



JSDA

日本証券業協会

Japan Securities Dealers Association

スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会(第2回資料)
事務局説明資料

資料 5

第1回会合の意見照会の結果等

2025年3月18日
日本証券業協会

1. 第1回会合後の意見照会でお伺いした事項

2. これまでに寄せられた御意見の概要

- (1) 「非上場会社等の範囲」について
- (2) 「投資家の範囲」について
- (3) 「証券会社の役割」について
- (4) 「取引制度」について
- (5) 「法令事項」について

＜参考＞「海外調査」に関する御意見

1. 第1回会合後の意見照会でお伺いした事項

1. 本懇談会の検討事項等に関するご意見

<意見照会①>

以下の検討項目に関して、本懇談会で検討すべき項目等について

【検討項目】

1. 非上場株式の取引制度及び規制(勧誘対象、情報提供等)のあり方
2. 既存の非上場株式取引制度の改善策
3. 非上場株式のPTS取引(登録PTS)の活性化に向けた対応
4. その他(検討結果のフォローアップのあり方等)

2. 海外調査

<意見照会②>

以下の海外調査の検討項目(案)に追加すべき事項等について

【検討項目(案)】

1. 米国・欧州市場における非上場株式の取引制度・エコシステム
2. 米国・欧州の非上場市場における証券会社が果たす役割及び当該証券会社の属性・特徴等
3. 米国・欧州におけるIPO市場と非上場株式市場の相関性
4. 米国・欧州における非上場株式への勧誘に関する規制・詐欺等への対策

3. 証券会社の関与ニーズ(原則勧誘禁止のあり方も含め)について

<意見照会③>


発行者の株式による資金調達(プライマリー)の場面、投資家の売買取引(セカンダリー)の場面で、証券会社等への関与ニーズがあると考えられる場面について

また、既存の「非上場株式の原則勧誘禁止」の自主規制のルールのあり方(例:例外として認める範囲の拡大など)について

4. その他

<意見照会④>

その他ご意見・ご要望

- 
- ・今回の意見照会及び前回会合中に寄せられた御意見や、これまでに日証協に寄せられた御意見等について次ページ以降で取り纏め。
 - ・「非上場会社等の範囲」、「投資家の範囲」、「証券会社の役割」、「取引制度」、「法令事項」に関して寄せられた意見が多かったため、それぞれの論点ごとにご意見等を取りまとめた(次ページ以降参照)

1. 第1回会合後の意見照会でお伺いした事項

2. これまでに寄せられた御意見の概要

- (1) 「非上場会社等の範囲」について
- (2) 「投資家の範囲」について
- (3) 「証券会社の役割」について
- (4) 「取引制度」について
- (5) 「法令事項」

＜参考＞「海外調査」に関する御意見

2. これまでに寄せられた御意見の概要

(1)「非上場会社等の範囲」に関する御意見

【区分】	【背景】	【寄せられた御意見】
シード／アーリー期に集中すべき	ユニコーン企業数の拡大を効果的に達成する必要	<ul style="list-style-type: none"> ・端的にユニコーン企業数の拡大を目指すのであれば、遡ってユニコーン候補の企業数を増やすべきであり、またシード／アーリーの「死の谷」を首尾よく生き抜く企業を増やすべき
レイトー期に集中	レイトーステージの投資の比率が非常に低い	<ul style="list-style-type: none"> ・レイトーステージを厚くし、レイトーステージで成長することが重要。 ・2027年にスタートアップへの投資額を10兆円まで増やすためには、資金調達の規模的にも投資家ニーズ的にもレイトーステージを対象にすべき。 ・レイトーステージであると「SpaceX」や「ispace」など、投資家の「その会社に投資したい」というニーズに応えることもできる。 ・レイトーステージについては、法整備などはそれほど不要であり、「誰もやっていない」ということが課題。
上場廃止銘柄も対象にする	東証の上場区分見直しに伴う経過措置が切れることに伴い上場廃止する会社が数百社程度出てくるのが想定される	<ul style="list-style-type: none"> ・少なくとも本懇談会の対象とするか否かの認識は一致させておくべき。 ・株主保護の観点から時間があれば対象にすべき。 ・株主のために上場廃止できないという問題もある。 ・議論の対象を明確にすることが大事だが、そもそも「非上場株」は各社でかなりばらつきがある。
グロース市場との連携も視野に入れるべき	<ul style="list-style-type: none"> ・2期分の財務諸表等を前提にした取引所審査・上場準備プロセス ・グロース市場が育っていない 	<ul style="list-style-type: none"> ・上場準備プロセスにおける新規事業制約の慣行（実質2年ルール）はスタートアップの新規事業の取組みの阻害要因になっている。 ・グロース市場が育っていないことは「上場後の既存株主の売却」に耐え切れず、「上場ゴール」批判の要因にもなる。 ・取引所の審査においては、上場前のM & Aや先行投資を一律で制約する実務にはなっていないが、そうした状況や考え方を広く情報発信していくことが重要。

