



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5回資料)
事務局説明資料

資 料

本懇談会の論点と対応の方向性②

2025年6月6日
日本証券業協会

1. これまでの対応と今後の対応

【これまでの開催実績】

【会合】	【議案】
1/30 (第1回)	1. 本懇談会の運営等について 2. 本懇談会における開催経緯等について(金融庁説明) 3. 非上場株式の取引活性化に向けて(日本証券業協会説明) 4. 米国・英国におけるスタートアップ投資・非上場株式市場(最近の動向)(野村資本研 関常務)
3/18 (第2回)	1. スタートアップ関係者からみた取引制度の課題・解決策 ○発行体(スタートアップ協会) ○市場仲介者(FUNDINNO) ○投資家(インキュベイトファンド/日本ベンチャーキャピタル協会、レオス・キャピタルワークス) 2. 第1回会合後の意見照会結果の概要
4/18 (第3回)	1. 金融庁での直近の取組みについて 2. 地方証券会社連携コンソーシアムについて 3. 米国・欧州における非上場株式の取引制度に関する調査報告(野村総合研究所、野村資本市場研究所)
5/13 (第4回)	1. 海外調査の質疑FB 2. 本懇談会の論点と対応の方向性① (KPI・KGIの考え方、原則勧誘禁止、市場仲介者の役割)

