽減されており、それゆえ投資家のバリエーションも多様になりやすい。セカンダリにおいても、SPV 持分の売却を仲介する仲介者が存在する。

また、ファンドによる SPV のセカンダリに際しては、ファンドの満期が強く影響している。具体的には、投資ファンドが満期（一般的には 10 年）を迎えると、GP（General Partner）である VC 等が機関投資家等により構成される LP

（Limited Partner）に対し①新規ファンドへのロールオーバー（再投資）または②既存ファンドの持分の現金化というオプションを提示し、投資家はいずれかを選択することとなる。前者においては、ストリップセール⁸⁶や継続ファンドの組成⁸⁷等の手法が用いられる。投資家保護の観点からは、現金化という流動性イベントがオプションとして提供されるため、投資家は自らリスクを許容したうえで投資の継続を選択できるとのコメントが得られた。

米国においては、クラウドファンディング等の投資目的で利用される SPV の多くが LLC（Limited Liability Company: 合同会社）の形態をとる。LLC は米国各州が制定する

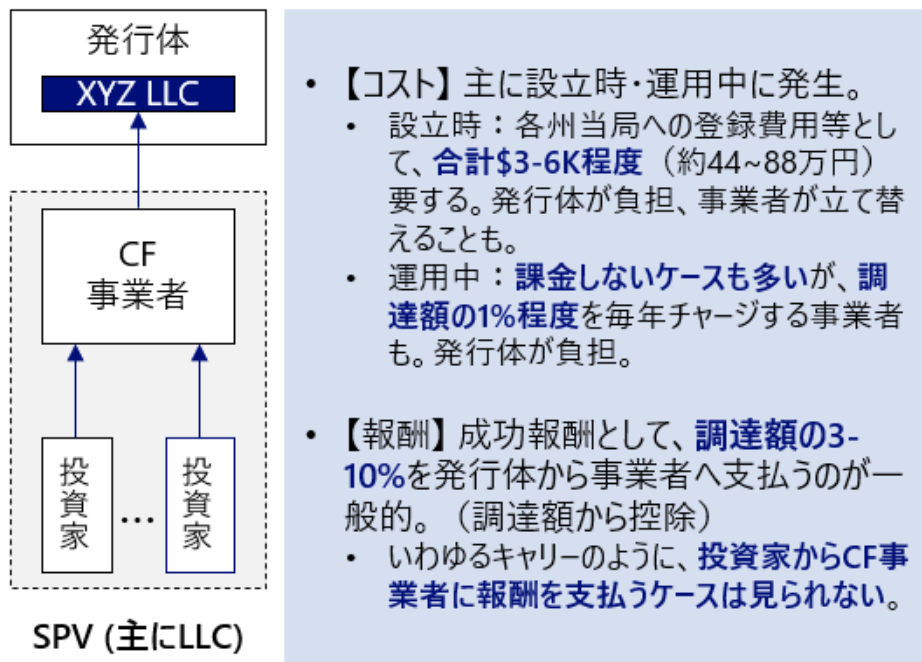
⁸⁶ ファンド資産の一部を売却し収益を LP に分配しつつ、残りの資産を継続投資する手法

⁸⁷ 既存の投資ポートフォリオをすべて引き継ぐ形で新規ファンドを設立する手法

LLC法（Limited Liability Company Act）に基づき設立される事業体であり、法人課税を受けるか、出資者を納税主体とするパス・スルー課税を受けるか、LLCごとに選択できる。ほとんどのLLCはLLC Operating Agreementにおいて持分の譲渡を制限しており、株式の譲渡制限と同様の仕組みを有する。

（プライマリにおいてより利用されるが）クラウドファンディングにおけるSPVについては、Regulation CFによって”Crowdfunding vehicle”と定義されており、投資会社法における登録除外の適用を受けることができるため、SPVの設立において特別なライセンス等の取得は不要である。その際の要件は「借入を行わないこと」「1種類のみ証券を発行すること」「SPVの設立・運営に関する費用負担は発行体によるものとし、その旨書面で覚書を作成すること」「SPVの運営者への報酬は発行体が支払うこと」等であり、投資家が直接株式に投資した際と同じ経済的環境を提供するためのものと考えられ、特にコスト負担については、発行体負担とする旨明記されている点が特徴である。

クラウドファンディングにおけるSPVのコスト・報酬体系⁸⁸



⁸⁸ 出所：実務家ヒアリング、米国政府 “Code of Federal Regulations”

一方、VCが運用するファンド⁸⁹については、多くのケースでLP (Limited Partnership) の形態がとられる。LPは、無限責任であるGP (General Partner) と有限責任であるLP (Limited Partner) により構成される、法人格を持たないパートナーシップ (組合) である。責任分担を明確にするため、組成にあたってはLLCより厳しい規制が課される。LLCと異なり法人格を有さないが、米国の税法においてはパス・スルー課税⁹⁰が認められている点はLLCと同様である。

(2-2) 取引手法の分析

セカンダリ市場とは発行済の株式を投資家間で売買する流通市場のことを指し、非上場株式のセカンダリは店頭取引(OTC: over-the-counter)によって行われる。米国においては、セカンダリを行う手法は大きく、①直接取引、②B/D経由、③マーケットプレイス経由での取引の3通りが存在する。

取引手法	概要
① 直接取引	売り手と買い手が直接相対し価格交渉等を行うセカンダリ取引を指す
② B/D 経由	B/D: SECに登録された証券会社または証券業務のみを行う個人を指す
③ マーケットプレイス ⁹¹	Nasdaq Private Market(NPM)やEquityZen・Forge Global等、セカンダリを行うオンラインプラットフォーム(ATIS)の提供者

投資家は、当然であるが取引のカウンターパートを発見し、希望する価格でセカンダリを行うことを重視するため、各投資家はいずれも試行錯誤しながら取引手法を選択しているようである。一方で、エンジェル投資家の場合、取引歴のあるB/Dや関係性のある発行体から直接打診を受ける等して投資を検討するものの、いずれの手法においても投資が

⁸⁹ 日本では投資事業有限責任組合と呼ばれ、例えば「XXキャピタル1号投資事業有限責任組合」等の名称が付されることが多い

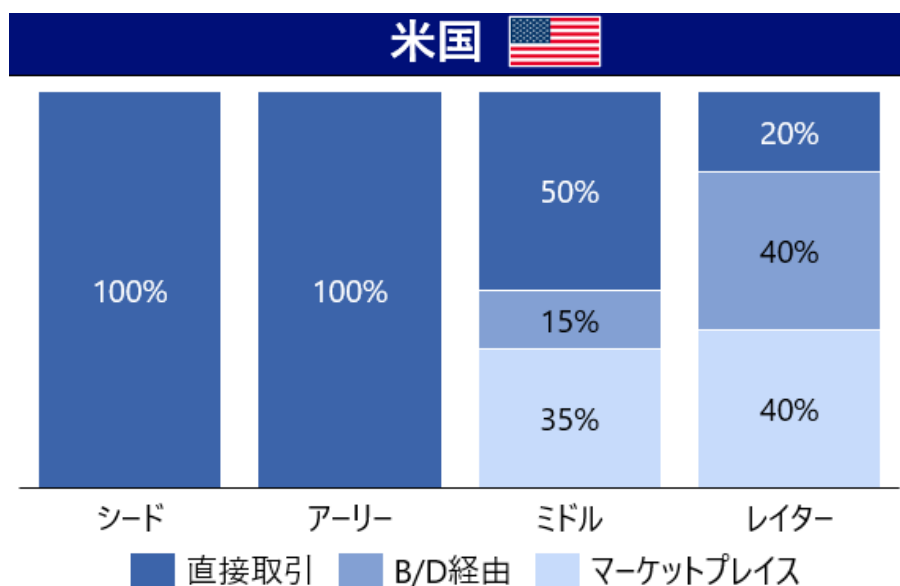
⁹⁰ パス・スルー課税の場合ファンド自体は課税対象にならず、ファンドの利益・損失はGPおよびLPに分配され、それぞれの所得として申告することになる。そのため、ファンド及び個人における二重課税を回避できるほか、損失の通算を行える等のメリットがある

⁹¹ ただし、米国においてはマーケットプレイスもB/Dとしてのライセンスを取得し、自社のプラットフォーム上で仲介業務を行っているケースもある

失敗するリスクは排除できないため、相対的にインパクトが小さい取引手法の選択に係るリスクについては優先度が劣後される（あまり重視されない）ケースもある。

以下に、発行体の成長ステージ別に見た米国における各セカンダリ取引手法の構成比を示す。

米国セカンダリ市場：発行体ステージ別⁹²の取引手法構成イメージ（取引金額ベース）⁹³



シード期・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、セカンダリのニーズはほとんど存在しないとされている。売り手の立場では、プレシード期（シード期以前の段階）から投資している場合、アーリー期は依然として株式価値の成長余地があると考えられることが多く、売却は時期尚早と考えるケースが多い。これら創業初期でセカンダリ取引のニーズが発生するケースでは、発行体の CEO 等が自身の人脈の中から買い手を見つけるか、投資ラウンドにおける投資家の需要が想定額を上回った場合⁹⁴に、既存株主を売り手としたセカンダリを行うケース等、直接取引に限られる。

⁹²本調査では、成長ステージを投資ラウンドに紐づけ、シードラウンド、シリーズ A、シリーズ B、シリーズ C およびそれ以降のラウンドを行う発行体をそれぞれシード期、アーリー期、ミドル期、レター期に分類し、対象者に説明した上でヒアリングを行った

⁹³ 出所：実務家ヒアリング

⁹⁴ これを Oversubscription という

ミドル期は、一般的に、投資家が株式の売却を本格的に検討し始める最初の段階である。例えば、プレシード期からミドル期に2年間で到達した場合、投資家は、その企業の企業価値が急成長していると考え、セカンダリで売却するインセンティブは存在しない。しかし、仮に8年程度要した場合、発行体の従業員が長期間十分な給与を受け取っていない可能性があるほか、VC等の初期投資家もExit出来ていないため、投資家、従業員の双方がセカンダリ取引のニーズを有する。レイター期では、さらにこれらの売却意欲が増し、セカンダリの件数・金額も増加する。

また、取引手法の選択においては、以下のとおり売り手によって選ばれる取引手法に合わせることが多い。つまり、買い手としてどのような投資家から購入したいかによって取引手法を使い分けるのが一般的である。

① 直接取引

売り手である創業者を含む経営層や、VC等の機関投資家は少額であれば仲介手数料を支払わずに済むため、直接取引を好むことが多い。このような売り手は、買い手にリーチできる人的ネットワークを豊富に持つ傾向がある。

② B/D 経由

売り手の金額の大きい、あるいは特殊なSPV持分等複雑なセカンダリの場合、B/Dを経由することがある。この場合、発行体の経営層や機関投資家が買い手となるケースが多い。B/Dにとっても、手数料収入が少額となる小規模な取引は仲介するインセンティブが小さいため、対象取引は一定規模の金額を上回る水準となる。

③ マーケットプレイス

マーケットプレイスを売却の場として主に利用するのは、発行体の従業員である。権利確定したストックオプションを売却するのに用いられ、買い手としても個人投資家が多いため、少額小口の取引を望む場合はマーケットプレイスが適し

ていることがある。一方で、発行体による譲渡承認については発行体との関係構築の観点で取得しづらいケースもある⁹⁵ため、留意が必要である。

なお、米国においては、OTC Markets という名称の ATS (Alternative Trading System) が存在する。これは OTC Markets Group が運営する店頭取引 (Over-the-counter) を行うためのディーラー間見積システムであり、エキスパートマーケット (Expert Market)、ピンクマーケット (Pink Sheets)、ベンチャーマーケット (OTCQB)、ベストマーケット (OTCQX) と 4 つの主要な市場がある。

OTC Markets は非上場株式が取引される (セカンダリが行われる) 場ではあるものの、ヒアリングにおいては、上記で取り上げた 3 手法で取引される株式とは根本的に性質が異なる旨言及された。専門家によると、OTC Markets 上で取引されるのは、いわゆるベンチャー企業ではない、急成長が期待できる事業内容を持たない企業の株式である場合が多い。そのため、マーケットプレイスにおいては、OTC Markets 上で取引される企業との間に銘柄の重複はほとんどないとの声が聞かれた。また、決済方法については NYSE 等の上場市場とほとんど差が無く、T+1 程度で決済が完了するため、どちらかという上場企業での取引に近い感覚があるようである。

このように、OTC Markets は非上場株式を取り扱う市場ではあるものの、スタートアップの資金調達という観点では存在感に乏しいため、本調査においては優先的に調査する対象からは除外することとした。

(2-3) 取引手法別の手数料の分析

取引価格に影響を与える要素は複数存在する中で、重要な要素の 1 つに仲介者に支払う手数料が存在する。取引手法別に以下のとおりである。

取引手法	取引手法別の手数料
① : 直接取引	不要
② : B/D 経由	一般に取引金額の 5-10% 程度。取引金額に応じたファイア体系 となっていることが多い。

⁹⁵ 投資家の属性について、直接取引の場合は発行体の身近な関係者であるケースが、B/D 経由の場合は発行体と長期的な関係構築が出来ているケースが多い。それゆえ、マーケットプレイス経由での取引では発行体との関係性が相対的に希薄となってしまうため譲渡承認を得づらい可能性もある

	<p>価格発見機能が乏しいため B/D が適切な価格に誘導する必要がある等、上場市場に比べると仲介者の負担は大きく、手数料率は比較的高くなる。そのため、あえて非上場株式市場のみに注力する B/D も存在する。</p>
<p>③ : マーケットプレイス</p>	<p>一般に取引金額の 1-5%程度。金額によらず一定の料率としているものと、取引金額に応じた料率になっているものがある。マーケットプレイスへの参加は無償とし、取引完了時に手数料が発生するフィー体系が多い。</p> <p>なお、マーケットプレイスによっては、前述した発行体による取引否認があった場合でも、売り手から手数料を得るケースがある。これは、売り手にとっても保有株式の市場価値や需要を確認する機会となり、一種の「流動性検証」としての価値を提供する側面があるためである。</p>

(2-4) 価格決定メカニズムの分析

非上場セカンダリ市場においては、情報の非対称性や流動性の低さにより、価格発見機能が十分に機能しないことが一般的である。ビッド・アスク・スプレッド (bid-ask spread : 最良買い気配値と最良売り気配値の差額) が、上場市場では 0.01 ドルに収束するところ、非上場市場では数ドルにまで広がることもあるとされている。そのため、セカンダリを成立させるためには、当事者間での交渉のほか、利用可能かつ必要な場面においては仲介者による価格発見の支援が必要となる。

米国のセカンダリにおける価格発見上の重要な指標は、発行体による直近の投資ラウンドでの調達額およびそこから推測される株価である。セカンダリでは発行体の財務情報が投資家へ十分に開示されないことも多く、相対的にプライマリよりも情報が限定的であるため、プライマリで形成された価格がベンチマークとなる。

一般的には、このベンチマークに対し、銘柄への投資需要や株式の種類・付帯する先買権 (ROFR) 等を加味してディスカウント調整が行われる。米国の多くの発行体はセカン

ダリに対する先買権を付しているため、買い手が負う流動性リスクを反映し、セカンダリにおいてディスカウント調整されるのが一般的である。通常、普通株式では11-20%、優先株式では9-18%程度ディスカウントされることが一般的とされている。ただし、高成長しているスタートアップ等、投資需要の高い発行体のセカンダリでは、価格がプレミアム調整されるケースも存在するとされている。

上記の価格決定の標準的なプロセスに加え、取引手法によっては一部異なるアプローチが行われる。以下では、標準プロセス以外の価格決定メカニズムを分析する。なお、以下は主にシード・アーリー期を念頭においてメカニズムを分析しているが、ミドル・レイター期以降では、以下に記載した内容に加え、発行体の事業成長に伴い参照可能な情報が増えるため、DCF法やマルチプル法等、上場企業と同様の企業価値算定手法が用いられる場合もある。

① 直接取引

直接取引を主に行うのはVCであり、このような取引経験や業界知見が豊富な投資家は、入手可能な情報を基に希望取引価格を算出することがある。この価格を出発点として当事者間で調整を行い、双方が同意する価格を決定し、発行体の承認を取得したうえでセカンダリが実行される。

通常、米国では平均的に18ヶ月毎⁹⁶に資金調達ラウンドが発生するとされており、直近のラウンドから一定期間（目安として2~3年間）が経過している場合、発行体はより信頼性の高い情報を提供するため、投資家に対して財務情報を公開することがある。提供される情報としては、収益額（ARR：年間継続収益）やキャッシュバーンレート（資金燃焼率）、成長率等が挙げられる。投資家はこれらの情報を基に、マルチプルを用いて類似企業から株式価値を推測することができる。

ただし、直近の投資ラウンドが数年前となっている発行体株式のセカンダリは難易度が極めて高い投資であり、頻繁に発生するケースではない。

⁹⁶ 前掲の通り。投資家は投資先である発行体の業績をモニタリングするための一定期間を必要とするところ、調達に係るリードタイムに半年程度要することを加味すると、調達ラウンドは12~24ヶ月の頻度で発生するのが一般的である

② B/D 経由

B/D は発行体によるテnder（公開買い付け）を支援することもあるため、最終投資ラウンドだけでなく、直近のテnder時の買い付け情報を参照して価格形成を支援することがある。ただし、マーケットプレイスに比べると、価格決定におけるセカンダリへの関与は相対的に小さいと言える。つまり、セカンダリにおいて、B/D は価格発見の支援を主たる提供価値としていないと言える。

③ マーケットプレイス経由

発行体が想定する価格と乖離した価格でマッチングすると、発行体が取引を否認するケースが存在する。従って、マーケットプレイスは、売り手と買い手のマッチングにおいて、適切な取引価格を提示することで価格発見を誘導し、発行体による譲渡承認の確率を高めるケースが存在する。

例えば、Forge Global は過去の取引データや現在の投資家の意向を分析するほか、EquityZen は価格設定のために社内チームを設けて公開情報を調査している。他マーケットプレイスでも異なるアプローチをとっているものの、適切と思われる価格をユーザーへ提示する（例：取引価格の推奨レンジを「80-90 ドル」等の範囲で示す）点は共通している。

上記の通り、直近投資ラウンドの価格を参照しつつ、一部取引手法によって異なるアプローチがなされたうえで、セカンダリの取引価格が決定される。

他方、売り手と買い手が取引価格に合意した場合でも、発行体の取締役会等の意思決定機関がその取引を否認するケースが存在する。後述するように、米国の多くのスタートアップは発行株式に譲渡制限を設け、譲渡先やその際の承認取得義務を定めていることが多い。そのため、取引手法にかかわらず、セカンダリの実行には発行体の承認が必要となる場合が多い。

特に、プライマリと比較してあまりにも乖離した価格でセカンダリが行われようとする、発行体が取引を承認しない⁹⁷ことがある。しかし、発行体がセカンダリに過度に関与

⁹⁷他にセカンダリが承認されないケースとしては、買い手が競合企業にあたる場合等が挙げられる。このように、非上場株式の譲渡制限は、議決権が不必要に外部へ流出することで事業上の意思決定が妨げられないよう、資本政策上の防衛線として機能している

すると、自社株式を自ら買い集める行為としてテnderオファー（公開買い付け）とSECに判断される可能性がある。株主間の公平性担保を目的として、テnderオファーは厳格な規制に従う必要があるため、実務上、譲渡制限を用いて実質的に価格をコントロールする場合がある。

米国においては、証券取引法にてテnderオファーについての定義が示されていないため、過去の判例（The Wellman v. Dickinson）に基づき、証券取引がテnderオファーに該当するか否かを判定する“Wellman Test”という基準が確立されている。具体的には、以下8要件が定められている。

- ①既存株主に積極的かつ広範に勧誘すること
- ②発行体における相当な持分(significant portion)について勧誘すること
- ③購入オファーが市場価格を上回るプレミアム価格で行われること
- ④オファー条件が固定されていること
- ⑤購入オファーが一定蓄積されて初めて取引が有効になること（かつ取得持分には上限が定められていること）
- ⑥当該取引は一定期間に限り有効であること
- ⑦既存株主は持分を売却するよう圧力を受ける(face pressure)こと
- ⑧対象株式の大量購入に先行してあるいは同時に取引の公示が行われること

もっとも、譲渡制限がない株式のセカンダリでは、発行体が価格をコントロールすることは困難であるが、発行体にとって不適切な価格で取引されるのは主にトップクラスに人気がある銘柄に限られ、通常は市場原理に従い適切な価格に落ち着くことが多い。次項では、セカンダリにおいて流動性を制限する、これらの重要概念を解説する。

(3) 受渡決済における譲渡制限と先買権

セカンダリにおける重要な概念として、譲渡制限（Transfer Restriction）と先買権（ROFR: Right of First Refusal）がある。いずれも取引手法によらずセカンダリのプロセスに深く関連し、株式の流動性を制限する仕組みとして株主間契約等に記載されるが、それぞれ目的と仕組みが異なる。

詳細は後述するが、譲渡制限は株主による持分の売却を規制する条項であるのに対し、先買権（ROFR）はセカンダリにおいて株式を優先的に取得する権利であるため、投資家

にメリットをもたらす条項といえる。そのため、投資家の立場では先買権は受け入れられやすい一方、譲渡制限については反発を生みやすい。実際、譲渡制限を含む投資契約は交渉を伴いより複雑になり、より多くのリスクと費用をもたらすとの声が聞かれた。結果として、米国のスタートアップ投資においては、譲渡制限よりも先買権の方が一般的な条項・概念となっている。

(3-1) 譲渡制限 (Transfer Restriction)

譲渡制限は、発行体が株式の譲渡に関する要件を定めるものであり、しばしば取締役会による承認を必要とする。これにより、発行体は株主構成をコントロールし、競合企業への株式流出等を防ぐことができる。

例として、全米ベンチャーキャピタル協会 (NVCA: National Venture Capital Association) が公開するモデル IRA: Investors' Rights Agreement を引用する。IRA は、株主間契約 (SHA: Shareholders' Agreement) の一種として、主に VC 投資において作成される法的文書である。NVCA によるモデル契約書では、株式登録権⁹⁸に関する記述の一部として、譲渡制限について言及している。

⁹⁸ 未登録証券を保有する投資家が、発行体に対し、当該株式の SEC 登録を要求できる権利

譲渡制限の例（NVCA におけるモデル IRA）⁹⁹

INVESTORS' RIGHTS AGREEMENT

THIS [AMENDED AND RESTATED] INVESTORS' RIGHTS AGREEMENT (this "Agreement"), is made as of [____], 20[___], by and among [____], a Delaware corporation (the "Company"), [and] the Investors (as defined below) [and the Key Holders (as defined below)].