(寄せられた御意見の概要)

・レイトー期に集中との意見が比較的多かったが、シード／アーリー期に集中すべきとの意見や上場廃止銘柄及びグロース市場に関する意見など幅広い意見が寄せられた。

※ グロース市場の制度整備等については、上場制度の整備であるため本懇談会の議論の対象とはしないこととする。

2. これまでに寄せられた御意見の概要

(2)「投資家の範囲」に関する御意見

【区分】	【寄せられた御意見】
機関投資家	<ul style="list-style-type: none">・ 機関投資家による資金供給を検討すべき。
投資信託 (家計)	<ul style="list-style-type: none">・ 投資運用を行う専門家を介した仕組みを優先的に考えるべき。・ 投資信託による非上場株式組み入れ比率15%を徐々に拡大する。・ 専門家による非上場企業への資金供給において、公正価値評価の取組みを一層進めるべき。・ アクティブ運用のファンドマネジャーの育成も大きな課題。
特定投資家 ※	<ul style="list-style-type: none">・ 特定投資家に限定することで、発行体の負担を下げる方向に進むべき・ 特定投資家に移行した個人も、原則としては個別現物株式ではなくファンドを介した資金提供を目指すことが投資家保護（分散投資による投資リスクの軽減）の観点でも発行会社の事務負担の軽減の観点でも、また資金供給量の拡大の観点でも有効。・ 特定投資家については、レイターステージよりもむしろシード／アーリーステージにおける資金供給者としての役割に期待すべきではないか（その場合は個別株式へのエンジェル投資のようなものを想定）。
上記以外の 投資家	<ul style="list-style-type: none">・ 家計については「投資信託やファンドなどを活用した資金流入」とすべき。・ クラウドファンディングを越えて投資可能対象を拡充すべきではない。（スタートアップサイドも望んでいない。）

※ 特定投資家制度の課題に関する御意見は10ページ参照

(寄せられた御意見の概要)

- ・ スタートアップへの直接投資については「特定投資家」に相当する投資家以上の属性を対象と捉える意見、及び、それ以外の投資家に対しては「投資信託」等のスキームを通じた投資についての意見が多く見られた。
- ・ また、「特定投資家」についても、投資家保護や発行体の開示負担等の観点から「投資信託等を通じた投資とすべき」といった意見が見られた一方、特定投資家が「エンジェル投資家」として個別企業に資金供給することも期待するとの意見があった。

2. これまでに寄せられた御意見の概要

(3)「証券会社の役割」に関する御意見

① 証券会社に期待する役割等について

【寄せられた御意見】

(情報提供・フォローアップでの期待)

- ・非上場株式による資金供給における課題は、非上場企業（ないし非上場株式）の特性を前提に、如何に有意に情報生産をすることができるかにある。金融事業者として得る対価の意義も、この情報生産をいかに有意に実現できるかによると考えられる（証券会社も、情報産業としての性格を強めることが期待されると考える）。
- ・発行体及び投資家へのフォロー（継続的な情報提供）も重要。投資家が同じ方向を向くためには、売ったら終わりではなく、その後のフォローアップ（情報提供）をどうするかが重要。

(セカンダリーでの期待)