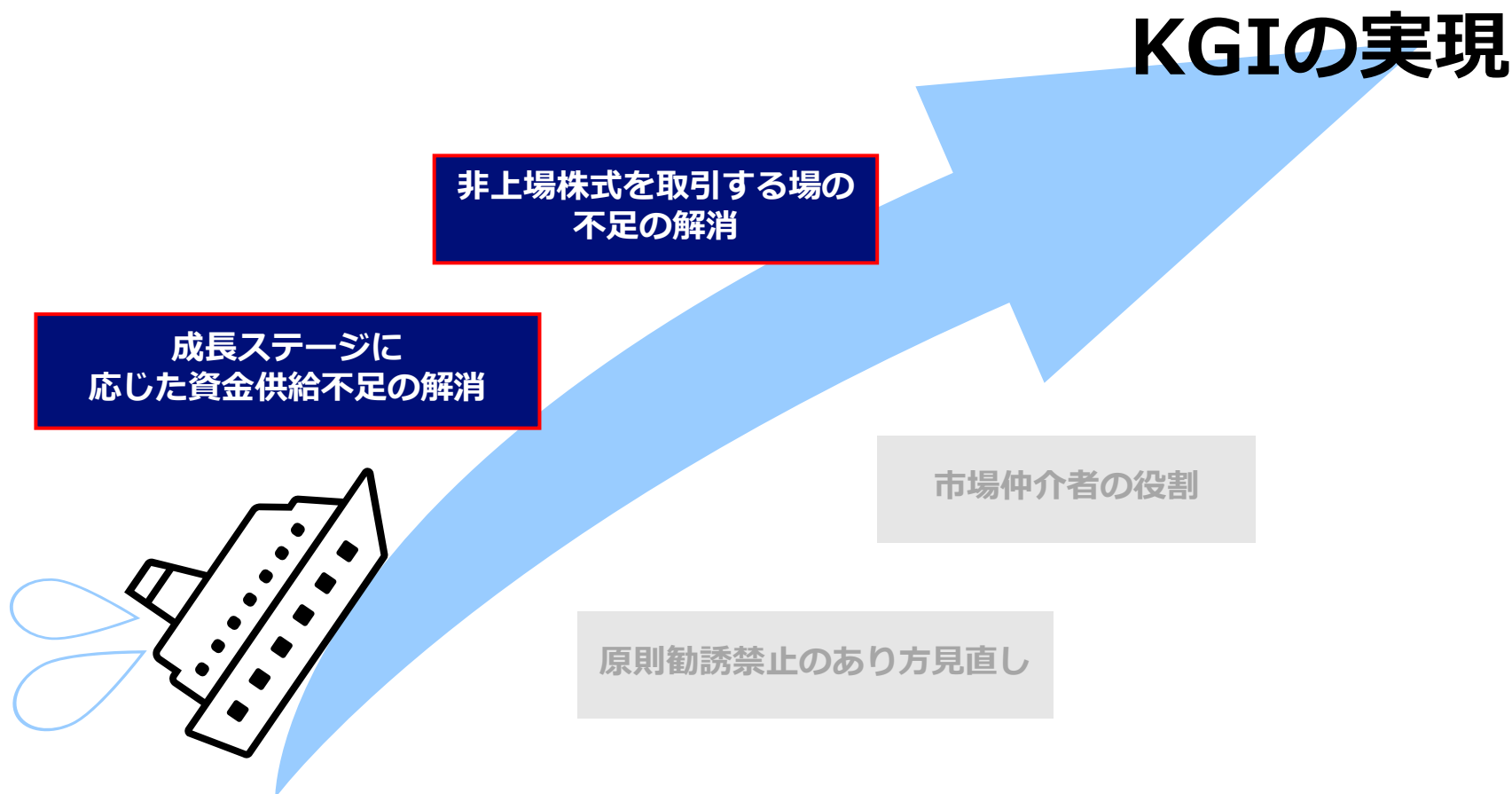
【今後の進め方】

【会合】	【議題】	【具体的内容】
6/6 (第5回)	○これまでに寄せられた御意見を踏まえた論点整理等②	・ 本懇談会の論点と対応の方向性② (プライマリー、セカンダリー、その他)
6/23 (第6回)	○これまでに寄せられた御意見を踏まえた論点整理等③ (まとめ)	・ 本懇談会の論点と対応の方向性③ (第4回及び第5回で寄せられた御意見を踏まえた対応)
7月 (第7回)	○報告書案について	・ 報告書案の提示

2. 本懇談会としての論点

○ 具体的な施策

KGIの実現のために、以下の対応を実行する。なお、資金調達（プライマリー市場）の拡大のためには、セカンダリー市場の発展も重要な要素であることから、併せて対応する。



2. 本懇談会としての論点

○ 具体的な施策②

(1) プライマリー

【課題】

成長ステージに応じた資金供給不足の解消

【論点】

- ① 個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)
- ② 大規模投資家等

(2) セカンダリー

(3) その他

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー

○ 成長ステージに応じた資金供給不足の解消

スタートアップの資金調達について、企業の成長段階(ステージ)に応じた適切な資金調達(ステージ・ファイナンス)を行うことがスタートアップにとって重要である。

また、スタートアップのステージによってリスクや投資条件が異なることなどを踏まえると、それぞれのステージを得意とする・担うべき投資家から調達することも重要である。

そうした前提において、現状の日本では、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「成長ステージに応じた資金供給不足」が課題として掲げられる。

当該課題について、「多様な投資主体からの資金供給」という観点から、本懇談会で寄せられた御意見等を基に「投資家属性」毎に課題や対応案を取りまとめている。

※ ただし、具体的な施策の検討に際しては、以下の観点を前提とするべきと考えられる。

- ・ 一般的に非上場株式投資はリスクが高いため、非上場株式投資の推進に当たっては、この点について十分に留意し、投資家の理解と自己責任を促しながら取り組むべきではないか。
- ・ このため、非上場株式投資について、市場仲介者は、適切な投資対象企業を見極めるとともに、特定投資家を含め、非上場株式投資のリスクを正しく理解し、かつリスク許容度のある投資家のみに勧誘することが重要ではないか。

※非上場株式投資のリスクの理解に乏しく、またリスク許容度の低い投資家に安易な勧誘を行うことでトラブルが生じると、非上場株式市場全体の投資マインドが冷え込むおそれも考えられる。

2. 本懇談会としての論点

○ 具体的な施策②

(1) プライマリー

【課題】

成長ステージに応じた資金供給不足の解消

【論点】

① 個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)

② 大規模投資家等

(2) セカンダリー

(3) その他

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー ①個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)



① 個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)

近年株式投資型CF制度の創設やエンジェル税制が大幅拡充される等、徐々に制度整備がされつつあるものの、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。

【海外の状況】

(個人投資家)

- ・個人投資家(エンジェル投資家除く)の直接投資がスタートアップ全体に寄与しているという状況にはなく、それらの者を対象にしたCFも、SPVを組成しての利用等など工夫されている。
- ・CFにおいてSPVを組成する場合、一定の要件の下、投資会社等のライセンスは不要とされている。

(エンジェル投資家)

- ・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)を10年以上前から導入。
- ・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: UKBAA(UK Business Angels Association)等を通じてエンジェル投資家等の会員間の繋がりやeラーニングやワークショップ開催による投資家教育を行っており、エンジェル投資が盛り上がる素地が整備されている。
- ・一方で、「自衛力認定投資家」など開示規制上の要件との関係においては、当該規制上の要件を満たす投資家に積極的にアプローチするといった状況にはなく、豊富な資金やリスク許容度を有するエンジェル投資家が投資する際に利用する制度が結果的にそれらの制度であるといった関係性にあった。