(中略)

NOW, THEREFORE, the parties agree as follows:

1. Definitions. For purposes of this Agreement:
2. Registration Rights. The Company covenants and agrees as follows:

2.12 **Restrictions on Transfer.** The Preferred Stock and the Registrable Securities shall not be sold, pledged, or otherwise transferred, and the Company shall not recognize and shall issue stop-transfer instructions to its transfer agent with respect to any such sale, pledge, or transfer, except upon the conditions specified in this Agreement, which conditions are intended to ensure compliance with the provisions of the Securities Act and all other applicable U.S. laws and regulations. A transferring Holder will cause any proposed purchaser, pledgee, or transferee of the Preferred Stock and the Registrable Securities held by such Holder to agree to take and hold such securities subject to the provisions and upon the conditions specified in this Agreement. Notwithstanding the foregoing, the Company shall not require any transferee of shares pursuant to an effective registration statement or, following the IPO [or Direct Listing, as applicable], SEC Rule 144, in each case, to be bound by the terms of this Section 2.12

(b) Each certificate, instrument, or book entry representing (i) the Preferred Stock, (ii) the Registrable Securities, and (iii) any other securities issued in respect of the securities referenced in clauses (i) and (ii), upon any stock split, stock dividend, recapitalization, merger, consolidation, or similar event, shall (unless otherwise permitted by the provisions of Section 2.12(c)) be notated with a legend substantially in the following form:

THE SECURITIES REPRESENTED HEREBY HAVE BEEN ACQUIRED FOR INVESTMENT AND HAVE NOT BEEN REGISTERED UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933. SUCH SHARES MAY NOT BE SOLD, PLEDGED, OR TRANSFERRED IN THE

⁹⁹ 出所：NVCA "Investors' Rights Agreement (Updated October 2024)"

<https://nvca.org/document/investors-rights-agreement-updated-october-2024/>

ABSENCE OF SUCH REGISTRATION OR A VALID EXEMPTION FROM THE REGISTRATION AND PROSPECTUS DELIVERY REQUIREMENTS OF SAID ACT. THE SECURITIES REPRESENTED HEREBY MAY BE TRANSFERRED ONLY IN ACCORDANCE WITH THE TERMS OF AN AGREEMENT BETWEEN THE COMPANY AND THE STOCKHOLDER, A COPY OF WHICH IS ON FILE WITH THE SECRETARY OF THE COMPANY.

The Holders consent to the Company making a notation in its records and giving instructions to any transfer agent of the Restricted Securities in order to implement the restrictions on transfer set forth in this Section 2.12.

(c) The holder of such Restricted Securities, by acceptance of ownership thereof, agrees to comply in all respects with the provisions of this Section 2. Before any proposed sale, pledge, or transfer of any Restricted Securities, unless there is in effect a registration statement under the Securities Act covering the proposed transaction [or following the IPO [or Direct Listing, as applicable], the transfer is made pursuant to SEC Rule 144], the Holder thereof shall give notice to the Company of such Holder's intention to effect such sale, pledge, or transfer, provided that no such notice shall be required in connection if the intended sale, pledge or transfer complies with SEC Rule 144. Each such notice shall describe the manner and circumstances of the proposed sale, pledge, or transfer in sufficient detail and, if reasonably requested by the Company, shall be accompanied at such Holder's expense by either (i) a written opinion of legal counsel who shall, and whose legal opinion shall, be reasonably satisfactory to the Company, addressed to the Company, to the effect that the proposed transaction may be effected without registration under the Securities Act; (ii) a "no action" letter from the SEC to the effect that the proposed sale, pledge, or transfer of such Restricted Securities without registration will not result in a recommendation by the staff of the SEC that action be taken with respect thereto; or (iii) any other evidence reasonably satisfactory to counsel to the Company to the effect that the proposed sale, pledge, or transfer of the Restricted Securities may be effected without registration under the Securities Act, whereupon the Holder of such Restricted Securities shall be entitled to sell, pledge, or transfer such Restricted Securities in accordance with the terms of the notice given by the Holder to the Company. The Company will not require such a notice, legal opinion or "no action" letter (x) in any transaction in compliance with SEC Rule 144; or (y) in any transaction in which such Holder distributes Restricted Securities to an Affiliate of such Holder for no consideration; provided that with respect to transfers under the foregoing clause (y), each transferee agrees in writing to be subject to the terms of this Section 2.12.

Each certificate, instrument, or book entry representing the Restricted Securities transferred as above provided shall be notated with, except if such transfer is made pursuant to SEC Rule 144, the appropriate restrictive legend set forth in Section 2.12(b), except that such certificate, instrument, or book entry shall not be notated with such restrictive legend if, in the opinion of counsel for such Holder and the Company, such legend is not required in order to establish compliance with any provisions of the Securities Act and the Company will use commercially reasonable efforts to cause any such legend to be removed.

(以下：譲渡制限に関する記述の機械翻訳)

2. 株式登録に関して、発行体は以下のとおり誓約し、同意する。

2.12 **譲渡制限**：優先株式および登録可能証券は、売却、担保差入またはその他の方法で譲渡することができない。また、発行体は、本契約で規定された場合を除き、かかる売却、担保差入または譲渡に関して、米国証券法およびその他に適用される米国の法律および規制の規定に準拠する旨保証することを意図した場合を除き、かかる売却、担保差入または譲渡を承認せず、名義書換代理人に対して譲渡停止指示を発するものとする。株式の譲渡者は、保有する優先株式および登録可能証券についての購入者、質権者または譲受人に、本契約で規定された条項および条件に従ってかかる証券を取得し、保有することに同意させるものとする。上記にかかわらず、発行体は、有効な登録届出書または IPO（または該当する場合は直接上場）後の SEC 規則 144 に従って株式を譲渡された者に対し、いずれの場合も本第 2.12 条の条件に拘束されることを要求しない。

(b) 株式分割、株式配当、資本再構成、合併、統合または同様の事象が発生した際、(i)優先株式、(ii)登録可能証券および(iii)条項(i)および(ii)で参照される証券に関して発行されるその他の証券を表す各証明書、証書または帳簿記載には、（第 2.12 条(c)の規定により別途許可されない限り）実質的に以下の形式の凡例を付記するものとする。

ここに表される証券は投資目的で取得されており、1933 年証券法に基づいて SEC に登録された証券ではない。かかる株式登録がない場合または、当該法の登録および目論見書の交付要件の有効な免除適用がない限り、売却、担保差入または譲渡することはできない。

ここに表された証券は、発行体と株主との間で締結された契約の条件に従ってのみ譲渡可能である。契約の写しは、発行体の秘書役（カンパニー・セクレタリー）が保管する。

株式の保有者は、発行体が第 2.12 条に規定された譲渡制限を実施するために記録を保管し、かかる制限付き証券の振替代理人に指示を与えることに同意する。

(c) 当該制限証券の保有者は、その所有権を承諾することにより、本第 2 条の規定をあらゆる点で遵守することに同意する。制限証券の売却、担保差入または譲渡の提案前に、提案された取引を対象とする証券法に基づく登録届出書が有効でない限り（IPO あるいは直

接上場後においては SEC 規則 144 に従って譲渡される)、その保有者は、当該売却、担保差入または譲渡を実行する意図を発行体に通知するものとする。ただし、計画された売却、担保差入または譲渡が SEC 規則 144 に準拠している場合、かかる通知は不要である。当該通知には、提案された売却、担保差入または譲渡の方法と状況が十分に詳細に記載され、発行体が合理的に要求した場合は、保有者の費用負担のもと、(i) 発行体が適格と考える法律顧問の書面による、提案された取引が証券法に基づく登録なしに実行できるとする旨の意見 (発行体宛とした法律意見)、(ii) かかる制限付き証券の売却、担保差入または譲渡が、SEC による何らかの措置を勧告される結果にはならないという旨の「ノーアクション」レター、または (iii) 発行体の法律顧問が合理的に満足できる、制限付き証券の売却、担保差入または譲渡が証券法に基づく登録なしに実行できることのその他の証拠を添付しなければならない。その場合、かかる制限付き証券の保有者は、保有者から発行体に与えられた通知の条件に従って、かかる制限付き証券を売却、担保差入または譲渡する権利を有する。発行体は、(x) SEC 規則 144 に準拠する取引、または (y) かかる保有者が制限付き証券をその保有者の関連会社は無償で配布する取引では、かかる通知、法律意見、または「ノーアクション」レターを要求しない。ただし、前項(y)に基づく譲渡に関しては、各譲受人は書面でこの第 2.12 条の条件に従うことに同意するものとする。上記の通り譲渡された制限証券を表す証明書、証書、または帳簿上の記載には、かかる譲渡が SEC 規則 144 に従って行われる場合を除き、第 2.12 条 (b) に規定される適切な制限凡例が付されるものとする。ただし、証券法の規定への準拠を証明するためにかかる凡例が必要ではなく、発行体がかかる凡例を削除するために商業的に合理的な努力を払うことになる場合、発行体の法律顧問が意見表明する場合は、かかる証明書、証書、または帳簿上の記載にはかかる制限凡例を付さないものとする。

上記の通り、モデル IRA では、株主が自由に保有株式を譲渡できないよう制限を課している。例外として、株式が SEC 登録されている場合、新規株式公開により売却する場合、SEC 登録がなくとも適法に譲渡を行えるとする法律顧問の見解や SEC による「ノーアクション」レター¹⁰⁰等が発行体へ提出できる場合、譲渡可能としている。この IRA においては、発行体が例外事由の適確性等について意思決定を行う旨の記述があるが、実務

¹⁰⁰ SEC スタッフに対し、これから行おうとする株式取引等について SEC に制裁発動を勧告しない旨の回答を求める非公式手続のこと。日本では「法令適用事前確認手続」等と呼ばれる

上は、取締役会等が意思決定の主体として契約書上で明示されるか、実質的に機能していることが多い。

(3-2) 先買権 (ROFR: Right of First Refusal)

先買権 (ROFR) は、譲渡制限に該当しない (あるいは適格と判断された) 株式譲渡の際に、発行体および既存株主に対し、同条件で株式を優先的に購入する権利を付与するものである。具体的には、通常 30 日間程度の期間において、売り手・買い手が合意した条件と同様の条件で、発行体および既存株主に株式を購入する機会を提供する。この期間内に、発行体および既存株主は以下のいずれかを選択できる。

1. 先買権を行使し、売り手から株式を購入する (exercise ROFR)
2. 先買権を放棄し、売り手・買い手間でのセカンダリ取引を許可する (waive ROFR)
3. 行使期間 (一般には 30 日間) が経過し、先買権が失効する (expire ROFR)

発行体に優先的な購入権が付与され、その次に既存株主へ購入権が付されるケースが一般的である。また、売り手・買い手が関連会社である場合や、会社定款等で譲渡が事前に許可されている場合には、先買権の対象外となることがある。先買権を経て株式を取得した場合、多くのケースでロックアップ (一定期間の譲渡制限) が設定され、短期間での転売を防ぎ、株式の安定性を確保することができる。

こちらも同様に、NVCA によるモデル契約を参照する。実務上は譲渡制限と同じ IRA (Investors' Rights Agreement) に記述されるケースもあるが、NVCA は独立した「RIGHT OF FIRST REFUSAL AND CO-SALE AGREEMENT」として公開している。

先買権の例 (NVCA におけるモデル契約) ¹⁰¹

RIGHT OF FIRST REFUSAL AND CO-SALE AGREEMENT
THIS [AMENDED AND RESTATED] RIGHT OF FIRST REFUSAL AND CO-SALE AGREEMENT (this "Agreement"), is made as of [____], 20[___], by and among [____], a Delaware corporation (the "Company"), the Investors (as defined below) and the Key Holders¹ (as defined below).

¹⁰¹ 出所：NVCA "Right of First Refusal and Co-Sale Agreement (Updated October 2024)"
<https://nvca.org/document/right-of-first-refusal-and-co-sale-agreement-updated-october-2024/>

(中略)

NOW, THEREFORE, the parties agree as follows:

1. Definitions
2. Agreement Among the Company, the Investors and the Key Holders

2.1 Right of First Refusal.

(a) Grant. Subject to the terms of Section 3 below, each Key Holder¹³ hereby unconditionally and irrevocably grants to the Company a Right of First Refusal to purchase all or any portion of Transfer Stock that such Key Holder may propose to include in a Proposed Key Holder Transfer, at the same price and on the same terms and conditions as those offered to the Prospective Transferee.

(b) Notice. Each Key Holder proposing to make a Proposed Key Holder Transfer must deliver a Proposed Transfer Notice to the Company and each Investor not later than [45] days prior to the consummation of such Proposed Key Holder Transfer. Such Proposed Transfer Notice shall contain the material terms and conditions (including price and form of consideration) of the Proposed Key Holder Transfer, the identity of the Prospective Transferee and the intended date of the Proposed Key Holder Transfer. To exercise its Right of First Refusal under this Section 2, the Company must deliver a Company Notice to the selling Key Holder and the Investors within 15 days after delivery of the Proposed Transfer Notice specifying the number of shares of Transfer Stock to be purchased by the Company. [In the event of a conflict between this Agreement and any other agreement that may have been entered into by a Key Holder with the Company that contains a preexisting right of first refusal, the Company and the Key Holder acknowledge and agree that the terms of this Agreement shall control and the preexisting right of first refusal shall be deemed satisfied by compliance with Section 2.1(a) and this Section 2.1(b).] [In the event of a conflict between this Agreement and the Company's Bylaws containing a preexisting right of first refusal, the terms of the Bylaws will control and compliance with the Bylaws shall be deemed compliance with this Section 2.1(a) and (b) in full.]¹⁴

(c) Grant of Secondary Refusal Right to the Investors. Subject to the terms of Section 3 below, each Key Holder hereby unconditionally and irrevocably grants to the Investors a Secondary Refusal Right to purchase all or any portion of the Transfer Stock not purchased by the Company pursuant to the Right of First Refusal, as provided in this Section 2.1(c). If the Company does not provide the Company Notice exercising its Right of First Refusal with respect to all Transfer Stock subject to a Proposed Key Holder Transfer, the Company must deliver a Secondary Notice to the selling Key Holder and to each Investor to that effect no

later than 15 days after the selling Key Holder delivers the Proposed Transfer Notice to the Company. To exercise its Secondary Refusal Right, an Investor must deliver an Investor Notice to the selling Key Holder and the Company within ten days after the Company's deadline for its delivery of the Secondary Notice as provided in the preceding sentence.

(d) Undersubscription of Transfer Stock. If options to purchase have been exercised by the Company and the Investors pursuant to Sections 2.1(b) and (c) with respect to some but not all of the Transfer Stock by the end of the ten day period specified in the last sentence of Section 2.1(c) (the "Investor Notice Period"), then the Company shall, within five days after the expiration of the Investor Notice Period, send written notice (the "Company Undersubscription Notice") to those Investors who fully exercised their Secondary Refusal Right within the Investor Notice Period (the "Exercising Investors"). Each Exercising Investor shall, subject to the provisions of this Section 2.1(d), have an additional option to purchase all or any part of the balance of any such remaining unsubscribed shares of Transfer Stock on the terms and conditions set forth in the Proposed Transfer Notice. To exercise such option, an Exercising Investor must deliver an Undersubscription Notice to the selling Key Holder and the Company within ten days after the expiration of the Investor Notice Period. In the event there are two or more such Exercising Investors that choose to exercise the last-mentioned option for a total number of remaining shares in excess of the number available, the remaining shares available for purchase under this Section 2.1(d) shall be allocated to such Exercising Investors pro rata based on the number of shares of Transfer Stock such Exercising Investors have elected to purchase pursuant to the Secondary Refusal Right (without giving effect to any shares of Transfer Stock that any such Exercising Investor has elected to purchase pursuant to the Company Undersubscription Notice). If the options to purchase the remaining shares are exercised in full by the Exercising Investors, the Company shall immediately notify all of the Exercising Investors and the selling Key Holder of that fact.

(e) [Forfeiture of Rights. Notwithstanding the foregoing, if the total number of shares of Transfer Stock that the Company and the Investors have agreed to purchase in the Company Notice, Investor Notices and Undersubscription Notices is less than the total number of shares of Transfer Stock, then the Company and the Investors shall be deemed to have forfeited any right to purchase such Transfer Stock, and the selling Key Holder shall be free to sell all, but not less than all, of the Transfer Stock to the Prospective Transferee on terms and conditions substantially similar to (and in no event more favorable than) the terms and conditions set forth in the Proposed Transfer Notice, it being understood and agreed that (i)

any such sale or transfer shall be subject to the other terms and restrictions of this Agreement, including, without limitation, the terms and restrictions set forth in Sections 2.2 and 6.9(b); (ii) any future Proposed Key Holder Transfer shall remain subject to the terms and conditions of this Agreement, including this Section 2; and (iii) such sale shall be consummated within 45 days after receipt of the Proposed Transfer Notice by the Company and, if such sale is not consummated within such 45 day period, such sale shall again become subject to the Right of First Refusal and Secondary Refusal Right on the terms set forth herein.]¹⁵

(f) Consideration; Closing. If the consideration proposed to be paid for the Transfer Stock is in property, services or other non-cash consideration, the fair market value of the consideration shall be as determined in good faith by the Board of Directors and as set forth in the Company Notice. If the Company or any Investor for any reason cannot or does not wish to pay for the Transfer Stock in the same form of non-cash consideration, the Company or such Investor may pay the cash value equivalent thereof, as determined in good faith by the Board of Directors and as set forth in the Company Notice. The closing of the purchase of Transfer Stock by the Company and the Investors shall take place, and all payments from the Company and the Investors shall have been delivered to the selling Key Holder, by the later of (i) the date specified in the Proposed Transfer Notice as the intended date of the Proposed Key Holder Transfer; and (ii) [45] days after delivery of the Proposed Transfer Notice.