- ・金商法に抵触せず社員それぞれにエグジット機会を作ること、自社の利益にならない発行会社が対応することは難しく、プラットフォームのようなものがないと社員の保有株式の流動化機会を作るのは難しい。
- ・米国のセカンダリー取引の8割は仲介業者が介在しているという調査があるので、とにかく証券会社がもっと積極的に取り扱えるような仕組みが肝要。

(寄せられた御意見の概要)

- ・成長資金の供給における証券会社に期待する役割について、「情報提供の重要性」や「販売後のフォローアップ」が挙げられた。
- ・また、具体的に関与を期待する場面としては、関係者が多くなる「セカンダリー取引」において関与を期待する意見が多かった。

2. これまでに寄せられた御意見の概要

② 証券会社の収益等について

【寄せられた御意見】

- ・制度の利活用については仲介者のビジネスが成り立つような枠組みが重要ではないか。
- ・証券会社が収益を得るという観点だけではなく、発行体と投資家の双方の顧客の要求を満たすのであれば、また別の形で我々の収益も繋がっていく。
- ・勧誘販売業者として説明責任が果たせる案件であること、ディールサイズが一定規模あること等の条件が整えば、取扱いを検討し得ると考えられる（ただし、その場合であっても案件ごとに勧誘対象先を選定すること等は前提となる）。
- ・提携等を前提にした資金調達やM&Aにおいて、発行会社と投資家のニーズが合致し、且つディールサイズが一定規模あること等の条件が整えば、アドバイザーとして支援し得る。
- ・販売後のフォローについて、J-Shipsを売り切りのモデルにするのではなく、販売手数料 $x \%$ 、年間の維持費 $y \%$ という形でフロー型のモデルからストック型のモデルにシフトした方が、販売している証券会社にフォローアップするインセンティブが発生し、投資家保護にも資するのではないか。
- ・未上場スタートアップの既存株主が株式を売却する際に、現状はフィーを第三者に払うというカルチャーがないことに課題を感じており、このようなカルチャーの醸成も肝要（ただし、フィーを払ってまで売却するニーズ等についても要確認）。

（寄せられた御意見の概要）

- ・証券会社の収益性について、一定以上の規模感が必要であるとの意見が寄せられた一方で、当該案件だけでなく、別の形での収益も想定し得る旨の意見も寄せられた。
- ・「勧誘販売業者として説明責任が果たせる案件であること」等の条件が整えば取扱いを検討できる旨の意見が寄せられた。
- ・手数料の体系や手数料に対する考え方に関する意見が寄せられた。

2. これまでに寄せられた御意見の概要

(4)「取引制度」に関する御意見

① 非上場株式の原則勧誘禁止について

【寄せられた御意見】

(現状維持に関する御意見)

- ・ 非上場企業や株式の特性や投資に関する情報提供、一般の理解、非上場株式への投資の実情に関する情報が必ずしも十分でない現状においては、非上場株式の原則勧誘禁止を緩和することには、慎重であるべき。
- ・ J-Shipsまで広げた時点で十分に効果は発揮されて取引も活発になった。金商法や関連法令、自主規制規則を更に改正してまで改善すべきと感じるものは現状ない。
- ・ 勧誘対象を「企業価値評価可能な特定投資家」とすることで投資家保護・発行会社の事務負担をそれぞれ必要十分なものに管理可能であり、使い勝手の良い制度であると認識している。
- ・ スタートアップへの資金提供が低調にとどまっているのは、外部環境の影響が大きいものと思われる。

(見直しに関する御意見)

- ・ 原則として非上場株式の販売勧誘を認めた上で、例外として（現行制度で認められているような態様を除く）一般投資家への販売勧誘を禁止するといった、結論は大きく変わらないものの原則と例外を入れ替える見直しを検討すべき。
- ・ 十分な説明や情報公開を行うことができれば、原則勧誘禁止のルールは必要なく、自己責任原則を、もう少し前面に出すことで、売買取引を増加させることができる。規制の緩和が必要。
- ・ 未上場会社のデューデリジェンスが必須となる。デューデリジェンスの基準を詳細に定めるか、東証プロマーケットで採用されているJ-Adviserのような機関が、取り扱い認証を与えられるように制度を変えられないか。
- ・ 将来的に証券会社の関与ニーズは増えることが想定されることを踏まえ、勧誘禁止の例外を拡大するといった施策も考えられる。証券会社が非上場株式の売買に係る仲介の心理ハードルをもっと下げて頂きたい。