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー ①個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)

【対応の方向性（案）】

 :利用が想定される主な場面／ステージ

【目指すべき姿】	【実現するための対応】	【対応の方向性(案)】
・リスク許容度・投資判断能力のある投資家による投資の拡大	・知識経験・リスク許容度のある投資家による資金供給の促進  ミドル・レイター	原則勧誘禁止のあり方の見直しの検討のほか、以下のような措置を検討してはどうか。(8～13ページ参照) イ. J-Shipsの利活用に向けた検討 ロ. 特定投資家による投資の活性化に向けた検討 ハ. 準特定投資家(仮称)による投資の活性化に向けた検討
	・「投資信託」を通じた投資の拡大  ミドル・レイター	以下のような見直しや措置を講じることとしてはどうか。 イ. 「投資信託」を通じた投資拡大に向けた検討 ロ. 投資家の投資を支援する税制措置(エンジェル税制に関する税制措置を要望:14ページ参照)の働きかけ
	・「SPVを介したCF」を通じた投資の実現  シード・アーリー	・規制等については「株主一元化スキーム」として一定の措置【本懇談会の第3回資料1】(本資料26ページ)参照
・「エンジェル投資家」による投資の拡大	・エンジェル投資家による投資を促進するエンジェル税制の拡充や見直し  シード・アーリー	・本懇談会で寄せられたエンジェル税制に関する税制措置を要望することとしてはどうか(14ページ参照)

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー ①個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)

イ. J-Shipsの利活用に向けた検討

懇談会で寄せられた以下の要望・意見を踏まえ、実務での具体的なニーズを把握した上で、多角的な観点から「J-Shipsの利活用に向けた検討」を進めることが考えられないか。

○ 特定証券情報・発行者情報の見直し

ー 現状の「特定証券情報」について「上場直前期の企業しか対応できない内容となっている」のではないか。

○ 特定投資家向け投資勧誘制度を利用した有価証券(特定投資家向け有価証券)に係る取引制約の緩和

ー J-Ships銘柄について、法令上、他の私募・私売出し(適格機関投資家・少人数)を利用できないこととされており、J-Shipsを利用したスタートアップの資金調達や既存株主のセカンダリー取引に支障をきたす可能性が高いのではないか。

○ 50名以上を対象とするセカンダリー取引の際に作成する特定証券情報の簡素化等

ー J-Ships銘柄は、50名以上の者を対象にセカンダリー取引を行う場合には「特定証券情報」の作成が必要となるが、これがセカンダリー取引に直接関与しないベンチャー企業にとって大きな負担となっており、セカンダリー取引に支障をきたしている可能性がないか。

○ J-Ships制度の更なる拡大に向けた検討

ー 「特定投資家」には、行為規制が一部適用除外となる行為規制上の観点と特定投資家私募・私売出し等の対象投資家となり得る開示規制上の観点の双方の観点があるところ、行為規制上の概念である特定投資家に開示規制の仕組みを結び付けた現行の整理については限界に達しており、見直しが必要ではないか。

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー ①個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)



□. 特定投資家による投資の活性化に向けた検討

懇談会で寄せられた要望・意見を踏まえ、以下のような措置が考えられるのではないかな。

(1) 個人が特定投資家に移行するための要件の更なる緩和

- 標記については、本年3月の「金融商品取引業等に関するQ&A」の改訂により、「特定の知識経験」の内容について明確化が図られ、実質的に要件が拡大されたところ。
- 個人が特定投資家に移行するための要件の更なる緩和余地について、どのように考えるか。
例えば、懇談会では、以下のような要件について意見があった。
 - ・「投資性金融資産・純資産が3億円以上かつ平均取引回数が月4回以上」という移行要件について、資産額及び平均取引回数の緩和
- 諸外国との比較も行われるべきだが、現地法制度や投資傾向等が異なるため、単純比較はできないことに注意すべき。

【※現行制度の詳細については11ページ参照】

(次ページに続く)

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー ①個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)

<参考> 個人が特定投資家になるための要件について(各国との比較)