(以下：先買権に関する記述の機械翻訳)

2.発行体・投資家・主要株主間の契約

2-1：先買権(ROFR)

- (a) 付与：以下の第3条の条件に従い、各主要株主は、発行体に対し、主要株主が譲渡提案を受けた株式の全部または一部を、予定譲渡先へ提示されたものと同一の価格および条件で購入する優先購入権を、無条件かつ撤回不能な形で付与する。
- (b) 通知：主要株主は、提案された株式譲渡が完了する45日前までに、発行体および投資家に提案譲渡通知（PTN: Proposed Transfer Notice）を送付しなければならない。当該通知には、提案された株式譲渡の重要な条件（価格および譲渡対価の形式を含む）、予定譲渡先の身元、および提案された株式譲渡の予定日を記載しなければならない。第2条に基づく優先購入権を行使するためには、発行体は、PTNの送付後15日以内に、発行体で購入する株式の数を指定した通知（CN: Company Notice）を、譲渡提案を受けた主要株主および投資家に送付する必要がある。（中略）

- (c) 投資家への二次優先購入権(ROSR)の付与：第3条の条件に従い、各主要株主は投資家に対し、発行体が優先購入権に従って購入しなかった譲渡株式の全部または一部を購入する二次購入権を、無条件かつ撤回不能な形で付与する。発行体が、提案された株式譲渡の対象となるすべての譲渡株式に関して優先購入権を行使する旨の通知を送付しない場合、発行体は、売却を提案する主要株主が発行体へ PTN を送達してから 15 日以内に、売却を提案する主要株主と各投資家にその旨の通知 (SN: Secondary Notice) を送達する必要がある。二次優先購入権を行使するためには、投資家は、前項に規定された SN の送達期限から 10 日以内に、売却を提案する主要株主と発行体に通知 (IN: Investor Notice) を送達しなければならない。
- (d) 譲渡株式の申込不足：第 2.1(b)条および(c)条に従って、発行体および投資家が、第 2.1(c)条で指定された 10 日間の期間 (投資家通知期間：INP: Investor Notice Period) の終了時までに、譲渡株式の一部に関して購入権を行使した場合、発行体は、INP の満了後 5 日以内に、INP 内に二次優先購入権を完全に行使した投資家 (行使投資家：EI: Exercising Investor) に対し、書面による通知 (発行体未購入通知：CUN: Company Undersubscription Notice) を送付しなければならない。各 EI は、本項の規定に従い、PTN で指定された条件に基づき、譲渡株式の残りの未申込株式の残高の全部または一部の購入権を有する。かかる購入権を行使するためには、EI は、INP 満了後 10 日以内に、売却を提案する主要株主と発行体に未購入通知 (UN: Undersubscription Notice) を送付しなければならない。2 名以上の EI が、購入可能な株式数を超える残りの株式について、前述の購入権の行使を選択した場合、本項に基づいて購入可能な残りの株式は、かかる EI が二次優先購入権に従って購入することを選択した株式の数に基づいて、該当する EI に割り当てられる (かかる EI が CUN に従って購入権の行使を希望した譲渡株式の株式は考慮されない)。残りの株式に対する購入権が EI によって完全に行使された場合、発行体はその事実をすべての EI と売却を提案する主要株主に対し直ちに通知する。
- (e) 権利の喪失：前項の定めに関わらず、発行体と投資家が CN・IN・UN により購入に合意した譲渡株式の総数が譲渡株式の総数に満たない場合、発行体および投資家は、かかる譲渡株式を購入する権利を喪失したものとみなされ、売却を提案する主要株主は、譲渡株式の全てを、PTN に記載された条件と実質的に同様の条件 (これを上回る条件となつてはならない) で、予定譲受人に自由に売却できるものとし、(i)かかる売却または譲渡は、第 2.2 条および第 6.9(b)条に記載された条件および制限を含むがこれらに限定されない、本契約のその他の条件および制限に従い、(ii)以後の時点において主要株主が提案する株式譲渡は、第 2 条を含む本契約の条件に引き続き従うほか、(iii)当該売却は、発行体が PTN を受領してから 45 日以内に完了するものとし、当該売却が 45 日以

内に完了しない場合、当該売却は、本契約に定める条件に基づき、再度 ROFR（優先購入権）及び ROSR（二次優先購入権）の対象となる。

- (f) 対価、締結：譲渡株式に対して支払われる予定の対価が財産やサービスまたはその他の非現金対価である場合、対価の公正市場価値は、取締役会が誠意を持って決定し、CN に定める通りとする。発行体または投資家が何らかの理由で譲渡株式に対して同じ形式の非現金対価で支払うことができない、または支払いを希望しない場合は、発行体または投資家は、取締役会が誠意を持って決定し、CN に定めるとおり、その現金価値相当額を支払うことができる。発行体と投資家による譲渡株式の購入の完了は、(i) PTN に譲渡予定日として指定された日、および (ii) PTN 送付後 45 日のいずれか遅い日までに行われ、発行体と投資家からのすべての支払いが売却を提案する主要株主に支払われるものとする。

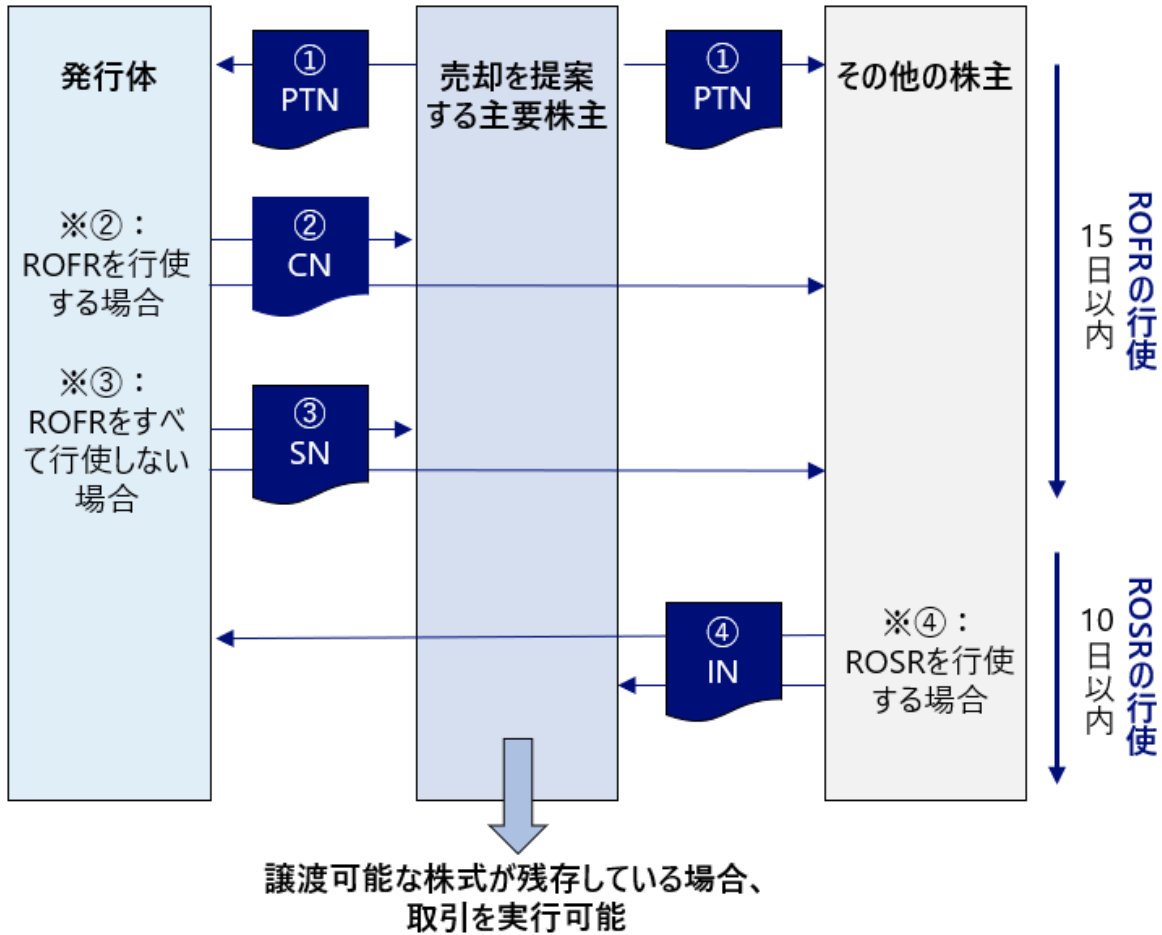
上記では、既存株主がセカンダリを行おうとする場合、発行体とその他の既存株主に対し優先的に当該株式を購入する権利が付与されており、これらはそれぞれ ROFR（Right of First Refusal）および ROSR（Right of Secondary Refusal¹⁰²）と呼ばれる。すなわち、セカンダリを行う際はまず発行体に購入権が与えられ、発行体が全く購入権を行使しなかった、あるいは利用可能な購入権の一部のみ行使した（取得可能な株式をすべて購入しなかった）場合に限り、既存株主にも購入権が与えられるという構造となっている。

なお、同モデル契約では主要株主（Key Holder）によるセカンダリのみを ROFR・ROSR の対象としているが、実務上はすべての株主によるセカンダリを対象としてこれらの優先購入権が生じるケースが多い。モデル契約上で定められている購入フローを整理すると、以下の通りとなる。

大まかな流れとしては、セカンダリを希望する株主がその旨発行体およびその他の株主へ通知し、発行体による ROFR の行使とその他の株主による ROSR の行使が行われ、その後も譲渡可能な株式が残っている場合に限り、当初の株主がセカンダリを行うことができる。その場合、PTN（Proposed Transfer Notice）に記載していたものと同様の取引条件でセカンダリを実施しなければならない点にも留意が必要である（モデル契約上の e 項）。

¹⁰² モデル契約上では Secondary Refusal Right と記載

先買権の実務フロー（NVCA におけるモデル契約）¹⁰³



注)

- ① PTN: Proposed Transfer Notice (セカンダリの実施を希望する旨通知する文書)
- ② CN: Company Notice (発行体がROFRを行使する旨通知する文書)
- ③ SN: Secondary Notice (ROFRの行使後において、その他の株主が取得可能な株式が存在する旨通知する文書)
- ④ IN: Investor Notice (その他の株主がROSRを行使する旨通知する文書)

基本的な実務の流れとしては上記のとおりであるが、ROSRの行使に当たって取得可能な株式数を上回る購入希望が出された場合、購入希望株式数の比率で取得株式数を按分する点等がモデル契約上では定められている。

上記の通り、既存株主が保有株式のセカンダリを行うためには、発行体および既存株主への購入権行使期間を経る必要があり、その期間は一般に1ヶ月程度である。

¹⁰³ 出所：NVCA によるモデル契約

(3-3) セカンダリに対して譲渡制限・先買権が与える影響

発行体にとっては、譲渡制限の承認や先買権の行使に関する意思決定のために、既存株主への打診や法的検討が必要となる。そのため、外部弁護士を雇用し、CFO・法務責任者がリソースを割くケースが多い。また、発行体はセカンダリ取引において、①買い手の属性と②取引価格を特に重視する。買い手の属性については、競合企業等望ましくない主体が株主名簿に載ることを防ぐためであり、取引価格については、プライマリ取引への悪影響や税務上の問題を回避するためである。特に、セカンダリの価格が高すぎる場合、プライマリでの価格がセカンダリ価格を下回り、ダウンラウンドのリスクが高まり、次回資金調達の際に不利になる可能性がある。

このような背景から、仲介者（B/D やマーケットプレイス）は、譲渡が否認される取引を成立させないよう注意を払う。後述するが、取引手法の一つであるマーケットプレイスは、経営層との関係を構築し、承認されやすい取引条件を把握するとともに、SPVを活用する等の対策を講じることもある。例えば、取引に当たり適切な価格帯を提示したり、「この価格以下では譲渡制限や先買権が行使される可能性が高い」といったガイダンスを提供したりすることで、取引の承認確率を高めている。

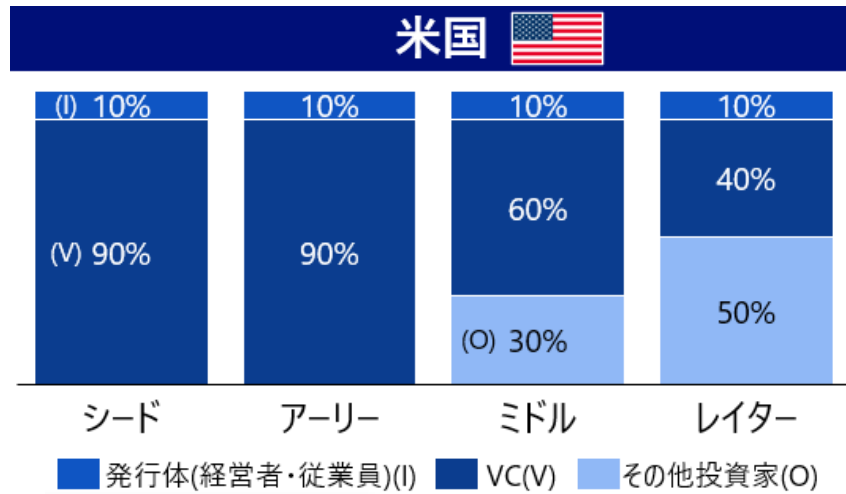
また、譲渡制限および先買権の存在により、セカンダリの全体プロセスには30～60日程度のリードタイムを要することが一般的である。

(4) 市場参加者（買い手・売り手）の分析

(4-1) 買い手の分析

セカンダリの買い手は、売り手と同様、発行体関係者とその他投資家の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をはじめとする機関投資家を指す。以下に、発行体の成長ステージ別に見た米国におけるセカンダリの買い手構成比イメージを示す。

米国セカンダリ市場：発行体ステージ別の買い手構成イメージ（取引金額ベース）¹⁰⁴



シード期・アーリー期は投資上のリスクが非常に大きいため、リスク資金の供給を担うVCがセカンダリの買い手のほとんどを占める。リスクの高い投資を行うエンジェル投資家については、専らプライマリでの投資を重視しており、セカンダリの買い手として取引に参画するケースは限定的である。

ミドル期・レイト期では、Fidelity・Vanguardをはじめとする資産運用会社やファミリーオフィス、ヘッジファンド、セカンダリファンド等、機関投資家が買い手として参画する。ミドル期以降の企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、より幅広い投資家が買い手として参画するようになる。

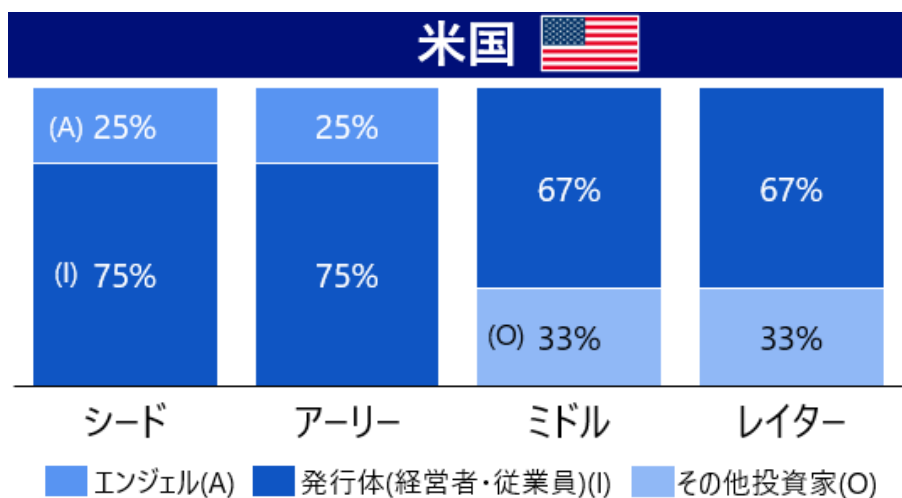
(4-2) 売り手の分析

セカンダリの売り手は非上場企業の既存株主を指すが、大きく、発行体関係者与其他投資家の2種類が存在する。前者については、発行体の創業者と従業員が含まれ、後者についてはエンジェル投資家をはじめとする個人投資家とVC等の機関投資家が含まれる。

以下に、発行体の成長ステージ別に見た米国におけるセカンダリの売り手構成比を示す。

¹⁰⁴ 出所：実務家ヒアリング

米国セカンダリ市場：発行体ステージ別の売り手構成イメージ（取引金額ベース）¹⁰⁵



米国においては、シード期・アーリー期においては、先述した通り、セカンダリ市場へのニーズが限定的であることもあり、売り手の比率としては創業者が高いものとなる。他方、基本的に創業初期に創業者が保有株式を大量に売却すると、経営の継続性においてネガティブなシグナルとなることがあるため、創業者による個人的な資金ニーズ（教育資金等）が生じた場合や、経営方針の変更により共同創業者が退任する場合以外の事由による発行体起点でのセカンダリは殆ど見られず、限定的な事例と言える。

ミドル期は、プレシード投資家が資金回収の検討を開始する時期であり、相対的に発行体関係者を売り手としたセカンダリの割合は減少する。昨今の傾向として、発行体は、従業員の保有株式が外部へ流出することを歓迎しない立場が一般的である。一方で、昨今の非上場期間の長期化に伴い、社員の離脱を防ぐためにセカンダリを許容するケースが存在する。

売り手による取引手法の選定においては、発行体関係者の場合、成長ステージによって状況が異なる。多くの発行体において、シード期・アーリー期では従業員によるセカンダリを直接取引に限定し、ミドル期以降ではマーケットプレイスやB/D経由での取引も許可する¹⁰⁶傾向がある。あるマーケットプレイス関係者によると、シリーズB（ミドル期に

¹⁰⁵ 出所：実務家ヒアリング

¹⁰⁶ ただし、マーケットプレイスを特定して取引を許可する（EquityZenでのセカンダリのみ許可する等）等の慣習は見られない

該当)になると発行体の社員による会員登録が増加するという。マーケットプレイスに登録するような株式を多数保有する社員は管理職層であることも多いため、会員登録や取引を通じて発行体の経営層とコネクションを構築できるケースもある。セカンダリにおいては譲渡制限の承認取得が大きな障壁となるため、仲介者にとって経営層と良好な関係を構築することは非常に重要である。

その他投資家は、VCをはじめとする既にスタートアップへの投資・セカンダリ経験を有する投資家¹⁰⁷であり、各仲介者の既存顧客であるケースが多い。そのため、複数のB/Dやマーケットプレイス¹⁰⁸へ保有情報を流し、買いの打診が入った場合に売却条件を比較し、最適と判断される仲介者を経由して売却することが一般的である。

(4-3) 投資家保護に向けた取り組み

投資家保護の取り組みとして、各マーケットプレイスでは市場レポート等による情報公開やセミナー開催に取り組んでいる。EquityZenは投資機会に関するコラムをネットで公開しているほか、Hiiveは自社プラットフォームでの取引データを公表し、Forge Global及びHiiveは非上場株式のインデックスを開発¹⁰⁹する等、各社各様の取り組みが見られる。セミナーについては、Goodwin、Gunderson Dettmer、Wilson Sonsini等の非上場株式市場へのアドバイザーに強みを持つ法律事務所と提携し、投資上の法的論点等を解説している。

¹⁰⁷ 米国にはいわゆるスタートアップ界隈と呼ばれる類のコミュニティが存在し、その構成メンバーは顔見知りであることも多いため、セカンダリの取引手法がリファラルにより選択されることもある

¹⁰⁸ ただし、VC等の投資家はマーケットプレイスを利用しない傾向がある

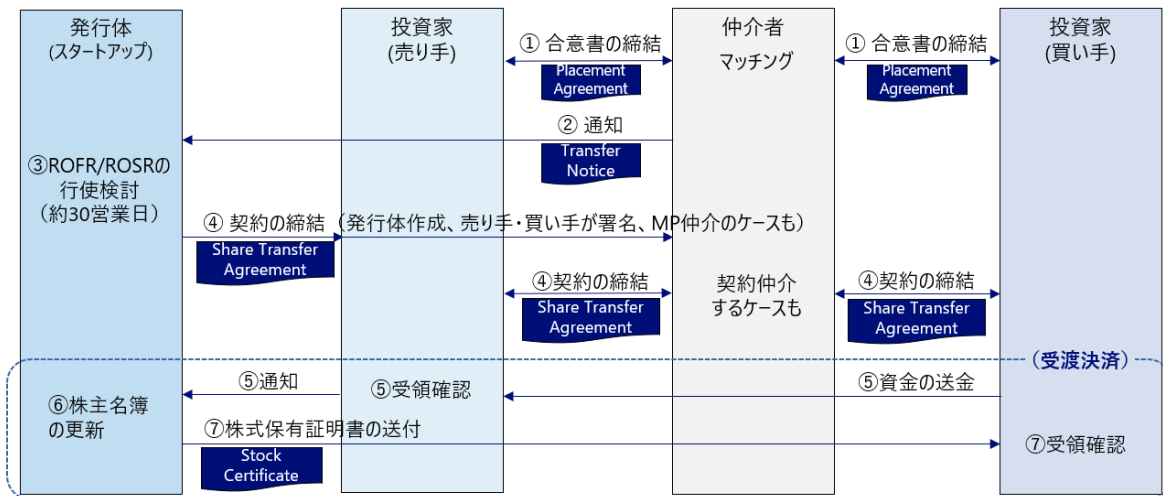
¹⁰⁹ それぞれ、Hiive50 Index、Forge Private Market Index

(5) 市場仲介者・仲介実務（決済・移転）の分析

(5-1) 取引フロー

セカンダリにおける一般的なディールフローを分析する。なお、取引手法によらず、これらの実施内容や手順は基本的に同一である。以下では例として、マーケットプレイス経由で取引を行った際のフローを示している。

米国セカンダリ市場：主なディールプロセス¹¹⁰



まず、売り手・買い手がマッチングすると、「Placement Agreement」と呼ばれる合意書を、それぞれマーケットプレイスを相手方として電子的に締結する。これは、双方合意し取引するに当たり、マーケットプレイスに対して一定の手数料を支払う旨に同意する文書である (①)。