(寄せられた御意見の概要)

「原則勧誘禁止」について、「証券会社の関与を強くするため」や「十分な情報提供等を前提にした自己責任原則」を背景に見直しを求める意見が寄せられた一方で、「投資家保護の観点から必要」や「既存のままで十分である」、「資金提供が低調な理由は他にある」といった意見から現状維持とする意見も寄せられた。

2. これまでに寄せられた御意見の概要

② 現行制度(PTS除く)について

【制度】	【寄せられた御意見】
総 論	<ul style="list-style-type: none">・各制度内の投資家に関する原則勧誘禁止について必要可否を議論したい。特に、特定投資家に対する勧誘については現状から、勧誘範囲方法等の拡大余地があるのではないかと。・現状の制度において利用が促進されていない背景を徹底的にヒアリング、調査、また議論を実施し、そこから出てきた改善策1、2個にフォーカスして変更、また周知すべき。
J-Ships	<ul style="list-style-type: none">・特定証券情報の内容をもっと緩和すべき。開示のルールが発行体にとっても取扱証券会社にとっても厳しい印象。N-1くらいの開示体制が作れている発行体しか使えない。昨年末の「少額募集の届出書における開示内容の簡素化」から更に踏み込めないか（ゴーイングコンサーンベースのものに絞れないか）。・情報開示等で特定投資家の保護を図っているが、どのようなケースでこういった事項が問題となるか、また、どのような情報提供を行うべきかというのを概観的に検討し、各種例示で示すことで、企業による開示や証券業者による勧誘が過度に委縮しないような参考情報を提供することができないか（セーフハーバーのようなものができれば理想的）。・特定投資家が合理的に「リスクの程度」を認識することができるための情報※が得られるよう、公表情報や提供情報の充実が図られるべき。 ※ 非上場株式における投資リターンの回収方法、非上場株式一般の投資リターンに関する統計情報、個別企業の期待収益やリスクの程度を検討できるための企業情報・財務情報、価格情報の推移等・J-Shipsを利用すると、当該株式と同じ種類の株式が全て「特定投資家向け有価証券」となり、それ以後、特定投資家以外を対象にした資金調達やセカンダリー取引ができなくなることが課題（発行体が制度利用を躊躇するのではないかと）。・特定投資家向け有価証券について、50名以上を対象にセカンダリー取引の勧誘を行う場合、「特定証券情報」を作成する必要があることは、J-Shipsのセカンダリー取引の課題なのではないかと（投資家は発行者情報を参照すればいいのではないかと）。

（次ページに続く）

2. これまでに寄せられた御意見の概要

(前ページからの続き)

【制度】	【寄せられた御意見】
特定投資家制度	<ul style="list-style-type: none">・そもそも証券会社の従業員にも浸透していない制度であり、もう少し現場に浸透するようなもっと魅力ある形にしないと制度としては難しい。・特定投資家は金商法上の適合性の原則等の適用除外となることから、取扱いに慎重な証券会社も多い。・「特定投資家の自己責任原則」や「証券会社による説明責任」について、法令上の趣旨と世間や投資家からの期待値にギャップが生じており、証券会社の実務運用の課題となっている（実務運用に係るセーフハーバーが存在しない）・特定投資家に移行すると、適合性の原則等の行為規制の適用が除外されることから、証券会社において、特定投資家への移行に慎重になっている面がある。・特定投資家とは別に、例えば「スタートアップ企業への投資経験者」や「スタートアップ企業の経営・財務等に携わった者」等については、J-Shipsや成長企業に投資することを認めてもよいのではないか。・特定投資家に移行したとしても、「最長1年間」という移行期間が設けられており、特定投資家であることを継続するためには投資家自らの（能動的な）「更新申出」が必要となっているが、利便性向上の観点から見直すことはできないか。
株コミュ	<ul style="list-style-type: none">・株主コミュニティ制度の勧誘の在り方（発行体だけでコミュニティを形成するのが困難で、仲介業者である証券会社の関わり方）について議論したい。