	米国 (自衛力認定投資家)	EU (適格投資家)	日本 (特定投資家)
純資産要件	100万ドル (約1.45億円)	50万ユーロ (約8,250万円)	1億円、3億円、5億円
備考	夫婦の合算可 居住用不動産を除く		1億円は特定の知識が必要 3億円は取引回数の要件が必要
収入要件	20万ドル(約2,900万円) ／3年間	相当規模の取引 (平均10件／四半期×4)	1,000万円、1億円
備考	夫婦の合算可(その場合30万ドル)		1,000万円は特定の知識が必要
特定の知識	外務員、投資顧問資格、 私募資格	取引に関する知識を要する 専門職への1年以上の従事	外務員、FP、金融業、経済学 教授、コンサル等の従事
備考		・1年以上の従事が必要	・1年以上の従事が必要 ・別途収入1,000万円以上等が必要

いずれか2つを満たす必要

取引経験1年以上

2. 本懇談会としての論点

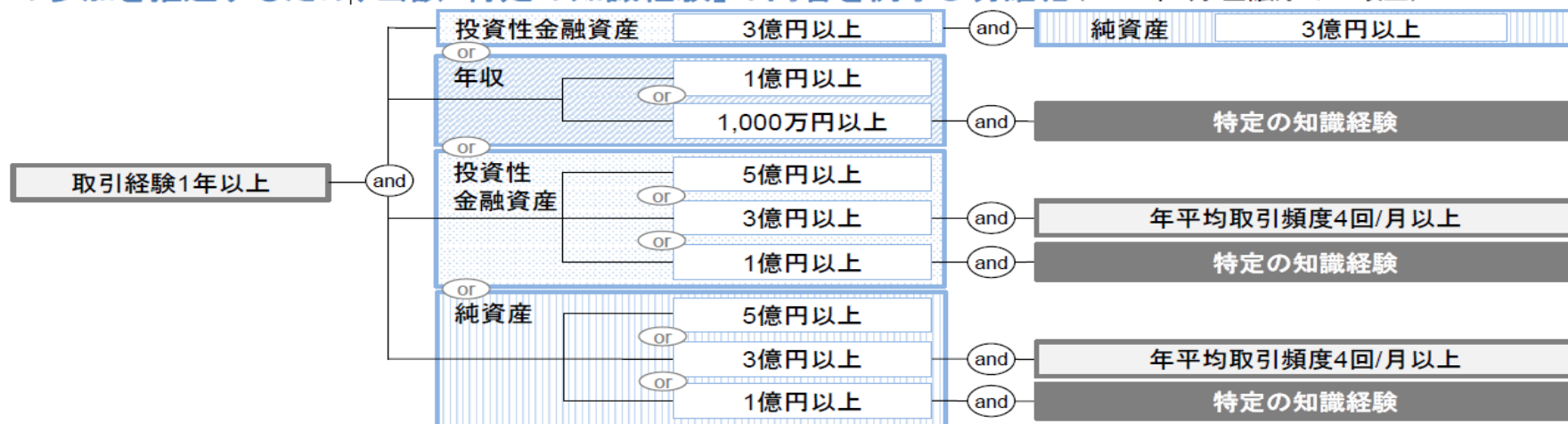
(1) プライマリー ①個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)

【ご参考】個人が特定投資家になるための要件について(本懇談会第3回資料より抜粋)

個人が特定投資家になるための要件の明確化

- 一定の年収・資産を有する個人は、特定投資家になる場合に「特定の知識経験」が必要。しかし、その内容が不明確で分かりづらいため、当該要件の利用が進んでおらず、結果的に投資家の裾野が拡大していない
- 投資判断能力やリスク許容度が高い個人投資家の、特定投資家への移行を円滑化し、スタートアップ投資への参加を推進するため、当該「特定の知識経験」の内容を例示し明確化 (2025年3月 金融庁Q&A改正)

個人が特定投資家になるための要件



「特定の知識経験を有する者」(以下のいずれかに関する実務に通算1年以上従事した者)

金融業に係る業務に従事

経済学又は経営学の教授・准教授等

以下の資格保有者

・証券アナリスト、証券外務員(1・2種)、FP技能士(1・2級)、中小企業診断士

経営コンサルタント業に従事する者
その他の者で、左記と同等以上の知識経験を有する者【バスケット条項】

「同等以上の知識経験を有する者」の例示(以下のいずれかに関する実務に概ね通算1年程度従事した者)(注)