その上で、マーケットプレイスは発行体に対して「Transfer Notice」を送付する (②)。「Transfer Notice」には売り手・買い手の個人情報や取引株式数・希望株価等が記載されており、これを発行体の CFO 等が受領し、発行体として先買権を行使するかを検討する。このプロセスには通常 30 日程度を要し、先述した通り、発行体の次に既存株主へ ROSR を行使するかを確認する作業が発生する (③)。

そして、セカンダリを実施できることになった場合、発行体を起点として「Share Transfer Agreement」が締結される (④)。これは主に発行体が雇用した法律顧問が作成

¹¹⁰ 出所：実務家ヒアリング

するもので、セカンダリ取引の証明書となる。「Share Transfer Agreement」に売り手・買い手が署名することでセカンダリが成立し、買い手による資金送金、売り手による受領確認を経て(⑤)、発行体が株主名簿を更新し(⑥)、株式保有証明書を買手に送付する(⑦)ことで全てのフローが完了する。

マーケットプレイスの中には、上記フローを支援するサービスを提供しているプレーヤーも存在する。NPM と Hiive は、Execution service と呼ばれる取引支援サービスを提供している。具体的には、Transfer Notice を発行体へ送付したのち、発行体は以降のすべてのプロセスをマーケットプレイスへアウトソースすることができる。先買権を行使・放棄する際発行体による署名等、必要な手続きをオンラインにてワンストップで済ませることが可能である。Execution service は、当初 NPM が提供開始したのち、Hiive が追従した。ただし、Hiive において同サービスの提供に当たり顧客の取引データを漏洩するインシデントが発生したため、現在では NPM のみの提供となっている。当初、NPM は無償で同サービスを提供していたが、現在は有償の独立サービスとして提供している。このサービスはスタンドアロンであるため、NPM を介さない任意のセカンダリに対して利用可能（取引のたびに対象株主が NPM に直接利用料を支払う仕組み）であり、発行体の導入ハードルも低いといえる。NPM にとっては、サービス提供を通じ発行体との関係を構築できるため、次回大規模なセカンダリが発生する際にリードを獲得しやすくなるほか、取引データの収集や銀行へ代理送金する決済資金の一時預かりによる利息収益等のメリットを享受できる。

ただし、他のマーケットプレイスから見ると、本サービスが発行体の負担軽減に寄与に貢献する一方、本サービスを有償で利用する発行体は限定的なのではないか、という指摘も存在する。例えば、企業価値 10 億ドル以上のユニコーン企業のように投資需要が非常に高い発行体の場合、取引プロセスを自社で管理できるだけのリソースがあるため、セカンダリという資本政策上重要なプロセスを外注するインセンティブは乏しい。逆に、流動性が低い銘柄の場合、有償にてサービスを利用するだけの理由が発行体に存在しない。また、承認取得等のプロセスを外注できたとしても、最終的に株主名簿のデータを書き換えるのは発行体による手作業になる。このようなサービスはマーケットプレイスの付加価値の提供につながる一方で、それらが競合優位性を構築するには至っていない可能性が高い。

(5-2) 仲介者による取引実務

ここでは、3つの取引手法のうち、仲介者が存在する「B/D 経由での取引」及び「マーケットプレイス経由での取引」を対象として仲介者の取引実務を分析する。

B/D とマーケットプレイスいずれにおいても、仲介者としての提供価値は、売り手・買い手をマッチングさせ、適切な価格を設定することでマーケットメイクすることである。ただし、より人的ネットワークに強みを置く B/D とデジタルテクノロジーを活用した効率的な取引支援を強みとするマーケットプレイスでは、仲介者としてのポジショニングが異なる。

(1) B/D 経由

セカンダリにおける B/D は、大手 B/D と中堅 B/D に分類できる。前者はモルガン・スタンレーやゴールドマン・サックス、JP モルガン等のいわゆる”バルジ・ブラケット”と呼ばれる大手証券会社である。主に株式報酬制度管理や 401(k)等の上場企業向け職域事業に向けた囲い込みか、自社のウェルス・マネジメント事業における富裕層顧客への提供サービスの一環としてセカンダリを位置づけているケースが多くみられる。

中でもモルガン・スタンレーは、証券会社の中でも特にセカンダリに積極的に取り組んでいるプレーヤーの1つである。株主名簿管理サービスである ShareWorks を発行体向けに提供している点が強みとなり、これを起点に発行体との関係構築を図りつつ、ウェルス・マネジメントの顧客向けにセカンダリに取り組んでいる。これらの B/D は主にレイター期以降の発行体を対象としており、現状ではセカンダリにおける仲介者としてのプレゼンスは限定的である。なお、マーケットプレイスである NPM は、モルガン・スタンレーやバンクオブアメリカ・メリルリンチ、UBS、ウェルス・ファーゴ等も出資している。

一方で、中堅 B/D はセカンダリに特化していることが多い。主なプレーヤーは Rainmaker Securities、Setter Capital、Oceanic、SeaFront である。

各プレーヤーの特徴は以下表の通りである。このうち、Oceanic と Seafront はサンフランシスコに拠点を置き主に西海岸にフォーカスしており、それ以外の2社は全米で幅広く活動している。

Rainmaker は全米に 75 名のエージェントを抱え、それぞれが個人事業主のように大きな裁量をもって仲介業務を行っており、営業力に定評がある。B/D はマーケットメイクに当たり、売り手への勧誘を積極的に行うことが多いが、Rainmarker は PitchBook と呼ばれる発行体データベースや LinkedIn（ビジネス SNS）を参照して特定の発行体の既存株主を探索し、売却に関心が無いか電話やメールを通じて勧誘している。非上場企業の株主は、個人的な資金ニーズがない限り早期の売却を積極的に検討しておらず、そもそも保有する株式にどれほどの価値があるのか確信を持たないため、自ら買い手を探す等の行動をとらないことが多い。そのため、B/D から潜在的な売り手である既存株主へ売却を持ち掛け、セカンダリに関心を持たせる必要がある。

また、Manhattan Venture Parters 及び HOF Capital 等、セカンダリファンドではあるものの同時に B/D としてもセカンダリ市場に関与しているプレーヤーも存在する。

米国における主要な B/D の一覧¹¹¹

名称	Rainmaker Securities	Setter Capital	Oceanic Partners	SeaFront Capital
設立	2004 年	2006 年	-	-
本社	FL 州コーラルゲールブルズ	カナダ・トロント	CA 州サンフランシスコ	CA 州サンフランシスコ
上場有無	非上場	非上場	非上場	非上場
B/D ライセンス取得州	29 州	27 州	1 州（CA 州のみ）	1 州（CA 州のみ）

また、投資の勧誘においては投資家の本人確認が必要となるが、B/D は他者が行った本人確認結果に依拠することができる。具体的には、先に本人確認を行った投資アドバイザーが、B/D に対して本人確認結果を流用することを許可する内容の書簡（Reliance Letter と呼ばれる）を送付することで、B/D は新たに本人確認業務を行う必要がなくなる。

¹¹¹ 出所：各社の公開情報

Reliance Letter を受領することにより、B/D は本来行うべき本人確認業務について、その一部またはすべてを、SEC に登録された投資アドバイザーがすでに行った本人確認をもって完了とみなすことができる。法的根拠は、2018 年に SEC が発出した No action letter¹¹²であるが、現在、Reliance letter による本人確認を法律に正式に盛り込むべく、SEC が FinCEN（金融犯罪捜査局）と法整備を進めている。

(2) マーケットプレイス経由

米国におけるマーケットプレイスの主要プレーヤーは、EquityZen、NPM、Forge、Hiive が挙げられる。各プレーヤーの特徴は、以下表の通り。

いずれのマーケットプレイスにおいても、株式・シングルアセット SPV（単一銘柄のみに投資）のセカンダリが可能であるが、マルチアセット SPV（複数銘柄に投資）については、EquityZen・Forge のみが対応している。

NPM では、取引対象の 60%が SPV の持分であり、その比率は近年増加している（残りの 40%は株式を対象としたセカンダリ）。

EquityZen では、マーケットプレイスの参加者は個人投資家が 80%、機関投資家が 10%程度、B/D が 10%（売り手や買い手の代理人としてマーケットプレイスに参加）となっており、個人投資家の参加が非常に多い点の特徴である。なお、ここでの「個人投資家」は、年収 20 万ドル以上または純資産 100 万ドル以上を満たす認定投資家¹¹³のうち、エンジェル投資家やスタートアップの管理職・役員レベルの従業員が中心であり、いわゆる一般的なリテール投資家とは異なる属性である点、留意されたい。

Forge は、従業員がストックオプションの行使にあたっての資金調達を支援するローン商品の子会社である Forge Lending を通じ提供している、従業員が自己資金を用意することなく権利行使を行い、売却することができる。

¹¹² SEC "Request for No-Action Relief Under Broker-Dealer Customer Identification Program Rule (31 C.F.R. § 1023.220) and Beneficial Ownership Requirements for Legal Entity Customers (31 C.F.R. § 1010.230)" <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/2018/sifma-120718-17a8.pdf>

¹¹³ 詳細は第 2 章 1(1-2)を参照

米国における主要なマーケットプレイスの一覧¹¹⁴

名称	EquityZen	NPM	Forge	Hiive
特徴	個人投資家が最も多い	発行体による Nasdaq 上場も見据える	ローン子会社等も設置し広範に支援	後発ながら技術活用により存在感を示す
設立	2013 年	2013 年 (2021 年にスピ ンアウト)	2014 年	2021 年
本社	NY 州 ニューヨーク	NY 州 ニューヨーク	CA 州 サンフランシスコ	カナダ バンクーバー ¹¹⁵
上場有無	非上場	非上場	NYSE 上場 (2022 年)	非上場
子会社 (分類)	<ul style="list-style-type: none"> EquityZen Securities LLC (B/D) 	<ul style="list-style-type: none"> NPM Securities LLC (B/D) 	<ul style="list-style-type: none"> Forge Securities LLC (B/D) Forge Global Advisors LLC (RIA¹¹⁶) Forge Trust Co. (Trust) Forge Lending LLC (Lending) 	<ul style="list-style-type: none"> Hiive Markets Limited (B/D)
事業概要	以下取引機会を提供 <ul style="list-style-type: none"> 単一企業投資ファンド 複数企業投資ファンド 未上場株取得 	発行体向けに以下支援を提供 <ul style="list-style-type: none"> 流動性供給支援 株式管理ツール 	未上場株取引プラットフォーム事業 ("マーケットプレイス") とカスタディアル・アドミ事業を提供	株式・SPV 持分の取引機会を提供 ※認定投資家の要件を満たさないユーザーに対しても、売却支援を一部提供

¹¹⁴ 出所：各社の公開情報

¹¹⁵ Hiive はカナダに本社を置いているが、米国市場において大きなプレゼンスを有する

¹¹⁶ Registered Investment Advisor の略称であり、米国において投資顧問法に基づき、主に預かり残高に応じた手数料を取得する登録投資顧問業者を指す

セカンダリ 手数料	<ul style="list-style-type: none"> ・～50万ドル：5% ・50万ドル～100万ドル：4% ・100万ドル～：3% 	<ul style="list-style-type: none"> ・1% 	<ul style="list-style-type: none"> ・2-4%程度（取引額、市況、利用歴等に基づき決定） 	<ul style="list-style-type: none"> ・3,000ドル+2-5%程度（取引額や提供サービスに基づき決定）
最低投資額	<ul style="list-style-type: none"> ・10,000ドル ※ただし、特定銘柄について5,000ドルとするオファーを2025年2月より実施中 	<ul style="list-style-type: none"> ・25,000ドル 	<ul style="list-style-type: none"> ・100,000ドル ※更に少額での取引を希望する場合は担当者と相談可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・25,000ドル
主な 売り手 ・買い手	<ul style="list-style-type: none"> ・機関投資家 ・認定投資家 (Accredited investors) 	<ul style="list-style-type: none"> ・機関投資家 ・企業の従業員 	<ul style="list-style-type: none"> ・機関投資家 ・認定投資家 (Accredited investors) ・企業の従業員 	<ul style="list-style-type: none"> ・機関投資家 ・認定投資家 (Accredited investors)

(6) その他エコシステムを構成する関係者の分析

セカンダリ市場では公開情報が限定的であるところ、市場情報を提供するデータプロバイダの重要性が非常に高いとされている。これらのプレーヤーは「market aggregator」と呼ばれ、Private Market Insights 社等が有名である。同社は非上場企業のバリュエーションやその推移等をレポートとして販売しており、市場の透明性向上をミッションとして掲げている。他にも、広範にデータを集計し提供するプロバイダとして Crunchbase や Preqin が存在する。以下に主要な市場データプロバイダを示す。

米国において利用される主要な市場データプロバイダの一覧¹¹⁷

プロバイダ名	Private Market Insights	Crunchbase	Preqin
創業	2021 年	2007 年	2003 年
本社	米国・ニューヨーク	米国・サンフランシスコ	英国・ロンドン
ユーザー数	(不明)	8 千万人	20 万人・180 か国
掲載企業数	(不明)	300 万社 300 万の投資家 30 万のファンド	4 万 8 千社 2 万の投資家 13 万 5 千のファンド
データ項目	非上場株式に関する以下項目 <ul style="list-style-type: none"> 資金調達 機関投資家 取引状況（セカンダリの状況含む） 	非上場株式・負債、各種ファンドに関する以下項目 <ul style="list-style-type: none"> 資金調達 機関投資家 ファンド運用状況 ファンドマネジャー 取引状況 Exit 予想・業績スコア 	非上場株式・負債、VC/ヘッジファンド、不動産等に関する以下項目 <ul style="list-style-type: none"> 資金調達 機関投資家 ファンド運用状況 ファンドマネジャー 取引状況

これらデータプロバイダは非上場企業の株価については直接的な情報を提供しないが、例えば Crunchbase はスコア化された指標を提供する。Growth Score は業績や調達状況等に基づく成長スコア、Heat Score は市場からの関心やメディア露出等に基づく注目スコアを示す。

¹¹⁷ 出所：各社の公開情報

Crunchbase におけるスコア情報 (OpenAI の事例) ¹¹⁸

(権利上の理由により削除)

これらのスコアについては算出上考慮される要素は記載されているものの、その具体的なデータ内容や算出式については Crunchbase 上で公開されていない。また、これらのスコアについては投資家自らの責任で利用する旨、免責事項¹¹⁹が記載されている。

また、仲介者の観点では、取引の勧誘に当たり発行体の株主が潜在的な売り手となる。そのため、多くの B/D では PitchBook (非上場企業の資金調達等に関するデータプロバイダ) や LinkedIn (職歴を公開するビジネス SNS) を活用して株主にアプローチしている。公開情報が限られるセカンダリ市場においてはこういったデータソースが顧客発掘にあたっての貴重な情報源となっている。

中でも、PitchBook は非上場株式市場に関する各種データをダッシュボード形式または API 経由で提供しているが、特に多くの B/D に活用されているのは、非上場企業の株主

¹¹⁸ 出所：Crunchbase “OpenAI”

<https://www.crunchbase.com/organization/openai>

¹¹⁹ Crunchbase 社の Terms of Service 上には、“Any information or Content publicly posted or privately transmitted through the Service is the sole responsibility of the person or organization (中略). You access all such information and Content at your own risk, and we aren’t liable for any errors or omissions in that information or Content or for any damages or loss you might suffer in connection with it.”との記載がある

に関するデータである。例として、PitchBook が提供するコンタクト情報のイメージを以下に示す。

PitchBook が提供するコンタクト情報のイメージ¹²⁰



上記は一例として示されたサンプルページであるが、ある個人が取締役として就任している企業の名称や当該企業の調達ラウンドのほか、当人が LP (Limited Partner) として参画するファンドの名称・リード投資家 (GP) ・ファンド総額・ドライパウダー¹²¹・ビンテージ¹²²等、任意の個人の投資に関する詳細な情報を提供していることが伺える。PitchBook は非上場企業各社の株式名簿 (Cap table) に加え、株式名簿に紐づく投資家情報も提供しており、B/D はこれらをもとに保有株式に関する仮説を立て、セカンダリ売却の勧誘を行っている。

LinkedIn も同様に利用されており、例えば、職歴プロフィールに特定の企業で一定期間勤務している旨の記載があれば、株式を保有していると仮説を立て、売却のアプローチをかけることもある。ただし、情報量においては PitchBook が LinkedIn を上回る。

¹²⁰ 出所：Pitchbook “PitchBook data, your way”

<https://pitchbook.com/products/direct-access-data>

¹²¹ 市場変動等に備え、ファンドが未投資分として手元に残している待機資金

¹²² ファンドが組成され投資を開始した年月

LinkedIn が提供するコンタクト情報のイメージ¹²³



また、B/D の他にも、マーケットプレイスも PitchBook 上の取引データを参照し、各非上場企業への潜在的なニーズに関する情報を収集しているとの声が聞かれた。先述した通り、各マーケットプレイスはセカンダリにおける価格決定に際し独自に情報収集しているが、その際にも PitchBook は重要な役割を果たしている。

さらに、投資家がセカンダリにおいて取引価格を検討する際にも、PitchBook 上の各種財務指標（年間継続収益額(ARR)、資金燃焼率(cash burn rate)等）を参照し、マルチプルを用いて類似企業から株価を算出するケースもある。このように、PitchBook は非上場株式投資において仲介者や投資家に広く利用されている情報源であり、その重要性から、米国においては市場インフラと言っても過言ではない存在である。

¹²³ 出所：LinkedIn “たったこれだけ！LinkedIn の使い方① プロフィール公開範囲の設定”

<https://www.linkedin.com/pulse/%E3%81%9F%E3%81%A3%E3%81%9F%E3%81%93%E3%82%8C%E3%81%A0%E3%81%91linkedin%E3%81%AE%E4%BD%BF%E3%81%84%E6%96%B9-%E3%83%97%E3%83%AD%E3%83%95%E3%82%A3%E3%83%BC%E3%83%AB%E5%85%AC%E9%96%8B%E7%AF%84%E5%9B%B2%E3%81%AE%E8%A8%AD%E5%AE%9A-shusuke-shu-murai/>

第3章 英国・EU

1. 非上場株式プライマリ市場に関する法規制

(1) 発行体に対する規制

(1-1) 英国

(1-1-1) 概要

英国における証券の発行体及び仲介者は、FCA(Financial Conduct Authority)による監督を受ける。FCA が管轄する FSMA (Financial Services and Markets Act 2000) において、非上場株式の取扱いについて規定を行っており、発行体による開示及び販売に係る規制が行われている。

発行体による開示については、FSMA Section 85 において、株式・社債・新株予約権付証券等の譲渡可能証券 (Transferable securities) を発行する場合、FCA が登録した目論見書 (prospectus) の作成および公表義務が生じるとの規定が存在する。また、目論見書の内容については、UK PR (UK Prospectus Regulation) にて様式等を規定している。この UK PR は EUWA (European Union (Withdrawal) Act 2018) の規定に基づいて、EU における目論見書に係る規定である EU PR (Prospectus Regulation (EU) 2017/1129) を基本的に踏襲したものである。

(1-1-2) 登録免除等の詳細

UK PR では、以下のような条件を満たす場合、目論見書の作成・登録義務が免除される。これらは、UK PR Article 1(4)および MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II: 第2次金融商品市場指令) で定義されるプロフェッショナル投資家に対する募集に適用される。

- 認定投資家 (Qualified Investors) のみを対象とする募集
- 各国ごとの募集対象が 150 人未満である場合
- 投資単位が 1 件あたり 10 万ユーロを超える場合、または証券の額面が 10 万ユーロ以上である場合
- 総発行額が 12 か月間で 100 万ユーロ以下である場合

プロフェッショナル顧客は、① 指定プロフェッショナル顧客（Per se Professional Clients）と② 要件充足型顧客（Opt-up Eligible Clients）の2種類に分けて定義されている。指定プロフェッショナル顧客は、規定により自動的にプロ顧客とみなされる法人・機関等で、金融機関、国家機関、財務基盤が一定以上の機関投資家、年金基金、ヘッジファンド、投資ファンド、規制市場の会員等が自動的に指定される。要件充足型プロ顧客は、取引経験や資産規模（金融商品ポートフォリオが50万ユーロ超）、金融関連の職業経験等の複数要件を満たす場合に顧客が書面にてプロフェッショナル顧客であることを書面等で申し込み、仲介者等の審査を通過した主体である。

また、2024年にPOATRs規則（Public Offers and Admissions to Trading Regulations 2024）では、非上場会社の資金調達を促進するための適用除外が導入されており、クラウドファンディング・プラットフォームを通じた公募や、完全な目論見書なしで特定の取引所への登録に関連した公募を認めることが含まれており、500万ポンド未満の調達時の適用除外を受けられることができる。

(1-2) EU

(1-1-1) 概要

EUにおける証券の発行体及び仲介者は、EUの証券市場監督庁局であるESMA（European Securities and Markets Authority）の他、ドイツBaFin（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）等の各国当局による監督を受ける。