(寄せられた御意見の概要)

現行制度への検討要望として、「J-Shipsの特定証券情報等を通じた情報提供のあり方(負担軽減／拡充)」や「特定投資家制度の利便性向上」、「特定投資家以外の者による投資」、「株主コミュニティ制度の勧誘の在り方」について意見が寄せられた。

2. これまでに寄せられた御意見の概要

③ PTSについて

【区分】	【寄せられた御意見】
緩和要望	<ul style="list-style-type: none">・取次型に対する価格情報の“公表”（日証協非上場PTS規則第9条の2）は実務への影響も含め発行体負担が大きすぎるので、売買に直接関係した当事者及び既存株主に限定すべきではないか。・適時の情報提供の“公表”や私募案件に対する“開示内容”（第8条の2）は実務への影響も含め発行体負担が大きすぎる。勧誘先への提供で足りるはず。また開示内容を自社顧客型と同様のゴーイングコンサーンベースに絞るべき。・登録PTSについては、非上場株式は売買頻度も低いのでシステム的には「掲示板とエクセルで十分」。システム要件のハードルを下げるべきではないか。・原則勧誘禁止等の見直しをする場合は、PTSの情報開示要件の見直しも同時に検討すべき（原則勧誘禁止が見直された場合でも、PTSを使った仲介業者はPTS規則で定められた発行会社の情報開示の要件があるため、PTS業者を介したセカンダリー取引を発行会社が敬遠することを憂慮）
投資家保護	<ul style="list-style-type: none">・投資家が価格情報の信頼性を検証できるよう、価格算定の基礎となった情報についても、投資家によるアクセスを確保すべきである。また、価格情報の推移（及びその事後的検証情報）等も、公表されるべき。・詐欺や不正行為の防止の制度を整備するとともに、制度のアナウンスを行い、市場への信頼性を高めるべき。・詐欺や不正行為の通報窓口を整備するとともに、適切な対応体制、関連情報の開示制度を整備すべき。
実務上の課題	<ul style="list-style-type: none">・非上場株式は多くの場合、譲渡承認が必要になっており、例えば、PTS上で買い手・売り手が合意しても、その後会社が譲渡を否認したり、優先株式を保有しているベンチャーキャピタル等が代わりに買付ける事態が起こると、PTS市場の信頼が揺らぐ事になる。

（寄せられた御意見の概要）

協会規則において「取次型登録PTS」に対して求めている情報公表について緩和を求める意見が寄せられた。
一方で、多くの投資家が参加することになるPTSの特性を踏まえて、価格情報や不公正取引について留意が必要である旨の意見も寄せられた。

2. これまでに寄せられた御意見の概要

④ セカンダリー取引について

【区分】	【寄せられた御意見】
総論	<ul style="list-style-type: none">・ 非上場株式のセカンダリー取引において、発行会社は直接的には1円も調達できない。その一方で、事業の状況や財産の状況など多岐にわたる情報を開示する負担が大きい。・ ①価格の開示などは、プライマリーの障害になるので開示できないし、②特定証券情報・発行者情報の開示や適時開示などは、セカンダリーでは資金調達ができるわけでもない発行体に、無駄に負荷をかけることになり敬遠される理由にしかない。一方、想定される売り手と買い手に広く認知され参加できる仕組みにならないと、実際の取引が発生しない。・ 非上場株式は多くの場合、譲渡承認や株主間契約の調整が必要。
価格	<ul style="list-style-type: none">・ セカンダリー取引における価格の適正評価については、画一的なルールを決めるのではなく、スタートアップが発行する非上場株式の特性や取引に参加する投資家の属性等に応じた対応が極めて重要。・ 非上場株式の売買の場合、譲渡制限の関係から発行会社が認めた投資家、発行会社が納得した価格でないでないと株式を購入できない仕組みになっていると認識している。結果、自然と買い手にまわる投資家はスタートアップにある程度精通しているプロ投資家またはそれに類する個人に限定される。・ 非上場株式のセカンダリー取引における適正価格の評価方法については、常に第三者評価が求められるとするのは妥当でなく、発行会社の意向をも踏まえ、投資家の属性等に応じた柔軟な対応の余地を残す必要がある。