有価証券報告書提出会社(上場会社等)の役員

企業財務・経営戦略策定等の業務経験のある以下の者^(※1)
・上場会社等の従業員
・スタートアップの役職員

M&A・IPOの業務経験者^(※1)

以下の資格保有者
・公認会計士
・税理士
・資産形成コンサルタント

認定経営革新等支援機関^(※2)

(※1) 当該業務において中核的な役割を担う者として従事した者に限る

(※2) 中小企業に専門性の高い支援を行う者として中小企業経営強化法に基づく認定を受けた者

(注) 特定投資家への移行は、「有価証券への投資」「デリバティブ取引」「投資顧問契約」「投資一任契約」の4つの類型に分けられるが、上記例示は、「有価証券への投資」について特定投資家に移行する場合の「同等以上の知識経験を有する者」を示したもの。なお、証券会社は上記例示に該当しない者についても、その知識経験の内容次第で「同等以上の知識経験を有する」と認めることが可能。

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー ①個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)

□. 特定投資家による投資の活性化に向けた検討

(2) 個人の特定投資家への移行に関する手続の見直し

- 現行の特定投資家制度では、一般投資家から特定投資家に移行した者については、当該投資家の知識や財産の変化に対応するために、「特定投資家として取り扱われる期間(約1年)」が存在しており、当該投資家が特定投資家であり続けるためには、当該期間の末日(期限日)を迎える前に、都度、「更新申出」が必要となっている。
- この点、2021年の金融審議会市場WGにおいて、当該手続における要件確認に関する見直しが議論されたところ、負担軽減の観点から一定の自己申告を許容することが適当と提言された。一方で「更新申出」制度については、投資家保護の観点から定期的な確認が必要であると指摘されていた。
- その結果、証券会社は当該「更新申出」があった場合のみ、当該顧客の財産等に大きな変化が無いか確認したうえで、引き続き特定投資家として扱うか等を判断することが可能となった※。 ※顧客からの申出が無い場合、証券会社は法令に基づく特定投資家の登録を解除しなければならない。
- 上記を踏まえ、「更新申出」に関して更なる規制緩和を図る余地について、投資家保護の観点を踏まえつつ、どのように考えるか。

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー ①個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)

ハ. 準特定投資家(仮称)による投資の活性化に向けた検討

(懇談会で寄せられた御意見)

- ・本懇談会においては、スタートアップへの投資について、「広く一般の個人投資家ではなく、一定の知識経験やリスク分析能力やリスク許容度がある者による投資が望ましい」との意見が寄せられている。
- ・スタートアップからも「スタートアップの経営に関する知見があり、支援等も可能な投資家から資金調達を行いたい」とのニーズが確認された。
- ・また、非上場株式の適切な勧誘体制整備が整った証券会社のみ取扱い可能とし、当該証券会社のリスト公表等が必要である旨の意見も寄せられた。

(寄せられた御意見を踏まえた検討の方向性)

- ・上記の意見を踏まえると、スタートアップの柔軟な資金調達ニーズに合致する投資家の裾野拡大には、投資家保護に留意しつつ、リスク分析能力やリスク許容度があると考えられる「特定投資家の移行要件を満たすが移行申出を行っていない投資家」(準特定投資家(仮称))へのアプローチも一案であり、そうした観点から、特定投資家と準特定投資家(仮称)を対象とした勧誘を可能とする自主規制規則の改正を検討することについて、どのように考えるか。

(例)

- ・少人数私募や私売出し・少額公募を利用して、特定投資家と準特定投資家(仮称)による非上場株式投資を可能とする勧誘制度

※なお、投資家保護の観点から、投資家への情報提供や、準特定投資家(仮称)であることを確認するための手続き(表明書等)に関する枠組みを設ける必要があるか。

- ・投資家保護の観点から、非上場株式の適切な勧誘体制整備が整った証券会社のみ勧誘を許容し、そのうえで当該会社リストを公表することについて、どう考えるか。

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー ①個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)



エンジェル税制等の拡充や見直しによる個人・エンジェル投資家からの投資促進に関する検討

懇談会で寄せられた要望・意見を踏まえ、以下のような点について検討することとしてはどうか。

例えば・・・

- 個人投資家によるビークルを通じたスタートアップへの投資を支援する措置
- スタートアップの環境変化等に合わせた制度の拡充・見直し措置
- 証券会社の役割拡大に伴う措置

2. 本懇談会としての論点

○ 具体的な施策②

(1) プライマリー

【課題】

成長ステージに応じた資金供給不足の解消

【論点】

① 個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)