EUの金融・資本市場に係る包括的な規制としてはMiFID II（Markets in Financial Instruments Directive II: 第2次金融商品市場指令）が存在し、発行体への以下のような各種義務が規定されている。

MiFID II による発行体等への未公開株発行時の主な義務の規定¹²⁴

義務項目	リテール顧客への販売時	プロフェッショナル顧客への販売時	関連条文・根拠
適合性評価	投資助言または勧誘時に必須。リスク許容度、目的、収入、知識の詳細調査が必要	原則実施するが、簡略化が可能	Article 25(2), Delegated Reg. Art. 54-55
販売妥当性評価	知識と経験の確認が必要	実務上、評価簡略または免除可	Article 25(3)
情報開示義務	リスク、コスト、構造、利益相反、報酬等を事前に書面で開示（クリアで公平な方法で）	概要的な情報提供でも容認される場合あり（目論見書の発行義務の免除：後述）	Article 24(4-5), Delegated Reg. Art. 44-50
広告規制	マーケティング資料も誤解を与えないように審査が必要	自主的ルールで対応（軽減可）	Article 24(3), Delegated Reg. Art. 44
記録義務	適合性評価・開示内容・会話記録を5年間保存（電子形式）	同様に記録義務あり	Article 16(6), Delegated Reg. Art. 76

EU 圏内において企業が株式を募集する場合には、EU PR（Prospectus Regulation (EU) 2017/1129）に基づいた目論見書の発行義務が基本的に発行体に課せられる。

EU 目論見書規則に基づいた目論見書（Full Prospectus）の主な記載内容¹²⁵

セクション	内容の要約
1. 要約（Summary）	投資家が短時間で理解できるように、リスク、発行体、証券の要点を簡潔に記載（3 ページ以内）
2. 登録文書（Registration Document）	発行体に関する情報（会社情報、事業概要、経営陣、財務情報、リスク等）

¹²⁴ 出所：EUR-Lex “DIRECTIVE 2014/65/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU”

<https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng>

¹²⁵ 出所：EUR-Lex “COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2019/980 of 14 March 2019

supplementing Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council as regards the format, content, scrutiny and approval of the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Commission Regulation (EC) No 809/2004”

https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2019/980/oj/eng

3. 証券メモランダム (Securities Note)	発行される証券の内容 (種類、数量、価格、配当、償還条件、権利内容、市場、譲渡制限等)
4. 責任声明	発行体および責任者が、目論見書の正確性と誤記載の不存在を宣誓する明示文
5. リスク要因	発行体、業界、証券固有のリスクの詳細記載
6. 使用目的 (Use of Proceeds)	調達した資金の使用用途 (例: 運転資金、買収、設備投資等)
7. 経営陣・ガバナンス情報	経営者の略歴、役員構成、関連取引、報酬等
8. 財務情報	過去2年または3年の監査済み財務諸表 (IFRS または国家基準) と MD&A (経営分析)
9. 株主情報と資本構成	主要株主、持株比率、既存株式の希薄化の影響等
10. 希薄化情報 (Dilution)	公募による既存株主の保有比率の変化を明示
11. 配当方針	過去の配当実績と将来の方針 (支払予定、変動要因)
12. 販売・引受条件	募集方法 (ブックビル、直接募集等)、引受業者、手数料、ロックアップ条項等

(1-1-2) 登録免除等の詳細

英国同様、EU PR Article 1(4)に基づき、MiFID II で定義されるプロフェッショナル投資家のみに対して募集、募集人数が1国あたり150人未満、各投資家が10万ユーロ以上を投資、額面額が100,000ユーロ以上の証券、総発行額が12ヶ月で1,000,000ユーロ以下の場合等は目論見書の発行義務が免除される。

プロフェッショナル顧客は、① 指定プロフェッショナル顧客 (Per se Professional Clients) と② 要件充足型顧客 (Opt-up Eligible Clients) の2種類に分けて定義されている。指定プロフェッショナル顧客は、規定により自動的にプロ顧客とみなされる法人・機関等で、金融機関、国家機関、財務基盤が一定以上の機関投資家、年金基金、ヘッジファンド、投資ファンド、規制市場の会員等が自動的に指定される。要件充足型プロ顧客は、取引経験や資産規模 (金融商品ポートフォリオが50万ユーロ超)、金融関連の職業経験等の複数要件を満たす場合に顧客が書面にてプロフェッショナル顧客であることを書面等で申し込み、仲介者等の審査を通過した主体である。

プロフェッショナル顧客以外のリテール顧客については、前述の MiFID II に伴う情報提供等の義務に加えて、PRIIPs 規則 (Regulation (EU) No 1286/2014) に基づいた情報提供も、未公開株の販売時には必要となる。同規定では、顧客向けに重要事項説明書

(Key Information Document) として、商品の説明やリスク／シナリオ別のリターン、売却・譲渡手段等の情報開示が求められる。

欧州では、クラウドファンディングによる株式発行も法令上は私募の一種とされ、2021年に従来は各国で異なっていた株式型クラウドファンディングのルールが ECSP 規則 (European Crowdfunding Service Providers Regulation) として統一されている。同規定では、企業がクラウドファンディングによる株式発行を行う際、年間 500 万ユーロまでの調達が可能となる。

(2) 市場仲介者に対する規制

(2-1) 英国

FSMA Article 19 において、許可を受けずに規制対象事業 (regulated activities) を営むことは禁止されている。同法に基づき、ブローカー業務を行う場合は、FCA の認可が必要となる。認可に際しては、適切な資源、事業モデルの健全性、効果的な監督可能性 (Effective Supervision)、英国内の所在 (Location of Offices)、適格性 (Suitability) 等の要件が課される。

投資型クラウドファンディングについては、RAO (Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001) によって、投資取引及び投資取引を目的としたアレンジを行う主体として FCA への登録が必要となる。登録に際し、ブローカーと同様に各要件が審査される。

(2-2) EU

証券取引の仲介者として業務を行うには、MiFID II に基づくライセンス取得が必要となる。登録要件として、各国金融監督当局への登録、資本要件 (最低 50 万ユーロの自己資本)、認定投資家基準の適用 (投資勧誘の制限) が存在する。

ECSP 規制により、未公開株式のクラウドファンディングを運営するプラットフォームは、ライセンス登録が義務付けられている。EU の新しいクラウドファンディング規則下では、「クラウドファンディングサービスプロバイダー」という統一的な登録区分が設けられ、資金募集の勧誘から決済まで一貫して安全に行えるよう監督されている。プラッ

トフォームは投資家に対し未公開企業がクラウドファンディングで資金調達する際に発行する重要投資情報書類（Key Investment Information Sheet）の提供義務を負い、不適格な案件の排除や詐欺防止措置を講じることが求められている。また、投資家資金の分別管理や紛失防止策等も規制で定められており、仲介者としての信頼性確保が重視されている。

(3) エコシステムを構成する関係者に対する規制

英国・EU では、投資に際し、SPV が構成されることも広く行われているが、SPV の設立・運営に関して特定の立法は行われていない模様である。一方で、SPV の業務として募集等を行う場合は、同様の業務を行うに際しての登録等の義務が生じるものと解される。

資金調達の実務をサポートするために、いわゆるサーチ会社に一部業務を委託し、発行体のティーザープレゼンテーション作成し、潜在的な投資家の発行体への紹介を行うことがある。以下、同主体に対する規制内容を記載する。

(3-1) 英国

金融サービス市場法 2000 年（Financial Services and Markets Act 2000, FSMA）及び同法に基づいたガイドラインに基づき、投資家と資金調達を求める企業を仲介する場合には、FCA の登録が必要になると考えられる¹²⁶。

登録に当たっては、リスク管理とコンプライアンス体制の整備：適切なリスク管理、コンプライアンス、内部監査の枠組み整備や定期的な報告義務の履行が求められる。

(3-2) EU

EU において、特定の証券や投資商品について助言、また、投資家の注文を企業に取り次ぐ場合は MiFID II における MiFID II 上の投資サービス事業者となる可能性が有る。その場合は、MiFID II 第 16 条に基づいて、健全なガバナンスやコンプライアンス体制の確立、MiFID II 第 19 条に基づいた報告義務等が課せられる。

¹²⁶ Section 19 FSMA (General Prohibition)の規定に基づき、同様の業務は FCA の監督下にある

(4) 投資家保護上の施策

(4-1) 英国

未公開株式の募集に際し、企業は投資家に対し、詳細な財務情報やリスク情報を開示する義務がある。Market Abuse Regulation (UK MAR) に基づき、未公開株取引における虚偽表示やインサイダー取引は禁止されている。これは、EU の Market Abuse Regulation (MAR) に由来するものであるが、EU 離脱後も国内法として施行されている。

英国では、FCA 規則に基づき、認定高額純資産投資家や自己証明洗練投資家といったカテゴリに該当する個人に限り、未公開株式等流動性の低い証券のオファーを受け取ることができる。なお、ヒアリングにおいては、未公開株への投資を行う主体は限定的であり、ブローカーがこれまでに同様の投資を経験していない顧客を勧誘するインセンティブが薄く、投資家の適格性確認が実務上発生しにくいとの意見も聞かれた。

金融商品に係る行為規制ソースブックである COBS (Conduct of Business Sourcebook) において、英国の非上場株式等の容易に換金できない証券(a non-readily realisable security)を RMMI(restricted mass market investment：制限マス市場投資商品)については、勧誘可能な投資家を限定している。一般的に非上場株が該当する RMMI に投資可能な個人投資家として、①プロ顧客(Professional investors)、②自己証明洗練投資家(Self-certified sophisticated investors)、③認定高額純資産投資家(Certified high net worth individuals)、④制限投資家(Restricted investor)、の大きめに4種類に分類されている。主に多くの個人投資家が該当するのが、②～④とされている。②の定義として、a.投資資産のすべてを失う重大なリスクに直面する可能性を理解しており、かつ以下のいずれかの条件を満たすことが必要となっている (b-1.直近6ヶ月間でのエンジェル投資家の経歴、b-2：直近2年間で非上場企業への投資経歴、b-3：直近2年間でプライベート・エクイティもしくは中小企業に金融に従事、b-4：直近2年間で売上高100万ポンド(/年)以上の企業に取締役として従事) が規定されている。③認定高額純資産投資家は、前年度に10万ポンドの収入を得ている、または、前年度を通じて25万ポンドの純資産を保有している条件を満たす必要がある。④制限投資家は、過去12ヶ月間のすべてのRMMIが純資産の10%未満であり、今後12ヶ月間はその割合を維持する予定であることを投資家が申告する、と定義されている。

(4-2) EU

投資家については、MiFID II および各国規制による顧客区分制度が存在する。EU では、投資家をリテール顧客、プロフェッショナル顧客、および適格機関投資家に分類し、未公開株式のような高リスク商品は、原則としてリテール層への販売・勧誘が制限されている。認定投資家の条件としては、金融資産 50 万ユーロ以上、年間収入 10 万ユーロ以上、専門的な投資経験が 5 年以上あること等が求められる。一方で、書面での自己申告で足りることやクラウドファンディングによる投資等も可能であることから、投資家が未公開株に投資することは比較的容易であるとの声もヒアリングでは聞かれた。

情報開示面でも欧州は手厚い措置を講じている。前述の通り、EU の目論見書規則では厳格な開示義務がある他、クラウドファンディングでは重要投資情報書類の提供が義務となっている。さらに各国の会社法・少数株主保護規定も投資家を守る役割を果たす。英国会社法では株主総会決議や取締役の忠実義務等の面で少数株主の権利を定めており、たとえ未公開会社でも重大な資本異動には株主の承認が必要となる。EU 各国でも類似の会社法制があり、未公開株の投資家であっても契約関係だけに頼らず法的な権利主張が可能となっている。

未公開株式の募集に際し、企業は投資家に対し、詳細な財務情報やリスク情報を開示する義務がある。Market Abuse Regulation (MAR) に基づき、未公開株取引における虚偽表示やインサイダー取引は禁止されている。

(5) 税法上の措置

(5-1) 英国

欧州、とりわけ英国は、スタートアップへの投資を促すための充実した税制優遇策でも知られている。英国政府は 1990 年代より継続的に投資インセンティブ制度を導入しており、代表的なものにベンチャーキャピタル・トラスト (VCT)、エンタープライズ投資スキーム (EIS)、シード企業投資スキーム (SEIS) がある。これらの制度に共通するのは、投資家が未上場株式を一定期間保有することを条件に所得税控除やキャピタルゲイン(譲渡益)非課税等の恩典が得られる点である、

VCT は、上場投資信託（投資法人）を通じて未上場企業に投資した個人に税優遇を与えるものである。年間 20 万ポンドまでの投資について 30%の所得税控除があり、5 年間の保有でその投資から生じる配当金が非課税になるほか、売却益も非課税といったメリットがある。

EIS は、上場企業の株式に直接投資した個人に対し税額控除等のメリットを付与する。1 税年度あたり最大 100 万ポンドまでの投資額について所得税の 30%相当額を控除でき、さらに 3 年以上保有した場合その株式売却益は全額非課税となる。

SEIS は 2012 年に導入されたもので、より創業間もない種（シード）段階の企業への投資を対象として EIS を補完する位置付けである。SEIS では年間 10 万ポンドを上限に所得税 50%控除が受けられ、譲渡益も非課税（3 年保有条件）となる等、より初期段階の投資に対して手厚い優遇がある。

これらの税メリットは非常に大きく、たとえば EIS 投資家は実質的に投資額の 30%を国から補填され、かつ成功時のキャピタルゲインも課税されないため、リスクマネー供給への強力な誘因となっている。

こうした税制優遇を受けるためには投資対象企業の条件が存在し、英国の EIS/SEIS では対象企業は純資産 1,500 万ポンド未満で従業員 250 人以下の中小企業に限られる他、また英国籍（または恒久的施設を有する）の企業である必要があり、政府が「税優遇の必要なし」と指定する特定セクター（例：石炭・鉄鋼、金融・不動産、発電事業、ホテル業等）は投資対象外となる。また、調達額にも制限があり、企業は年間 500 万ポンド、通算で 1,200 万ポンド（研究開発型の特例企業は通算 2,000 万ポンド）までしかこれら税優遇付き資金を受け入れられない。

(5-2) EU

英国以外の欧州各国でも、スタートアップ投資に対する税優遇策は存在する。例えばフランスにはマドレーヌ法（Loi Madelin）と通称される制度があり、中小企業に出資した個人に対し一定割合の所得税控除を認めている。ドイツでも近年 INVEST プログラムが実施され、スタートアップへ出資したビジネスエンジェルに投資額の 20%を補助金として交付する施策が取られている。これらは英国ほど包括的ではないものの、各国の事情に

応じて民間投資促進を図る試みである。このように EU レベルでは直接的な税制統一はないが、各国の優遇策導入をガイドライン等で後押ししている。

2. 非上場株式プライマリ市場構造

本調査で行ったヒアリングでは、英国・EU については取引規模の差こそあるものの、取引手法や市場参加者の観点で非常に類似しているとの声が聞かれた。

また、これらの地域では個人の投資意欲や規制等の政策の観点で米国に後れを取っているとの指摘もあり、世界の中でも日本により近い存在であるとも考えられる。そのため、日本における環境との比較を容易にするという観点も踏まえ、市場構造の分析については英国・EU を同じ節として扱う。ただし、英国あるいは EU に特化した情報が得られた場合にはその限りではなく、都度対象地域を指定して記述することとした。（セカンダリも同様）

(1) 取引市場の分析

英国・EU における未公開株式の発行（増資）手法も、基本的には相対取引（私募）が中心である。相対取引（私募）は、伝統的な手法として長く行われてきた。今回ヒアリングした専門家は、米国と比較すると英国・EU のユニコーンに限られる、スタートアップはグローバルではなく EU 域内成長を意識している、投資家の層が米国ほど厚くないこと等が理由で、投資家の非上場企業への投資意欲は米国と比べると小さいと述べていた。

また、ヒアリングした複数の専門家の見解をまとめると、EU 域内でも国によって特色があると言える。

例えばフランスは数学の教育水準が高いことから優秀な人材が育つ環境にあり、結果として AI 系のスタートアップの品質に定評がある¹²⁷。

ドイツでは、10 年ほど前、ベルリンをスタートアップの拠点として盛り上げるようなムーブメントがあったものの、ローカル志向のスタートアップが多く、フランスや英国と比べて成長ポテンシャルでいうと多少見劣りするという意見も寄せられた。

なお、英国は EU 各国と比べてスタートアップの参入障壁が非常に低く、小規模な企業でも成功しやすいことから、非上場株式市場の規模は米国に次ぐと言われている。英国は国策として非上場企業への投資を促しており、例えば、英国政府は確定拠出型年金の運用

¹²⁷ 他方でフランスのスタートアップは給与水準が英語圏と比べて低く、人材のリテンションが長年の課題と言われている

会社とともに「マンション・ハウス・コンパクト」と呼ばれる誓約を行い、2030年までに確定拠出年金の基本構成割合のうち、少なくとも5%を未公開株に充てるとコミットしている。英国政府がこれを決定した背景には、ヒアリングした専門家によると、英国の年金基金はEUと比べてリスク投資が少ないことが指摘され、英国側がこの状況を打破したいと考えていたとされている。マンション・ハウス・コンパクトのほかに、第1章で紹介しているEISやSEIS等税制上のインセンティブを付与し、よりリスクのある資産への税控除を拡大している。

(2) 取引手法・価格決定メカニズムの分析

(2-1) 資金調達手法の分析

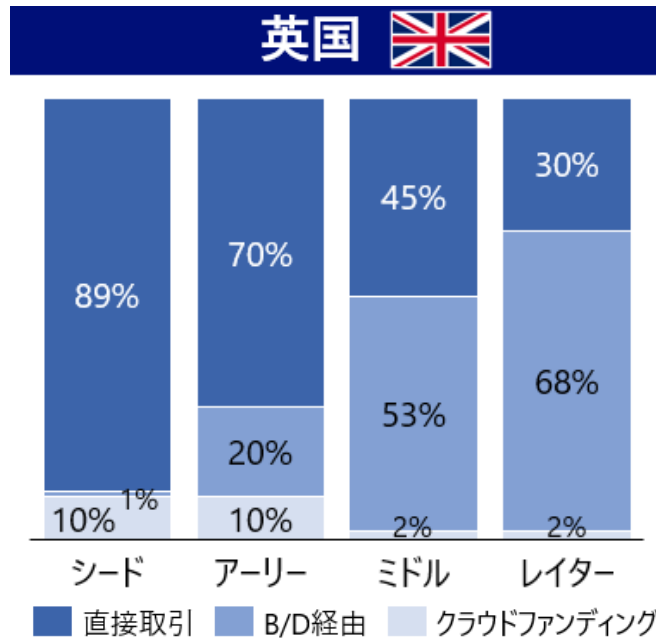
英国・EUの発行体は米国と同様、成長ステージによらず株式による資金調達が中心である。

(2-2) 取引手法の分析

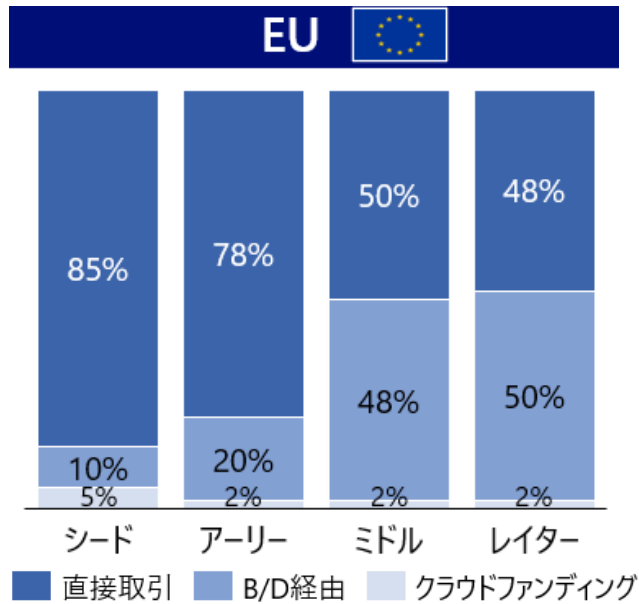
英国・EUにおいては、プライマリを行う手法は大きく、①直接取引、②ストックブローカー¹²⁸経由、③クラウドファンディングでの取引の3通りが存在する。発行体の成長ステージ別に見た英国・EUにおける各プライマリ取引手法の大まかな構成比は次の通りである。