(寄せられた御意見の概要)

セカンダリー取引に流動性を供給するためには、「情報開示」、「譲渡制限(発行会社の承認)」や「株主間契約(先買権・共同売却権)」などに対応する必要があることが課題である旨の意見が寄せられた。

なお、取引価格について、上記実務上の課題から、対象となる投資家層が限定的であることを以て柔軟な対応が望まれる意見も寄せられた。

2. これまでに寄せられた御意見の概要

(5)「法令事項」に関する御意見

【寄せられた御意見】

(不公正取引等)

- ・店頭取扱有価証券、J-Ships銘柄、その他の店頭有価証券についても、発行者の開示情報・提供情報の虚偽記載規制（法定の開示規制の対象外のものも含め）、インサイダー規制、相場操縦等の不公正取引規制を整備すべき。

(非上場有価証券特例等仲介業務)

- ・非上場有価証券特例仲介等業務における顧客金銭の預り（改正金商法29条の4の4第8項2号）について、分別管理方法の柔軟化を検討いただきたい。

(開示等)

- ・調達コストを鑑みると調達金額に応じた開示資料およびそれに対する監査（監査、レビュー、コンピューテーション）について議論したい。
- ・発行体主導の自己募集もルールとしてはやはり追加検討すべき。
- ・特定投資家私募、少人数私募/私売出しの取扱人数制限を勧誘ベースでなく仕上がりベースにすべきではないか。
- ・少人数私募であるために調達上限額に自ずと限界があるという点であるが、現在までのところ、弊社で取り扱う資金調達案件の規模感的に「少人数」というところがネックになっている認識はない。一方で、例えば少人数の計算基準を「勧誘する」投資家数から「投資する」投資家数に変更するなどの措置をとり、調達を希望する発行会社にとってさらに使い勝手の良い制度とすることを検討する余地はあるのではないか。
- ・専門家やプロ投資家における、適切かつ十分な情報取得を確保する観点から、開示規制の緩和等について、重要な情報は削減されるべきでない。

(寄せられた御意見の概要)

本懇談会における直接の検討対象ではないが、不公正取引等、非上場特例等仲介業務に係る分別管理及び開示など法令事項に関する意見が複数寄せられた。

2. これまでに寄せられた御意見の概要

(6)「その他(今後の検討の留意事項、税制)」に関する御意見

【区分】		【寄せられた御意見】
今後の検討 の留意事項	総 論	<ul style="list-style-type: none"> ・ 想定する売り手と買い手にも広く認知され参加できる仕組みでないと、実際の取引が発生しない。 ・ スタートアップへの資金提供が低調に留まるのは、外部環境の影響が大きいものと思われる。 ・ 日本はスタートアップに関しては発展途上であり、また日本の中でも正解が明確にあるわけではないので、特に当事者であるスタートアップの意見を斟酌しながら検討する場を継続して設けてほしい。
	発行体	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事務負担が大きい又はセンシティブな情報を開示させられる、といったような発行体であるスタートアップが敬遠するような仕組みは結果的に利用されない（そもそもそれでは意味がない）。 ・ 資金調達後のモニタリングに関する発行体への義務度合の明確化（投資家保護の観点）。
	情報 提供	<ul style="list-style-type: none"> ・ 非上場株式による資金供給の問題は、非上場企業ないし非上場株式に関する情報生産のイノベーションの問題。非上場企業への投資判断を行うための情報が、より効率的に生成・提供されるよう、デジタル技術の発達や情報環境の変化を踏まえ、より非上場企業に負担の少ない情報生産、投資判断のために有効な情報の効率的な生成・提供を実現するイノベーションを促進すべき。
その他 (税制、周知等)		<ul style="list-style-type: none"> ・ エンジェル税制のプレシード特例（20億円非課税）のような強力な税制優遇がセカンダリー取引にもあるべき。 ・ 資金供給者への働き掛けをもっと増やしていく必要があるのではないか。これは、広報的な話いわゆるマーケット全体に知らしめるという部分と、税制面でのメリットなど直接的なインセンティブとして知らしめる部分の両面が肝要。