② 大規模投資家等

(2) セカンダリー

(3) その他

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー ② 大規模投資家等

② 大規模投資家等

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、大規模な資金が必要となるミドル・レイター期に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。

【海外の状況】

- ・米国の私募市場参加者の属性は多様だが、機関投資家(QIB)による投資が圧倒的
- ・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。
- ・海外では「Growth Equity Investors」や「Private Equity」と言われる投資家層が上場前やM&A等のステージを形成。
- ・また、超富裕層や小規模ファンドがSPVを活用した投資(発行体によっては株主の30%がSPV名義)も存在しており、SPVは直接投資に比べてSECへの登録義務等が軽減されている。

2. 本懇談会としての論点

(1) プライマリー ② 大規模投資家等

【対応の方向性（案）】

 :利用が想定される主な場面／ステージ

【目指すべき姿として寄せられた意見】	【懇談会で寄せられた意見】	【対応の方向性(案)】
・「Growth Equity Investors」や「Private Equity」と言われる投資家層やその他多様な投資家層の形成及び当該投資家層による投資を拡大させるべき	・日本と米国における投資家の規模感の違いは大きい。 ・日本のスタートアップにおいても海外の大規模な投資家からの投資を希望している。  ミドル・レイター	・寄せられた意見を必要に応じて本懇談会の報告書に取りまとめ、問題提起を行うこととしてはどうか。 (・証券会社は顧客であるスタートアップに対して、アドバイザリー等の間接的な関与もあり得るところ、海外投資家を含めた投資家からの資金供給活性化の観点から、検討すべき事項はあるか。)
・超富裕層や小規模ファンドが活用するSPVスキームの実現に向けて検討するべき	・「株主一元化スキーム」や適格機関投資家等特例業務による同様の対応は可能  ミドル・レイター	
・VC、事業会社(CVC)による資金供給を拡大させるべき	・新規の投資主体(海外を含む)の出現 ・既存の投資主体の投資拡大  ミドル・レイター	

2. 本懇談会としての論点

○ 具体的な施策②

(1) プライマリー

(2) セカンダリー

【課題】

○ 非上場株式を取引する場の不足

【論点】

① 役職員等のセカンダリー取引

② VC等のセカンダリー取引

(3) その他

2. 本懇談会としての論点

(2) セカンダリー ○ 非上場株式を取引する場の不足

○ 非上場株式を取引する場の不足

従前より、非上場株式のセカンダリー取引については、非上場株式を取引する場が乏しく、発行体等による相対での買取りが中心であった。そのためプライマリー投資家のExitの機会が限定的であり、結果的にスタートアップへの資金供給のハードルを上げる要因となっていたほか、Exitにより得た資金を新たなスタートアップへ再投資するといった好循環が生じにくい状況にあった。これまで、株主コミュニティ制度の創設や、非上場PTS規則の制定、さらには、金商法の改正による「登録PTS」や「非上場仲介業」の創設等、仕組みの整備が進められてきたところだが、投資家保護に配慮しながら、こうした制度をより使いやすくし、また、取引参加者の拡大を図っていくことが、スタートアップエコシステムを支える活発なセカンダリー取引の場の実現に向けた課題となっている。

【海外の状況】

(インフラ)

- ・米国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ーファンドが多数存在しているため、VCや創業家、従業員等、多様な投資家がセカンダリー取引によって保有している株式を売却することができる仕組みが担保。
- ・ただし、非上場株式の取引プラットフォームにおいても、譲渡制限や先買権への対応もあり、取引成立にかかる期間は30～60日。また、セカンダリー取引が、ある程度の量で成立する銘柄の数は限られる。
- ・OTC Markets は非上場株式を取り扱う市場ではあるものの、スタートアップ株式の流通市場という観点では存在感に乏しい。
- ・規模が大きい・複雑なセカンダリー取引は専門の市場仲介者が関与し取引を成立させることも可能となっている。

(買い手)

- ・マーケットプレイス等での取引においては個人投資家の存在も確認できたが、大きな存在感ではない。
- ・また、単体では規模が小さい役職員等の換金ニーズに対して、市場仲介者等が取引を纏めることにより、大規模な投資家との取引を成立させるような対応も存在する。
- ・IPOまでの期間が長期化したことにより、機関投資家を中心に、上場株のマーケットから、非上場レイター企業への投資に資金が投入されつつある。なお、米国の自衛力認定投資家(Accredited Investor)は、米国全家計の18.5% (約2,400万世帯)と推計されるが、実際に非上場株のセカンダリー取引にアクティブに参加する投資家はごく一部。