¹²⁸ 「ストックブローカー」は英国における呼称だが、本章では便宜上英国・EUをまとめて表現している

英国における発行体ステージ別のプライマリ手法の内訳イメージ（取引金額ベース）¹²⁹



EUにおける発行体ステージ別のプライマリ手法の内訳イメージ（取引金額ベース）¹³⁰



¹²⁹ 出所：実務家ヒアリング

¹³⁰ 出所：実務家ヒアリング

A) 直接取引

EU は、英国と比較して金融サービスやアドバイザリの観点で後れを取っていると指摘されており、直接取引が多い一因となっている。また、ヒアリングした専門家の話によると、同じ EU でも地域によってプライマリの特色があることが指摘された。例えば、EU の北東部は英国に似ており、シード・アーリー期のほか、ミドル期以降でも仲介者を介したプライマリ取引が行われている。一方、EU 南部はレイター期（シリーズ C）でも仲介者が存在せず、直接取引が多い特徴がある。ドイツやフランス等の EU 西部ではブートストラップ（自己資金による成長を優先）を指向し、仲介者も介在させないケースが多い。

B) ストックブローカー経由

ストックブローカーが仲介する場合、調達額が一定以上の水準でないと経済合理性がないため、一般的にはシリーズ C（レイター期）以降で関与すると言われている。英国・EU のシリーズ A は 700 万～800 万ドルのレンジになるため、0.5%の手数料を得るとしても、ストックブローカーがチームを動員して数ヶ月間取り組むには不十分な報酬である。加えて、ストックブローカーは毎月顧問料を発行体に請求することが通例であり、アーリー期のスタートアップは基本的にストックブローカーの起用には消極的である。ストックブローカーを利用する利点は、幅広い投資家プールへのアクセスだが、費用がかかることから、実際の利用者は野心的な目標を持っている場合や、製薬業界や軍事業界等投資家への説明が難しい場合等に限る。

また、ストックブローカーの利用については、投資家ネットワークを活用して外国の投資家にアプローチできるという利点も存在する¹³¹。そのほか、仮に投資ラウンドで株式が一部売れ残った場合においても、ストックブローカーが自ら買い取ることで、スタートアップの資金調達目標を達成できることもストックブローカー経由で調達するメリットといえる。これらはいわゆる引受業務に該当し、ストックブローカーはリスクを負うため、通常のプライマリに比べて手数料も高くなる傾向がある。

¹³¹ 他方で、今回ヒアリングした専門家曰く、ストックブローカーは投資家とのネットワークの詳細やコミュニケーションの手法は伝授せず企業秘密として、必要に応じて都度、発行体から手数料を徴収している。

C) クラウドファンディング

クラウドファンディングでも株式発行企業はプラットフォーム上で資金調達希望額や株価条件等を提示し、登録投資家はオンライン上で出資申込を行う。EU大陸には各国ごとにスタートアップと投資家をつなぐオンラインサービス（例：フランスのAngelSoft等）が存在するが、本格的な未公開株式取引市場とは位置付けられていない。英国では2011年にCrowdcubeが世界初の株式クラウドファンディングプラットフォームとして設立され、以降Seedrs等複数のプラットフォームが誕生した。欧州大陸でも、エストニア発のFunderbeamや各国ローカルのプラットフォームが存在する。

クラウドファンディングについてはシード期・アーリー期では一定見られるものの、ミドル期以降はほぼ用いられない。調達できる金額が限られることから、消費財等のB2C（直接消費者向け）企業がファンを獲得したい場合や、クラウドファンディングサービス上でストックブローカーがバンドル投資を提供している場合¹³²等、一部の条件にあてはまる場合に用いられるのが通例である。B2C企業がクラウドファンディングを試みる理由の一つとして、投資家がユーザーとなり、それがフライホイール効果（小さなユーザー獲得の積み上げが持続的な成長を可能にする）を生むことも挙げられる。

なおクラウドファンディングに投資するのは個人投資家の場合もあるが、クラウドファンディングにおいては米国同様、SPVが用いられることが一般的である。これにより数千人規模のSPVとして資金をプールし、投資家名簿に数千人規模の投資家を追加する、といった非現実的な作業を回避できる等のメリットがある。

クラウドファンディングの投資家は、少数の株式を付与される関係で、その後、発行体に対し多くの報告義務が発生することが指摘されている。投資家であれば保有している株の枚数問わず、法的コンプライアンスとして、投資家ごとに多くの時間とコストをかけて書類を作成する必要がある。また、スタートアップは時には投資家へ機

¹³² 後者についてはドイツで一般的な手法であり、100人程度の個人投資家を募り、一人あたり5千～5万ユーロの資金を投資してもらい、ストックブローカーがエクイティストーリーの宣伝や法律上の手続き等を代行する仕組みである。EUでは個人が多額の直接投資を行うことを防ぐ規制があるため、しばしばこの手法が用いられる。この場合、株主はストックブローカーのみとなり、その背後に100人の個人投資家が存在することとなる。

密情報を提供する必要がある、本来であれば、その情報が多くの投資家に拡散されないことが望ましい場合もある。ヒアリングした専門家は、「クラウドファンディングで資金調達するスタートアップは、自社顧客を株主として迎え入れる代わりに、多くの文書作成を行い、これらの投資家全員と機密情報を共有したいか、考えなくてはならない」と述べた。

(2-3) 価格決定メカニズムの分析

米国と同様、直接取引やストックブローカー経由の取引においては、主導的な役割を担うリード投資家が設定する価格に追随する形が一般的である。

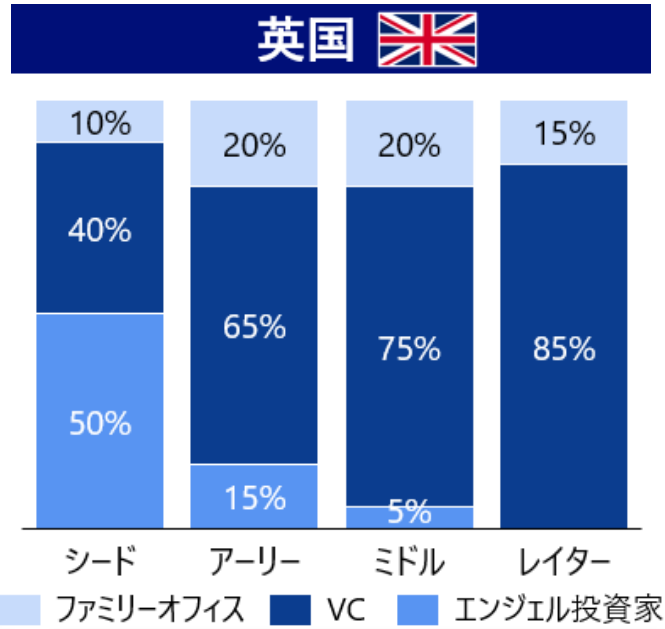
クラウドファンディングにおいては、発行体自らが能動的に調達条件を決定する点においても、米国のクラウドファンディングと価格決定メカニズムは類似している。一部のプラットフォームでは、有償パッケージを購入することで、価格設定のほか、法的コンプライアンスや広報に関するサポートを提供している。

(3) 市場参加者（買い手・売り手）の分析

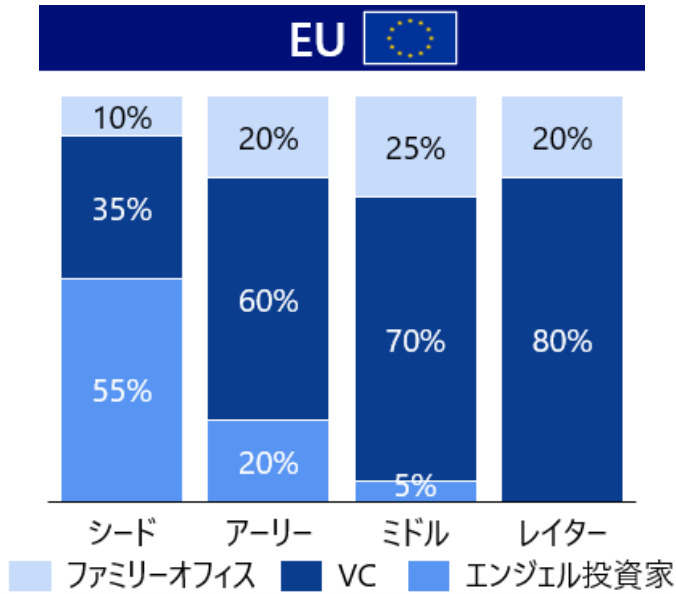
(3-1) 投資家の分析

プライマリの投資家は、米国と同様に大きくエンジェル投資家と VC の 2 者が中心である。これに加え、各種年金基金のほか、機関投資家やファミリーオフィス等も投資家として活動している。以下に、発行体の成長ステージ別に見た英国・EU におけるセカンダリの買い手構成比を示す。

英国における発行体ステージ別のプライマリの買い手構成比イメージ（取引金額ベース）¹³³



EUにおける発行体ステージ別のプライマリの買い手構成比イメージ（取引金額ベース）¹³⁴



¹³³ 出所：実務家ヒアリング

¹³⁴ 出所：実務家ヒアリング

英国・EUでは、政府が民間投資家（VCやファミリーオフィス・個人投資家等）と同額を拠出し、政府資金と民間基金が“ミラー”となる投資が一般的である¹³⁵。この投資形態は、民間への浸透もみられることから一定の成果を上げていると考えられる。その代表例が、EUが2018年に立ち上げたVentureEUである。これは、EUが4億ユーロ超を拠出したファンド・オブ・ファンズであり、複数のVCファンドへ出資し、それらのVCがスタートアップへの投資を行う仕組みとなっている。

英国・EUでは約1,000¹³⁶のVCが活動しており、米国には3,400¹³⁷を超えるVCが存在することを踏まえると、その規模は相対的に小さいといえるが、英国・EUでは政府がスタートアップへの投資促進を目指しているところである。

また、セカンダリの主要な投資家（ファミリーオフィス・VC・エンジェル投資家）の属性をヒアリングにより調査し、下図の結果を得た。地域差を確認するため、米国と英国・EUをそれぞれ独立して聴取したところ、米国の方がAUM（資産規模）は大きく、投資家の属性別に見るとVC≧ファミリーオフィス>エンジェル投資家という大小関係がみられた。

¹³⁵ 出所：European Investment Fund “VentureEU”

https://www.eif.org/what_we_do/equity/paneuropean_venture_capital_fund_of_funds/index.htm




¹³⁶ 出所：PitchBook “Number of active VCs in Europe falls more than 50%”

<https://pitchbook.com/news/articles/european-vc-active-investors-decrease>

¹³⁷ 出所：NVCA “NVCA Yearbook”

<https://nvca.org/nvca-yearbook/>

非上場株式市場の投資家イメージ（米国と英国・EU の比較）¹³⁸

AUM	米国 	英国・EU  	
\$50B (約7.5兆円)	VC <ul style="list-style-type: none"> AUM：\$600M-50B (900億~7.5兆円) 投資額：\$10-100M/ラウンド (15~150億円) 米国には約3,400のVCが存在。トップTierのa16zは\$45BのAUMを有するなど、一部VCは非常に大規模な投資を行う 	VC <ul style="list-style-type: none"> AUM：\$100M-1B (150~1,500億円) 投資額：\$5-10M/ラウンド (7.5~15億円) 英国・欧州では約1,000のVCが活動 	
\$1B (約1,500億円)			ファミリーオフィス <ul style="list-style-type: none"> AUM：\$50M-1B (75~1,500億円) 投資額：\$1-10M/ラウンド (1.5~15億円) 一族の資産管理を目的として、長期運用を行う。ポートフォリオ分散のため非上場株式に投資
\$600M (約900億円)			
\$100M (約150億円)	エンジェル投資家 <ul style="list-style-type: none"> AUM：\$1-50M (1.5億~73億円) 投資額：\$-1M/ラウンド (~1.5億円) 業界の専門家として、提携先とのマッチング等も提供 	エンジェル投資家 <ul style="list-style-type: none"> AUM：\$1-50M (1.5億~73億円) 投資額：\$-1M/ラウンド (~1.5億円) 米国と同様 	
\$50M (約75億円)			
\$1M (約1.5億円)			

なお、英国に限った話だが、スタートアップ投資を促すインセンティブとして、第1章で紹介したエンジェル投資に適用される税制優遇措置の EIS や SEIS が設けられており、制度面の後押しがあることが特徴である。エンジェル投資家の具体的な属性については、米国での記述を参照されたい（第2章 2.(3)）。上図の通りエンジェル投資家の属性は米国とほとんど同様であるため、米国での記述が参考となると思われる。

また、投資家保護の観点で、非上場株式への投資を行う場合、投資家としての経験等を判断するための質問リストに毎年回答する必要がある。これらは法令で定められた要件に基づき発行体または仲介者が運用するものであり、ESMA のガイドラインや MiFID II 第24条における適合性の確認の一環として行われている。定期的な確認を行うことが求められているが、実務としては年1回の確認が行われることが多い。

(3-2) 発行体の分析

このように、発行体が各手法を適切に使い分けて資金調達を行っている点においては、米国と英国・EU は共通していると言える。英国・EU の一部の発行体においては、中長期的に国内で成長し続けるか、EU 域内への展開を目指すか、それともグローバルな展開を目指すかによって、アプローチする投資家の規模や地域を選ぶ傾向にある。

¹³⁸ 出所：実務家ヒアリング。表側の AUM は等間隔ではない点に注意

通常のエクイティラウンドでは、米国と同様に優先株式が発行されるが、EUの一部では、スウェーデンの Klarna のように普通株式を発行する動きも見られる¹³⁹。

(4) 市場仲介者・仲介実務（決済・移転）の分析

(4-1) 取引フロー

米国における取引フローの記述を参照。

専門家によると、英国・EUでのプライマリ調達はアーリー期であれば通常は約1ヶ月以内（長くとも2ヶ月）に完了するという。この期間中に、発行体の開示情報を確認するデューデリジェンスと、投資契約書の交渉が同時に進行することが多い。しかし、企業成長に伴い、精査すべき情報量が増えるほど、調達に要するリードタイムは増加する。

(4-2) 仲介者による取引実務

ここでは、仲介者が存在する「ストックブローカー経由での取引」及び「クラウドファンディング経由での取引」を対象として市場仲介者を分析する。

(A) スtockブローカー経由

米国の仲介者による取引実務の記述を参照。

専門家によると、英国・EUにおいては、仲介行為に先立ち投資家の資格要件を充足するための手続きとしてKYCを行っている¹⁴⁰。これはB/Dのコンプライアンス部門が管掌する手続きであり、規制に基づき、主に本人情報、投資資金の内容、犯罪歴、制裁リストへの記載有無の確認を行う。そのうえで、各B/Dは自主的な取り組みとして、取引における利益相反の確認やNDAの締結要否の確認を実施している。これらの対応は同時にB/Dとしてのレピュテーションリスクを抑制するための取り組みであるため、各社慎重に対応しているとの声が聞かれた。

¹³⁹ 出所：“Notice convening the Annual General Meeting of Larkan AB”

<https://owp.klarna.com/legacy/assets/2023/05/26122511/Larkan-Notice-of-AGM-2023.pdf>

¹⁴⁰ 既存顧客については、年次等の頻度で情報の更新がないかを投資家へ確認している

なお、ドルベースで資金調達が行われる場合、米国系の大手 B/D が起用されることが一般的であるが、発行体はこれら仲介者が有する海外の機関投資家へのコネクションを期待していることが多い。

(B) クラウドファンディング経由

クラウドファンディングで調達する際のプロセスは、発行体にとって VC のロードショーよりもさらに多くの負担がかかるという意見があった。クラウドファンディング事業者にファーストコンタクトを取ってから、実際にプラットフォーム上で調達が開始されるまでには、おおよそ 6 ヶ月ほど要する。30 分程度のインタビューのようなプロセスを経て、申請が承認されたらオンボーディングとして、多くの関連書類（投資家向けのプレゼンテーション、ビジネスプラン等）をプラットフォーム上にアップロードする必要がある。そして、創業者をクラウドファンディングプラットフォームの担当者が面談し、創業者が自信や自社について説明する必要がある。

クラウドファンディングページは小さなウェブサイトのようなもので、動画や画像を使いながら、プラットフォームのユーザー向けに資金調達をどのようにマーケティングするかを検証することができる。

(5) その他エコシステムを構成する関係者の分析

英国の発行体は、EU 同様、資金調達の実務をサポートするために、いわゆるサーチ会社に一部業務を委託することがある。サーチ会社は、発行体がティーザープレゼンテーションを作成するのを手伝い、潜在的な投資家を発行体に紹介する。サーチ会社はシード・アーリー期でより使われる傾向があり、調達規模が大きくなるミドル期以降はストックブローカーが中心となる。

これらのサーチ会社は法人化されている場合もあれば、個人がフリーランスで活動している場合もある。サービスへの対価として、サーチ会社は委託費用に加え、成功報酬として発行体の株式を受け取ることがある。

米国のファインダーと同様の業態であるが、ヒアリングした一部の専門家によると、アーリー期における投資は、このような仲介者から勧誘が行われる点が EU と共通した英国の特徴である。

なお、サーチ会社はスタートアップに関連した資金を管理しておらず、個人投資家に勧誘行為等を行っていないため、一般的にはライセンスを取得せず、あくまで「（個人投資家を除き）ただ人々をつなげているだけ」を付加価値としている。そのため、ライセンスが不要であり、英国における特定の規制下に置かれていない。

実務家ヒアリングによると、サーチ会社の一般的な報酬体系は次の通りである。サーチ会社はスタートアップ側に対し、サービスの対価として月額 5,000～10,000 ユーロ程度の顧問料をチャージするほか、資金調達する際には 1 億ユーロ未満の資金に対して 2%の基本料金がかかり、調達ラウンドの結果次第で、成功報酬として更に 1%程度を徴収する。

今回の調査でヒアリングした投資家によると、この手のサーチ会社は発行体につくこともあれば、スタートアップのみならず投資家につくこともある。投資家側につくサーチ会社は、例えば VC に起用され、VC に代わって有望な投資先を特定する役割を果たす場合もある。

他にも、英国・EU では経営コンサルティング会社が資金調達における各種サポートを提供している。例えば、投資家とのコミュニケーション指導や、投資家向けピッチデッキ・投資家ロングリストの作成等を支援する場合がある。米国では VC 等の投資家に知見が蓄積されており、このような外部事業者を起用せずともノウハウを提供することが可能であるが、英国・EU ではこれら特定領域についてコンサルティング会社を起用するケースがある。

3. 非上場株式セカンダリ市場に関する法規制

(1) 発行体に対する規制

英国・EU

プライマリ取引の場合と同様に、広く一般投資家に募集・販売する場合には、プライマリの場合と同様に目論見書の登録義務が原則的に発生する。同義務の免除の条件等もプライマリ市場と同様である。

(2) 市場仲介者に対する規制

プライマリ取引の場合と同様に、ブローカー業務を行う場合は、各国当局への登録を行う必要がある。

また、セカンダリ取引に用いられるマーケットプレースを運営する場合には、米国のATSと同様に、金融商品取引を組織的かつ定期的に行う市場であるMTF（Multilateral Trading Facility）としての登録や各種義務の履行が求められる。MTFは、投資会社または市場運営者によって運営される多者間システムであり、非裁量的なルールに従って金融商品の複数の第三者の売買意向を統合するものとされる。

(2-1) 英国

英国において、MTFの登録及び運営に関して、適正かつ秩序ある取引の確保、システムの堅牢性、取引の透明性、ならびに市場監視と報告義務等を規定している。規定については、FCAハンドブックの第5章に規定されているが、基本的には後述するMiFID IIの規定と同等のものとなっている。

(2-2) EU

MiFID IIでは、未公開株取引も含む「複数の買い手と売り手が金融商品を取引するシステム」を提供するMTFについて、その仲介者に対する規制が存在する。MTFを運営するためには、投資会社または取引所運営業者としてEU内の金融当局に登録及び認可を受ける必要がある。運営者は、金融機関の監視下におかれ、MiFID IIの規定に従って市場を運営する義務がある。

MTF 運営者は、認可を受けた後、MTF は特定の運営基準を遵守する必要があり、監視機関はその遵守状況を定期的に確認することとされている。

MiFID II 上の MTF 運営者の主な義務と根拠条文¹⁴¹

カテゴリ	内容の要点	根拠条文
運営者の認可取得	MTF を運営するには、投資会社または取引所運営者としての認可が必要	Article 5
取引ルールの整備	公平かつ非差別的に注文を取り扱う明確な市場規則の策定が必要	Article 18, 19, 47
公正なアクセス提供	すべての適格参加者に対して差別のない参加機会を提供	Article 19(3)
事前・事後の透明性	価格・数量のリアルタイム公表および取引実績の報告が義務	Articles 8, 10
取引報告	当局への報告義務	Article 26 (及び RTS 22)
市場監視と不正行為の防止	相場操縦やインサイダー取引を検知・抑止できる監視体制 (surveillance system) の構築が必要	Article 48(2-5), 49
利益相反の管理	MTF 運営者自身の利益と参加者の利益が相反する場合の内部規定・開示体制の整備	Article 16(3)
清算・決済インフラへの接続	MTF は公正かつ中立な清算機関や決済システムへの接続機会を提供する必要がある	Article 35
多面的市場利用に対する整合性	他の取引所・MTF との機能的接続や比較可能性を意識した運営が推奨	Article 48(1), RTS 7