(寄せられた御意見の概要)

発行体の負担軽減、投資家保護、それぞれの観点から意見が寄せられた。

また、投資家がスタートアップに投資するインセンティブとして税制措置を期待する意見が多く寄せられた。

1. 第1回会合後の意見照会でお伺いした事項

2. これまでに寄せられた御意見の概要

- (1) 「非上場会社等の範囲」について
- (2) 「投資家の範囲」について
- (3) 「証券会社の役割」について
- (4) 「取引制度」について
- (5) 「法令事項」

＜参考＞「海外調査」に関する御意見

<参考> 「海外調査」に関する御意見

【区分】	【寄せられた御意見】
総論	<ul style="list-style-type: none"> ・ 巨大なユニコーンの株式の取引を指すのか、それともユニコーンに至らない規模の小さな段階のスタートアップの株式の取引を指すのか、分けて整理・調査すべき。 ・ 欧米市場における非上場株式の取引量の推移。プライマリー、セカンダリーでの取引量。特にプライマリーにおいてはプレイヤー（証券会社経由、VC、事業会社、個人等）別での取引量等。 ・ 生活に必要な公共的サービスを行う未上場企業を維持するため、未上場株を地元住人が保有しているケースの有無等。また、保有による株主の特典の有無等。このような事例が海外にないか。
プライマリー	<ul style="list-style-type: none"> ・ シード、アーリー、ミドル、レイターの各段階において、非上場企業の資金調達は概ねどのように行われており（融資、社債、公的資金等を含め）、全体のなかで非上場株式による資金供給がどのような役割（割合や位置付け等）を果たしているのか。 ・ 各国の種類株や新株予約権などの利用状況およびその内容、及びセカンダリー取引時の取扱い。 ・ VCから資金調達をしているスタートアップと、クラウドファンディングで資金調達をしている会社は、アメリカでも明らかに違うものだとして認識しており、この実態を明らかにしてほしい。 ・ 各国の資金調達コストの比較（開示資料作成、監査法人および会計士の関与の程度）。
セカンダリー	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「米国セカンダリー取引の8割は仲介業者が介在している」との話があったが、様々な規模・ステージのスタートアップの株式が満遍なく取引されているのか、それともセカンダリー取引の大半はSpaceXやOpenAIなど一部のユニコーン（デカコーン）の株式の取引で占められているのかによって、様相が全く異なるので、そのような非上場株式の類型を踏まえた調査を期待します。 ・ セカンダリー取引の際の開示資料の程度。 ・ SpaceX社は、役職員に留まらずその家族まで同社の株式を購入及び売却できる機会を発行体自身が提供していると聞いたことがある。 ・ 米国・欧州市場の非上場株式の売買における価格の決定プロセス。

（次ページに続く）

<参考> 「海外調査」に関する御意見

(前ページからの続き)

【区分】	【寄せられた御意見】
証券会社	<ul style="list-style-type: none">・各国におけるブローカーの定義、役割について（ex.ライセンス、役割）。・米国の仲介業者（証券会社等）の具体的なビジネスモデル（取扱金額の規模や手数料率を含む）。
投資家保護	<ul style="list-style-type: none">・非上場株式の価値・価格の公正・適正確保のための取組み、及びその効果（実効性）。・詐欺や不公正取引の発生状況、詐欺や不公正取引を防止するための取組み及びその効果（実効性）。・プロ投資家の情報環境。
税制等	<ul style="list-style-type: none">・各国の税制全体の状況、エンジェル税制と同等の制度、および投資意欲の促進。

(海外調査に関する御意見への対応)

いただいた御意見については最大限取り込めるように検討してまいります。