2. 本懇談会としての論点

(2) セカンダリー ○ 非上場株式を取引する場の不足

【対応の方向性（案）】

【目指すべき姿】	【実現するための対応】	【対応の方向性(案)】
【取引インフラ関連】 ①役職員等のセカンダリー取引 ・「登録PTS」での保有株式の取引の実現	・「登録PTS」や「非上場仲介業」の利活用の促進	(登録PTS:第4回会合資料(本資料28ページ~)参照) (非上場仲介業:5/1法令施行、新規参入事業者の登録等に向け対応)
②VC等のセカンダリー取引 ・大規模又は複雑な取引を実現させる市場仲介者(証券会社及び新たな専業業者等)の参入の実現	・「非上場仲介業」の利活用の促進 ・既存の証券会社による取引の促進	(非上場仲介業:5/1法令施行、新規参入事業者の登録等に向け対応) (既存の証券会社:本資料8~13ページ参照)
③SPV持分のセカンダリー取引 ・「登録PTS」での保有持分の取引の実現	・「株主一元化スキーム」は、出資持分の流動化などの面において難点	・(本論点に関して検討すべき事項はあるか。)
【買い手となる投資家関連】 ①役職員等のセカンダリー取引 イ. 小規模な取引に応じる投資家層の形成	・特定投資家・準特定投資家(仮称)による取得の促進	(本資料8~13ページ参照)
ロ. 小規模な取引ニーズを束ねて機関投資家等と取引を行うスキームの実現	— (海外の状況について確認した)	・(以下の事項に関して検討すべき事項はあるか。) —既存のVC、PEファンド、事業会社等による投資の拡大や新規投資家の出現、海外投資家の誘致について
②VC等のセカンダリー取引 ・VC等のセカンダリー取引のニーズに応える投資家層(クロスオーバー投資家やセカンダリーファンド)の形成の実現	・投資家はそれぞれ得意としているステージがある ・クロスオーバー投資の普及不足(レイト期の資金不足)	

非上場有価証券の流通活性化

□ 非上場有価証券の仲介業務の参入要件を緩和し、非上場有価証券の流通を活性化

課題

- 現状、非上場株式の売却は限定的
(潜在的な投資家にアプローチできず、換金が容易でない)
⇒ 換金のために小粒上場を行い、その後の成長停滞の原因となっているとの指摘

非上場企業の株主（役職員、VCファンド等）

売却

発行企業
(スタートアップ企業等)

売却

セカンダリー
ファンド等

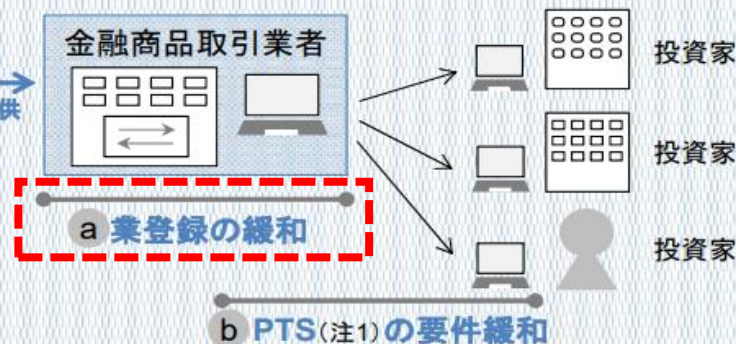
アプローチ
する方法が
限定的

売却機会の提供

潜在的な投資家

対応

- 非上場株式の仲介業務を行う事業者の参入を促進し、株主に売却・換金の機会を提供



a 非上場有価証券の仲介業者の登録要件緩和

- プロ投資家(特定投資家)を対象(注2)として、非上場有価証券の仲介業務に特化し、原則として有価証券や金銭の預託を受けない場合には、第一種金融商品取引業の登録要件等を緩和(資本金要件の引下げ(5000万円→例えば1000万円)[政令改正事項]、自己資本規制比率等)(注3)【改正金商法第29条の4の4等】
(注2) 換金ニーズに応えるため、一般投資家も「売却」は可能
(注3) 外国投資信託等を日本のプロ投資家に仲介する場合も対象とする

b 非上場有価証券の電子的な取引の仲介業務(PTS)の参入要件緩和

- 非上場有価証券の電子的な取引の場を提供する場合、取引規模が限定的なときは、PTSの認可を要せず、第一種金融商品取引業の登録により運営可能とする
- 現在の認可で求めている追加的な資本金要件(3億円)を課さないこととともに、システム要件(システムの二重化[監督指針改正事項])等を緩和(注4)
【改正金商法第30条第1項等】
(注4) 取引の管理等に関する必要な規制は適用