(3) エコシステムを構成する関係者に対する規制

英国・EU

プライマリ取引の場合と同様である。

(4) 投資家保護上の施策

英国・EU

プライマリ取引の場合と同様である。

¹⁴¹ <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng>

(5) 税法上の措置

英国・EU

セカンダリ取引時に特化した税制は存在しない。

4. 非上場株式セカンダリ市場構造

(1) 取引市場の分析

EUにおける未公開株式のセカンダリは、米国ほど成熟しておらず、その規模も限定的であると言える。本調査でインタビューした複数の専門家は、その背景として、各国の経済成長のスピード、スタートアップがグローバルではなく域内にとどまった構想を描いている等、潜在的な成長ポテンシャルが米国のスタートアップと比べて一段階見劣りする、等の要因を挙げていた。

(2) 取引手法・価格決定メカニズムの分析

(2-1) 前提となる取引対象

米国と同様、セカンダリにおいて主に取引されるのは、株式のほか、権利確定済のストックオプションやSPV持分である。株式については、発行体の創業者や従業員が主に保有する普通株式と、VC等の投資家が保有することが多い優先株式に分類される。

(2-2) 取引手法の分析

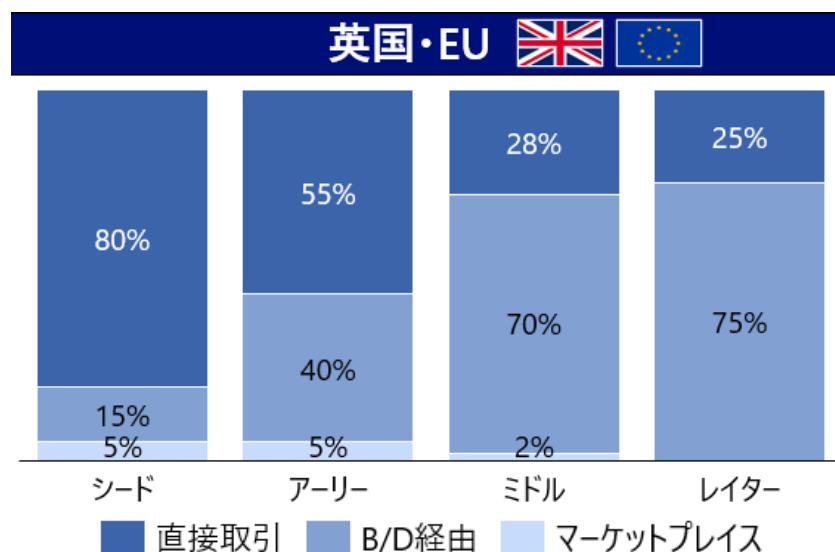
英国・EUにおいて、未公開株の売買は売り手と買い手との交渉による店頭取引（Over-the-counter）によって行われる。セカンダリを行う手法は米国と同様、大きく①直接取引、②ストックブローカー¹⁴²経由、③マーケットプレイス経由での取引の3通りに分類される。

ここで、①直接取引とは、売り手と買い手が直接相対し価格交渉等を行うセカンダリ取引を指す。また、②ストックブローカーとは各国の規制当局等（英国においてはFCA）に登録された証券会社または証券業務のみを行う個人を指す。③マーケットプレイスはEquityZen・Republic Europe・SeedLegals等、セカンダリを行うオンラインプラットフォームの提供者を指し、ストックブローカーおよびマーケットプレイスはいずれも市場仲介者として扱う。

¹⁴² 「ストックブローカー」は英国における呼称だが、本章では便宜上英国・EUをまとめて表現している

以下に、発行体の成長ステージ別に見た英国・EUにおける各セカンダリ取引手法の構成比を示す。

英国・EUにおける発行体ステージ別¹⁴³のセカンダリ手法（取引金額ベース）¹⁴⁴



英国・EUでは、とりわけマーケットプレイスの利用割合が米国と比べて低い様子が伺える。マーケットプレイス経由で売買された場合の譲渡先が不透明なことや株式の売買価格のコントロールが効きづらい点が要因として考えられ、結果として直接取引や、レター期においてはブローカー経由で行われる割合の方が高い。また、スタートアップの従業員やエンジェル投資家が米国ほど会社の持分を所有していない（株式報酬がそこまで一般的ではなく、創業者や既存の投資家以外には多くの売り手が存在しない）という点において、売り手が米国と比べて少ないことが影響しているとも考えられる。なお英国・EUのクラウドファンディングプラットフォームでは、米国のマーケットプレイスの機能を併せて提供しており、セカンダリ取引を行うことができる¹⁴⁵。

¹⁴³本調査では、成長ステージを投資ラウンドに紐づけ、シードラウンド、シリーズA、シリーズB、シリーズCおよびそれ以降のラウンドを行う発行体をそれぞれシード期、アーリー期、ミドル期、レター期に分類し、対象者に説明した上でヒアリングを行った

¹⁴⁴ 出所：実務家ヒアリング

¹⁴⁵ セカンダリ取引を行う上でのリスクとして、Revolutと、クラウドファンディングプラットフォームであるRepublicの論争が注目された。Republicは、225人の投資家から10,047.8株のRevolut株を約450万ポンドでJamba Europeに売却する取引を仲介したが、その後Revolutは定款を変更

その他、EU でセカンダリマーケットが拡大しにくい主な理由は、米国と比べて資金供給が少ないうえ、人々が金融知識を十分に持っていないためである。例えば、スペイン、イタリア、フランスの人々は投資をほとんどせず、テック企業や株式の成長に関する理解が不足しているといわれる。ただし、COVID 以降若い世代の間で投資が増えており、時間が経つにつれて、上場・非上場株式へ投資を行う人々が増えることが予想される。

2024 年 12 月、英国の規制当局である FCA は非上場株式の取引を行えるプラットフォームとして PISCES（Private Intermittent Securities and Capital Exchange System）の創設を提案した。停滞している英国の資本市場を活性化させることを狙いとしており、FCA は「多くの企業が非上場期間であることを選択し、その期間が長期化する中で、非上場株式をより簡易に取引したいという投資家のニーズが高まっている」との声明を出す等、市場のニーズに呼応する形で設計されたものとみられる。PISCES はアーリー期の発行体従業員や投資家へ流動性を提供することも目指しており、投資家によるデューデリジェンスや発行体による情報開示の負荷を軽減するための取り組みが検討されている¹⁴⁶。PISCES が適切に運用されれば英国の非上場株式市場のエコシステムをさらに活性化し、投資と企業成長が拡大されるとの声や、EU も同様の取り組みを検討しているとの報道¹⁴⁷もあるため、PISCES の設立は今後の英国・EU 全体の市場動向を左右する可能性がある。

し、Republic を通じて法人が株を購入することを禁止。法廷闘争に発展した。

<https://www.cityam.com/revolut-facing-potential-legal-action-in-battle-with-crowdfunding-platform/>

¹⁴⁶ 出所：Farrer & Co “PISCES: a new regulatory framework for trading in private company shares”

<https://www.farrer.co.uk/news-and-insights/pisces-a-new-regulatory-framework-for-trading-in-private-company-shares/>

¹⁴⁷ 出所：Financial Times “Letter: If done right, Pisces can catalyze growth in UK private markets”

<https://www.ft.com/content/594401d1-0fbd-4c5f-97c5-2432270895ac>

英国における PISCES の概要¹⁴⁸

項目	内容
名称	PISCES (Private Intermittent Securities and Capital Exchange System)
概要	英国 FCA が設立を提案している、非上場株式のマーケットプレイス。発行体による資本市場へのアクセスを強化するとともに、市場透明化を通じて投資家の保護を強化することを目的としている。
対象とする発行体	資金を必要とする非上場企業（特に成長企業）
対象とする投資家	機関投資家、個人投資家

ヒアリングにおいては、これまでも英国では PISCES に類似した市場構築が試みてこられたものの、散発的な取り組みに終始し、成果を出せていないとの指摘がなされた。実務家によると、現在必要とされているのは非上場株式市場における業界全体での取り組みであって、例えばスタートアップの従業員に対して保有株式への流動性を提供するためのプログラムを導入すべき、とのコメントを得た。PISCES においても、現在のように各社が独自にセカンダリの小規模な取引を管理する状態から、市場の全体最適を実現するうえでの貢献が期待される。そのほか、情報の非対称性が大きいセカンダリ取引においては、投資家に与えるシグナル¹⁴⁹も加味し、発行体に関する情報開示の程度については慎重な検討が必要であるといえる。

(2-3) 価格決定メカニズムの分析

米国と同様、株式の種類や直近の取引価格を参照し、交渉を通じて決定される。直近の取引についてはごく最近のもの（数日以内等）である場合、その価格から大きく乖離しない価格となることが多いが、一定期間が空いている場合、市場価値や発行体の成長状況に基づいて価格が交渉されるケースもある。

¹⁴⁸ 出所：実務家ヒアリング、公開情報

¹⁴⁹ 例えば、従業員によるセカンダリ取引の頻度が極端に少ない場合、投資家にとっては「なぜセカンダリを行わないのか？投資家が把握していないネガティブな情報があるのか？」といった疑念を与え、マイナスのシグナルを与える可能性がある

価格が交渉される際には、株主構成や優先株式の規模に応じてディスカウントがかけられることが一般であるが、セカンダリの価格設定がストックオプションの付与に影響を与える可能性もあるため、慎重に検討される傾向がある。

(3) 受渡決済における譲渡制限と先買権

資金を調達するまでの全プロセスに要する時間は、調達する資金の額にもよるが、30日以上、通常3ヶ月程度を要する。営業資料の作成、ストックブローカーとの交渉等、実務に取り掛かる前の調整が主な原因である。

米国と同様、セカンダリにおける重要な概念として、譲渡制限（Transfer Restriction）と先買権（ROFR: Right of First Refusal）がある。譲渡制限を設定する方が先買権を設定するよりも複雑であり、法的な部分でより多くの時間を費やす必要がある。先買権では株式を取得する権利が与えられ、投資家の利益となるが、譲渡制限は売却を規制する条項であるため、投資家の反発を生みやすい。すなわち、譲渡制限を含む投資契約はより複雑になり、より多くのリスクと費用を伴うことになる。

そのため、英国では先買権の方がより一般的で、ヒアリングした専門家によると、英国のセカンダリ取引の60-80%程度に先買権が関連すると推定される。

発行体の立場では、従業員の多くが株式を売却してしまうと、IPO等をマイルストーンとする企業成長への意欲が低下し、生産性が悪化する等の懸念が生じる可能性がある。そのため、譲渡制限により流動性を制限するとともに、株主構成を維持している側面もある。

(3-1) 譲渡制限（Transfer Restriction）

米国と同様。

(3-2) 先買権（ROFR: Right of First Refusal）

米国と同様。

近年、英国においては、創業者が早い段階でセカンダリ取引を行うケースが増え、より早期に投資回収を行うことが可能になっている。市場が活発な時期には（投資家も同様に利益を得やすいため）これらが許容される傾向があるが、最近ではそういった創業者に対

する批判が増えているという。そのため、専門家によると、創業者が早い段階で資金回収を行う場合、発行体の評判にも悪影響を及ぼす可能性があるとの指摘がなされた。

(3-3) セカンダリに対して譲渡制限・先買権が与える影響

米国におけるセカンダリに対して譲渡制限・先買権が与える影響の記述を参照。

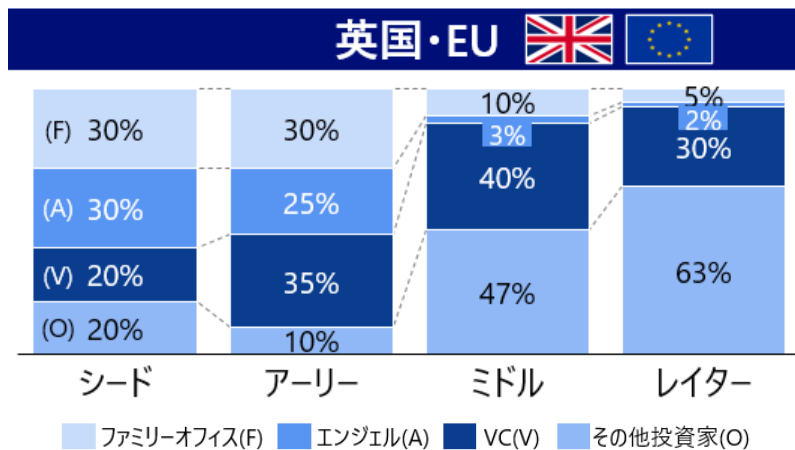
(4) 市場参加者（買い手・売り手）の分析

(4-1) 買い手の分析

セカンダリの買い手は、売り手と同様、発行体関係者とその他投資家の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をはじめとする機関投資家を指す。

以下に、発行体の成長ステージ別に見た英国・EUにおけるセカンダリの買い手構成比を示す。

英国・EUにおける発行体ステージ別のセカンダリの買い手¹⁵⁰構成（取引金額ベース）¹⁵¹



シード期・アーリー期は投資上のリスクが非常に大きく、セカンダリの買い手のほとんどをVCとエンジェル投資家が占める。米国ではVCが買い手のほとんどを占めるが、英

¹⁵⁰ ただし、「その他投資家」はエンジェル投資家を除き個人の資金を自ら投資する者（いわゆるリテール投資家）のほか、PEファンド・ヘッジファンド等の機関投資家（主にレイト期等に市場参加）を含む

¹⁵¹ 実務家ヒアリング

国・EU では米国に比べて VC の資金供給力が劣後するため、そのギャップを補う形でより多様な属性の投資家が存在している。

エンジェル投資家の主な属性としては、創業や企業経営を経験した人物、富裕層等が該当する。多くの場合、投資先と類似した分野で成功を収めた経験があり、その分野での知識やネットワークを活用して投資を行う。発行体にとっては、エンジェル投資家の評判や信頼性が次回の調達ラウンドに好影響を与えることもある。エンジェル投資家は、次世代の起業家を支援するという社会的な意義を感じ投資活動に従事する点が特徴である。

また、フルタイムの仕事を持たないエンジェル投資家については、資金提供に加え企業経営へのアドバイスを行う等、積極的に関与するケースも存在する。専門家によると、通常、発行体は必要な資金を調達するために複数のエンジェル投資家にアプローチするが、単なる”裕福な個人”ではなく、事業分野に関連する専門知識を持つ人々を選ぶことが推奨されている。

なお、EU と比較すると、英国の方がマーケットプレイス等も多く流動性も高いことからセカンダリ市場としてより発展していると言われている。ストックブローカーが介在する場合、富裕層投資家のネットワークを抱えており、彼らを買手としてセカンダリを行うことも多い。

(4-2) 売り手の分析

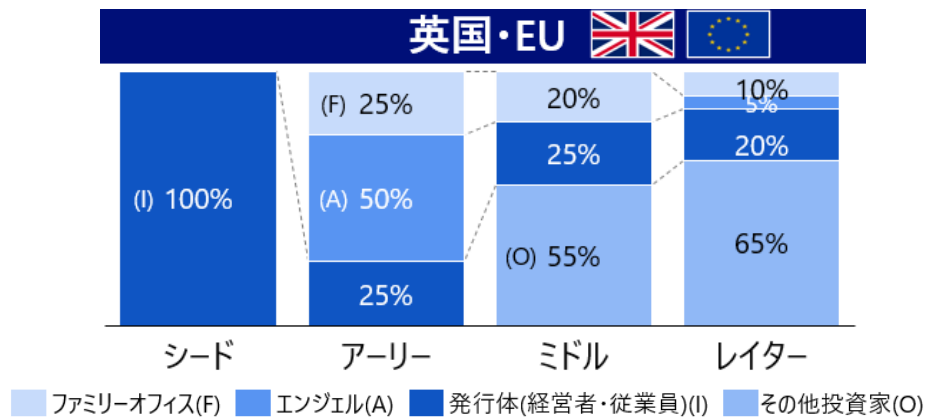
売り手として、EU でもストックオプションや従業員持株制度が広まりつつあり、成功したスタートアップでは従業員が未公開株式を保有するケースが増えている一方、EU では従業員持株の売却を認める文化が米国ほど一般的ではなく、多くの場合企業側がロックアップ（一定期間売却禁止）を課している。ユニコーン級の企業では例外的に、優秀な人材確保のため定期的な流動性イベントを提供する動きもある。

同じく売り手となる初期投資家については、シード期やシリーズ A で出資したエンジェル投資家や VC ファンドが、企業の成長に伴い持分の一部を売却するケースが存在する。EU では政府系 VC やコーポレート VC も多く、それらの中には政策目的や戦略目的で初期に関与したものの、一定の役割を果たした後に撤退（持株売却）する例もある。

セカンダリの売り手は非上場企業の既存株主を指すが、大きく、スタートアップ関係者
とその他投資家の2種類が存在する。前者については、発行体の創業者と従業員が含ま
れ、後者についてはエンジェル投資家をはじめとする個人投資家とVC等の機関投資家が
含まれる。

以下に、発行体の成長ステージ別に見た英国・EUにおけるセカンダリの売り手構成比
を示す。

英国・EUにおける発行体ステージ別のセカンダリの売り手構成（取引金額ベース）¹⁵²



シード期にセカンダリが行われる可能性は非常に低く、ほとんどの投資家は、その段階
で売却しない。また、シリーズAでセカンダリ取引がある場合、多くは創業者が少額の資
金を手元に残すためか、既存のエンジェル投資家が現金化する場合等が考えられる。

米国ではアーリー期まではほとんどセカンダリのニーズが存在しないが、英国・EUで
はこれら創業初期であってもセカンダリが一定発生する。その背景としては、税制優遇の
インセンティブ設計がされていること、エンジェル投資家が投資回収を重視している傾向
があることが挙げられる。

前者については、特に英国において、EISやSEISといった税制優遇制度が提供されてい
るところ、保有期間の要件が短い（米国のIRC 1202では5年以上の保有が必要だが、英国
のEISでは3年以上でよい）ため、セカンダリにより早期に投資回収を行うインセンティ
ブがある。また、後者についても、米国ではエンジェル投資家は投資リターンを求めプラ

¹⁵² 出所：実務家ヒアリング

イマりに注力する一方、英国・EUではセカンダリにも積極的に参画している。エンジェル投資家の多くは個人投資家であるため、早期の投資回収を目指す傾向がある。

(4-3) 投資家保護に向けた取り組み

実務家ヒアリングでは、英国・EUに特化した投資家保護に関する取り組みは聴取できなかった。

(5) 市場仲介者・仲介実務（決済・移転）の分析

(5-1) 取引フロー

米国の取引フローに関する記述を参照。

(5-2) 仲介者による取引実務

ここでは、3つの取引手法のうち、仲介者が存在する「ストックブローカー経由での取引」及び「マーケットプレイス経由での取引」を対象として市場仲介者を分析する。

(1) スtockブローカー経由

英国・EUにおける主要なストックブローカーの一覧¹⁵³

名称	GP Bullhound	GCA Altium	Quayle Munro
設立	1999年	1986年（2021年に母体のGCAがHoulihan Lokeyに買収される）	1974年（2018年にHoulihan Lokeyに買収される）
本社	ロンドン	ロンドン	ロンドン
上場有無	非上場	非上場	非上場
収益 (FY24)	35Mドル	15Mドル	(不明)
社員数	185	26	(不明)

英国・EUではストックブローカーに支払う手数料率は取引金額の4～6%程度とされている。これらのストックブローカーはいわゆる大手ではない中堅のプレーヤーであり、仲介専門の証券会社である。米国の同様のB/D（Rainmaker Securities等）は非上場株式のみに特化しているが、上記ストックブローカーは非上場株式に注力しながらも、一部上場株式

¹⁵³ 出所：各社の公開情報

を取り扱うケースもある。これには、非上場株式市場の規模の差が影響していると考えられる。

(2) マーケットプレイス経由

英国・EUにおいては、Republic Europe、Seed Legals等テクノロジー色の強いプラットフォームの存在感が大きい。これらのプラットフォームは、従業員が自社の株式を売却するというより、VCがファンドの持分を売買するときに利用するサービスとして位置づけられている。米国ではマーケットプレイスは主に従業員が自社の小口持分を売却するために用いられるが、英国・EUではVCのような投資家が大口の持分を売却するために用いられるという違いがある¹⁵⁴。

マーケットプレイスはFCAが規制しており、EUでは国ごとに規制当局が異なる。規制については、EU諸国と比べても英国が最も厳格である。いずれにおいても、マーケットプレイスはMTF (Multilateral Trading Facility) として扱われ、EUでは未公開株取引も含む「複数の買い手と売り手が金融商品を取引するシステム」としてEU内の金融当局に登録し、認可を受ける必要がある。運営者は、金融機関の監視下におかれ、MiFID IIの規定に従って市場を運営する義務がある。英国の規則はこれらMiFID IIの規定をベースとしたものとなっている。(詳しくは第3章3.(2)を参照)

マーケットプレイスにおける取引全体のうち、特にアーリー期においては90%程度がストックブローカー経由で行われている。これらのマーケットプレイスは米国と比べてブランド認知や信頼性が十分でなく、発行体に浸透していない。さらに、英国やフランスでは、「紳士クラブ」のような形で、各VCに勤務する知人同士でセカンダリを行う慣習が根強く、長年にわたる個人的な人間関係が依然として重要視されていることも、マーケットプレイスが普及しない一因として挙げられる。

なお、英国・EUでは、マーケットプレイスにおける顧客属性が認定投資家に限定されていない。米国では機関投資家による資金供給力が巨大であるとともに、SECによる投資家保護の原則が強く、法令に違反した証券販売による訴訟リスクが大きい。対照的に、英国・EUでは未上場企業の資金調達において個人資産に一定程度依存せざるを得ない構造

¹⁵⁴ 英国・EUではB/Dのケイパビリティ・ネットワーク等が米国に比べ発展途上であるため、B/Dを補完する役割として、VCがマーケットプレイスを用いることがある

があり、こうした背景がマーケットプレイスの設計上の差異につながっていると考えられる。

英国・EU における主要なマーケットプレイスの一覧¹⁵⁵

名称	Republic Europe	SeedLegals	EquityZen
特徴	英国発の株式投資型クラウドファンディング・プラットフォームで、一般投資家が少額から未公開株に投資可能。2017年に業界初のセカンダリ市場を導入	スタートアップ向けのリーガルテック・プラットフォーム。資金調達に必要な契約書類の作成・締結をオンラインで完結でき、法律事務所に依頼するより低コストで迅速にラウンドを実行できる点が特徴	個人投資家が数多く参加するマーケットプレイス
設立	2012年（Seedrsとして設立後、2021年に米 Republic社に買収される）	2016年	2013年
本社	ロンドン	ロンドン	NY州 ニューヨーク
上場有無	非上場	非上場	非上場
子会社 (分類)	-	-	・ EquityZen Securities LLC (B/D)
事業概要	未上場企業が一般投資家から資金調達できるオンライン投資プラットフォームを運営。Nominee（代理持株）構造により少額投資を実現し、月1回のセカンダリ市場で投資家間の株式売買機会を提供	オンライン上でスタートアップの資金調達プロセスを効率化するサービスを提供。株式引受契約、株主間契約、資本構成管理等必要書類の作成・電子署名をプラットフォーム上で行える	以下取引機会を提供 ・ 単一企業投資ファンド ・ 複数企業投資ファンド ・ 未上場株取得
セカンダリ 手数料	売り手・買い手それぞれ取引額の2%	なし（取引ごとの手数料設定はなく、サービス利用料に含まれる）	・ ~50万ドル：5% ・ 50万ドル~100万ドル：4% ・ 100万ドル~：3%
最低投資額	約10ポンド	該当なし	・ 10,000ドル ※特定銘柄について5,000ドルとするオファーを2025年2月より実施中

¹⁵⁵ 出所：各社の公開情報

主な売り手・ 買い手	・個人投資家	-	・機関投資家 ・認定投資家(Accredited investors)
---------------	--------	---	--

ストックブローカーとマーケットプレイスいずれにおいても、仲介者としての提供価値は、売り手・買い手をマッチングさせ、適切な価格を設定することでマーケットメイクすることである。ただし、より人的ネットワークに強みを置くストックブローカーとデジタルテクノロジーを活用した効率的な取引支援を強みとするマーケットプレイスでは、仲介者としてのポジショニングが異なる。

(6) その他エコシステムを構成する関係者の分析

英国・EUでも、米国と同様、PitchBookのようなデータプロバイダが利用されている。具体的なデータプロバイダの内容については、米国とも重複するため、該当する箇所を参照されたい（第2章4(6)）。なお、ヒアリングにおいては、英国・EUに特有のデータプロバイダについての言及は得られなかった。

そのほかに、今回ヒアリングした市場関係者の中で数名、前述のサーチ会社がセカンダリの取引も補助していることが確認できた。プライマリと同様、これらサーチ会社はスタートアップに関連した資金を管理しておらず、個人投資家に勧誘行為等を行っていないため、当局の規制を受けていない。

第4章 非上場株式市場に対する仲介者の取り組み事例

これまで、米国及び英国・EUにおける非上場株式市場の法制度や市場構造に関して、文献調査や実務家ヒアリングをもとに整理をおこなった。最後に、非上場株式市場を事業領域とする仲介者（証券会社、マーケットプレイス事業者）に関して、一定の公開情報の取得が可能な米国市場のいくつかの事業者について、取り組み動向の事例紹介をおこなう。

1. 大手証券会社の取り組み事例（米国モルガン・スタンレー、米国JPモルガン）

今回実施した実務家ヒアリングでは、米国モルガン・スタンレー、米国ゴールドマン・サックスといった伝統的な大手証券会社は、非上場株式市場では中心的な事業者ではない、との回答が確認された。実際に、モルガン・スタンレー等の公開情報をみると、彼らの主軸はあくまでウェルス・マネジメント事業やインベストメント・バンキング事業であり、非上場株式のプライマリ取引・セカンダリ取引関連サービスは、それらを補完する位置付けとしている可能性が高い。

米国モルガン・スタンレーでは、①スタートアップが上場するまでの期間が長期化していることを背景に、生活資金の確保等を理由とする経営者や従業員による持株売却ニーズが顕在化してきていること、②富裕層やファミリーオフィス等を中心に、ポートフォリオの多様化に伴いプライベート・アセットへのニーズが高まっていること、等から非上場株式のセカンダリ取引を支援するために以下の2つの施策を打っている。

- ・ Nasdaq Private Market (NPM)への出資
- ・ 顧客の非上場株式売買をサポートするコンシェルジュ・サービス「プライベート・マーケット・トランザクション・デスク」の提供

以上の施策はいずれも、各施策単体での収益を期待するというよりも、モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントが提供する顧客向けプライベート・アセット投資プラットフォームを補完する一つの機能という位置付けといる。2024年4月に、モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントの責任者であるジェド・フィン氏は、同様の趣旨のコメントしている（以下を参照）。

(以下、記事より抜粋)

モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントの責任者であるジェド・フィン氏は、「投資家がポートフォリオの多様化を求め中、未公開株のようなオルタナティブ投資の重要性は高まる一方です。私たちは幸運にも、世界最大規模のオルタナティブ・ビジネスを有しており、世界トップクラスの資本市場および未公開企業ソリューションと組み合わせることで、未公開市場における買い手と売り手の双方のニーズに応えることができるユニークな立場にあります。」とコメントしている。

同社のプライベート・マーケット・トランザクション・デスクは、企業中心のアプローチを通じて、こうしたニーズの解決を支援する。このデスクを利用する顧客は、未公開企業の株式の一回限りの売却にかかるサポートを受けることができる。逆に、未公開企業への投資を意図する顧客は、通常はアクセスできないような投資先への紹介を得ることができる。このサービスは、モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメントが提供する既存の顧客向けプライベート投資プラットフォームを補完するものである。

(出所) Morgan Stanley Forms Private Markets Transaction Desk, MarketsMedia, 3rd April 2024

なお、株主や投資家による非上場株のセカンダリ取引を支援する専任組織として 2024 年 3 月に立ち上げた「プライベート・マーケット・トランザクション・デスク」の責任者には、元 Head of Investor Coverage, CartaX の Jeffrey Urban 氏を採用しており、同氏の業界ネットワークを活用し、主要なセカンダリ・マーケットプレイスとの関係構築を進めているとされる。

同社にとっての非上場株式セカンダリ事業の位置付けについて、同社の Head of Private Markets Solutions である Kevin Swan 氏は「このサービスは、Forge Global や Rainmaker のような、未公開企業の株式を売買できるプラットフォームと競合するものではない。モルガン・スタンレーは“オープンでアグノスティックな（特定のプラットフォームに依存しない）アプローチ”をとり、複数の外部プラットフォームや社内の様々な部門と協力し、それぞれの状況に応じて取引を完結させる」とコメントしている。

また、以下は、モルガン・スタンレー・プライベート・マーケット・トランザクション・デスクが開示する非上場株式セカンダリ取引の支援事例の一部である。

非上場株式セカンダリ取引の支援事例¹⁵⁶

対象顧客	案件概要
ファミリーオフィス	<ul style="list-style-type: none"> ・モルガン・スタンレー・プライベート・マーケット・トランザクション・デスクに非上場株の売却を依頼 ・モルガン・スタンレーのプロフェッショナルな姿勢、執行の成功、競争力のあるフィーに満足し、残りの持株分の売却も依頼 ・12ヶ月間で同デスクは追加で7件の売却案件を引き受け、大きな流動性をもたらす ・うち1件では、モルガン・スタンレーが複数のマーケットプレイスを活用したことで43%の価格プレミアムを獲得
非上場企業の経営陣	<ul style="list-style-type: none"> ・会社の流動化イベントに先駆けて自身が所有する非上場株を流動化させる必要があり、モルガン・スタンレー・プライベート・マーケット・トランザクション・デスクに売却を依頼 ・デスクはモルガン・スタンレーのリレーションシップを活用し、購入希望者を探し、同氏に紹介 ・フィーを抑えて取引を進めた結果、同購入者はその後もセカンダリ取引で追加購入を継続
発行体の取締役	<ul style="list-style-type: none"> ・知名度の高い発行体の取締役が、自身の立場を配慮した方法で初期投資の流動性を確保することを依頼 ・モルガン・スタンレー社内の様々なグループと協力し、当該発行体企業に投資する既存の運用会社が彼のポジションを購入し、また、共同投資のスポンサーになる意向があることを特定 ・これにより、他の富裕層顧客は、当該スポンサーと共に同発行体企業に投資することが可能となった

同社はこのような支援事例の紹介を通じて、重要顧客であるファミリーオフィス、非上場企業・発行体の経営者等に対して、彼らの資産管理上の大きな悩みの一つである非上場株式に関して、流動性の提供、信頼できる買い手とのマッチング、満足する売買価格・手数料等を実現するソリューション力をアピールしている。

¹⁵⁶ 出所：Morgan Stanley Private Markets

また、同社では、Solium 買収や Carta 提携を通じた株主管理ソリューションや株式報酬管理ソリューションの強化を進める中で、優良スタートアップとの関係強化も進めており、スタートアップの創業者や社員が保有する非上場株式のセカンダリ取引の支援は、彼らをウェルス・マネジメント事業へ誘導する仕掛けの一つにもなっている。

米国モルガン・スタンレー以外にも、非上場株式セカンダリ取引の支援強化の動きが存在する。米国 JP モルガンは、非上場株式セカンダリ取引のマーケットプレイス「キャピタルコネクト」を自前で立ち上げている。同社の IR 資料によると、キャピタルコネクトはコーポレート&インベストメント・バンク部門による取り組みであり、同社では、インベストメント・バンキング事業とのシナジーを狙った施策として非上場株式セカンダリ取引を位置付けていると考えられる。

キャピタルコネクトは早くてシリーズ A 段階から資金調達ニーズに応えるプラットフォームであり、売り手は、投資家の紹介を受けたり、バーチャル・データルームを設定したりすることができ、また、同社が過去に買収した株式報酬制度ベンダーの Global Shares の機能も利用することができる。さらに、2023 年にはベンチャーキャピタル向け投資アナリティクス会社の Aumni を買収する等、更なる機能強化も図っている。キャピタルコネクト事業責任者であるマイケル・エライジアン氏の肩書はデジタル・インベストメント・バンキング・ヘッド兼デジタル・プライベート・マーケットツであり、同社としては、IPO や M&A を視野にいれたスタートアップとの早期の関係構築という目的達成に向けて、デジタルサービスを活用しながら、効率的に非上場株式セカンダリ取引を支援しようという方針が感じられる。

JP Morgan Chase IR 資料にみるキャピタルコネクトの位置づけ¹⁵⁷

(権利上の理由により削除)

2. 中堅証券会社の取り組み事例（米国 Rainmaker）

米国市場では、非上場株式のプライマリ取引やセカンダリ取引に専門性を持つ中堅証券会社が存在する。これら中堅証券会社は、①プライマリにおける発行体との強固なリレーション、および、②セカンダリにおける豊富な投資家ネットワークおよびプロセッシング能力、を強みとしている。特に②については、巨額案件にも対応できるだけの投資家ネットワーク（ヘッジファンドやファミリーオフィス等の機関投資家、ほか）を持っており、小口案件にフォーカスしているマーケットプレイスとの差別化要素となっている。

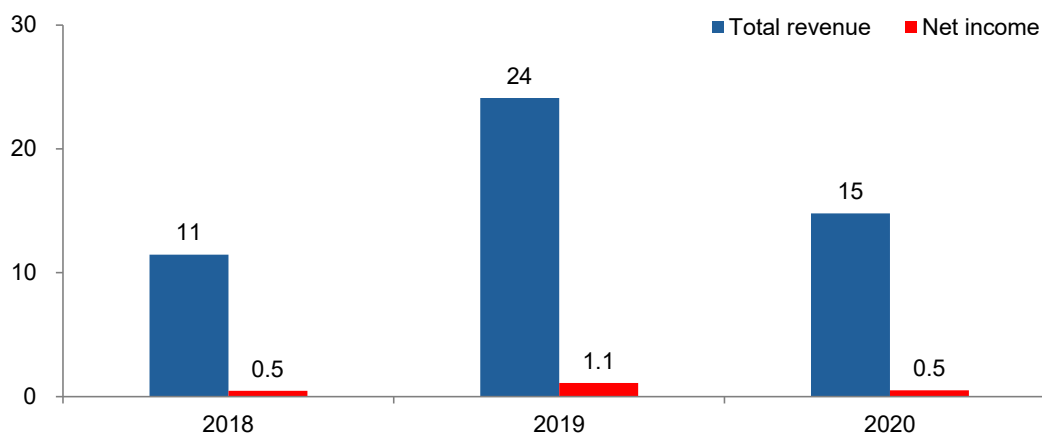
今回実施した実務家ヒアリングの結果、前述したように、米国市場では、Rainmaker、Setter、Seafront、Oceanic といった証券会社が大きなプレゼンスを持っていることが確認できた（第2章4(5)参照）。

米国 Rainmaker は、ロサンゼルス・シリコンバレー・シカゴ・マイアミ等にオフィスを構える、約75名の従業員を擁する、米国有数の非上場株式に特化したブティック型証券会社である。同社は非上場株式のプライマリおよびセカンダリ取引支援に加えて、ミッドサイズのM&Aアドバイザーも展開している。2020年末時点では収益15百万ドル、純

¹⁵⁷ 出所：Corporate & Investment Bank, Investor Day 2022, JP Morgan Chase & Co.

利益 50 万ドルであり、純利益率は約 3.4%とやや低い水準であるものの、少なくとも過去 3 年間に於いて黒字経営を維持している。

米国 Rainmaker の Total Revenue および Net income の推移 (百万米ドル) ¹⁵⁸



実務家ヒアリングによると、Rainmaker におけるセカンダリ取引の手数料率は金額に応じた割合 (100 万ドルでは 5%、1000 万ドルでは 3%等) との回答を得ており、人気が高い銘柄や取引規模が小さい案件ほど、手数料は高額になる傾向がある。また、セカンダリにおいて売り手・買い手の希望価格が乖離する場合、通常は過去の調達ラウンドや従業員向けのテンドー履歴を参照して価格を調整するが、他にもプライマリでの発行体の財務情報に基づいた価格が参考になるケースがある。マーケットプレイスと違い、プライマリとセカンダリ双方を手掛けているからこそ持っている豊富な情報が同社の強みの一つになっている。Rainmaker のような中堅証券会社は、必ずしも IPO 主幹事等を目指すわけではなく、事業領域を非上場企業マーケットに特化し、発行体や投資家との独自ネットワークに加えて、財務や価格等の独自の業界情報を大きな強みとすることで、そのプレゼンスを確固たるものにしていく。

¹⁵⁸ 出所：公開情報

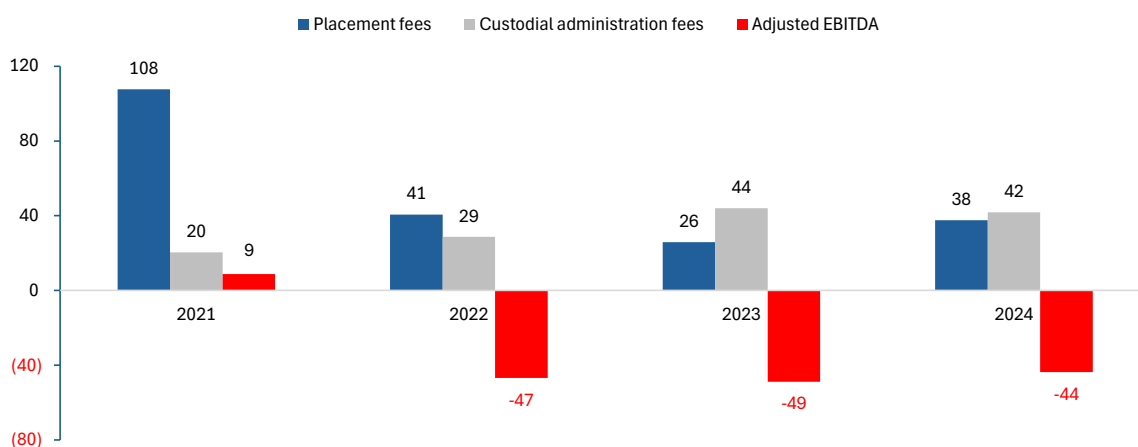
3. マーケットプレイス事業者の取り組み事例（米国 Forge Global）

米国において、非上場株式セカンダリ取引のマーケットプレイスとしては、大手証券会社から出資を受ける形で Nasdaq からスピアウトした Nasdaq Private Market (NPM) がメジャーとなっている。主に経営者や従業員による非上場株の売却ニーズに加えて、富裕層やファミリーオフィスが持つ非上場株売買ニーズに対応することを目的として、Forge Global や EquityZen といった独立系ベンダーもシェアを伸ばしている。また、金融機関のケースとしては、前述した様に、JP モルガンが自前で「キャピタルコネクト」プラットフォームを立ち上げている（2022 年時点で 125 人のチームを擁する）。

2014 年創業の Forge Global は、2019 年に IRA Services 買収を通してカスタディ事業へ参画し、更に 2020 年には非上場株マーケットプレイス老舗の SharesPost の買収を通じて同事業の強化を図っている。同社のマーケットプレイス収入である Placement fees は 2021 年時点では 108 百万ドルとなり、2022 年には Motive Capital Corp (SPAC) との合併を通じてマーケットプレイスとしては初めて NYSE への上場を果たしている。

しかし、その後、欧米当局の金融引き締め政策による景気後退への懸念から 2022 年の IPO 調達額が 1,400 億ドルと前年と比べて 65%減少する等、投資家によるリスクマネーの供給が細った結果セカンダリ取引マーケットは縮小し、2022 年の Forge Global でのセカンダリ取引件数も半分以下まで落ち込んだ。更に、会社全体で、テクノロジー投資関連費用や欧州等への地域進出に伴う費用から、2022 年に Adjusted EBITDA が▲47 百万ドルと赤字に転じている。2024 年には▲44 百万ドルとやや回復したものの、黒字化の見通しが立っていない状況は懸念といえる。

Forge Global における「Placement fees」、「Custodial administration fees」、
「Adjusted EBITDA」の推移（百万米ドル）¹⁵⁹



FY	2021	2022	2023	2024
# of trades	4,890	2,184	1,756	2,762
Transaction volume(B ドル)	3.18	1.22	0.77	1.33

同社の CFO は、11%の人員費削減含む経費削減施策に加えてテクノロジー投資による生産性向上から 2026 年に赤字からの脱却を見込んでいるとコメントしており、今後の動向が注視される（以下を参照¹⁶⁰）。

（以下、Q3 2024 Earnings Call サマリー記事より抜粋）

Q1: 今回の経費削減策を踏まえて、今後の損益分岐点レベルを支える収益範囲をどのように考えるべきでしょうか？

A: マーク・リーCFO: 将来成長予測では、2023 年下半期と比較した 2024 年上半期の収益の伸びを使用しており、これにより 2026 年の損益分岐点をモデル化しています。

Q2: コスト削減策と 2026 年の黒字化への道筋について、もう少し詳しく教えてください。

A: マーク・リーCFO: 当社のモデルでは、テクノロジー投資による生産性と効率の改善を想定しています。売上総利益率は改善すると予想しており、発表された経費削減案を織り込みながら、コストは比較的横ばいに保つ計画です。

¹⁵⁹ 出所：公開情報

¹⁶⁰ 出所：Forge Global Holdings Inc (FRGE) Q3 2024 Earnings Call Highlights, Gurufocus, 7th November 2024