(注1) PTS(Proprietary Trading System(私設取引システム))とは、電子的技術を活用して取引の仲介サービスを提供する取引システム

(出所)金融庁ホームページ 第213回国会における金融庁関連法律案 説明資料より抜粋(※赤枠は事務局にて追加)

250218_hijyoujyoutokurei_sankou.pdf

2. 本懇談会としての論点

○ 具体的な施策②

(1) プライマリー

(2) セカンダリー

(3) その他

【課題／論点】

○制度周知について

○第4回会合後提出された要望

2. 本懇談会としての論点

(3) その他

○制度周知について

本懇談会において、「結果的にどのような施策になろうとも、その施策がきちんと認知されて利用されるというのが非常に重要」や「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」といった意見が寄せられた。

【対応の方向性（案）】

【目指すべき姿】	【実現するための対応】	【対応の方向性(案)】
スタートアップの成長資金の供給に資する各施策、発行体・投資家・市場仲介者など各市場関係者に適切に情報が伝わり、認識がされている状況	これまで本懇談会で検討いただいた施策及びこれまでの非上場株式取引の制度について、一層の周知に取り組む	・これまでの日証協のウェブサイトでの情報発信等に加え、制度普及のイベント開催など積極的な周知活動を実施する ・イベント開催のほか、効果的な周知活動の在り方として、具体的にどのような取り組みが考えられるか

2. 本懇談会としての論点

(3) その他

○第4回会合後提出された要望

①要望の前提

- 当社は、非上場仲介業者※として、スタートアップ企業の株式のセカンダリープラットフォームをサービスとして供することを予定している。
- 非上場株式の勧誘制度としては株主コミュニティ制度の利用を前提とし、web上での取引となることから登録PTS（自社顧客型）の利用も前提としている。
- 上記のうち、「登録PTS（自社顧客型）」の規制に関しては、「価格情報の公表」について「顧客の要請に基づき提供すること」など、当社からの要望も含め既に一定の措置を講じていただいているところであり、現時点において特段の要望は無い。
- 一方で、非上場株式の勧誘制度として利用する「株主コミュニティ制度」の規制に関して、こちらも当社からの要望も含め既に一定の措置を講じていただいているところであるものの、今般、当社において実際のサービスの提供に向けて検討を進める過程において、以下のような課題が確認されたため、見直しについて検討をお願いしたい。

※法令により対象顧客を特定投資家等に限定。

②要望の概要

（見直しを要望する株主コミュニティ制度の規制）

- 株主コミュニティ規則（第29条）では、「株主コミュニティの取引情報について、週次で日証協に報告を行うことその他、日証協がその内容について協会ウェブサイトにおいて公表する」とこととされているが、これについて、自社顧客型登録PTSと同様に公表までは要さない措置を講じていただきたい。

（要望の背景）

- 本懇談会の登録PTSにおける議論でも意見があったように、スタートアップ企業にあってはセカンダリー取引の価格等の情報が一般に公表されることを望まない（そのような前提ならば制度は利用しない）ため。
- なお、既存の株主コミュニティ制度の銘柄全般に対して要望するものではなく、登録PTSでの議論やあくまで当社サービスが前提とする「特定投資家など特定の顧客を対象とした場合」を前提をお願いするものである。

【株主コミュニティに関する規則】

(本協会への報告)

第29条 運営会員は、**自社が取り扱っている株主コミュニティ銘柄の店頭取引及び募集等の取扱い等の状況について、**毎週月曜日(募集等の取扱い等については、当該募集等の取扱い等の期間が終了した日の属する週の翌週の月曜日)(当該月曜日が休業日の場合は、翌営業日)に、**本協会が別に定めるところにより、本協会に報告しなければならない。**

2 **本協会は、前項により報告された内容について公表する。**

(注)本協会のウェブサイトにおいて、株主コミュニティの銘柄毎に、参加者数、約定日、約定価格、約定数量、約定金額について週次で公表している。

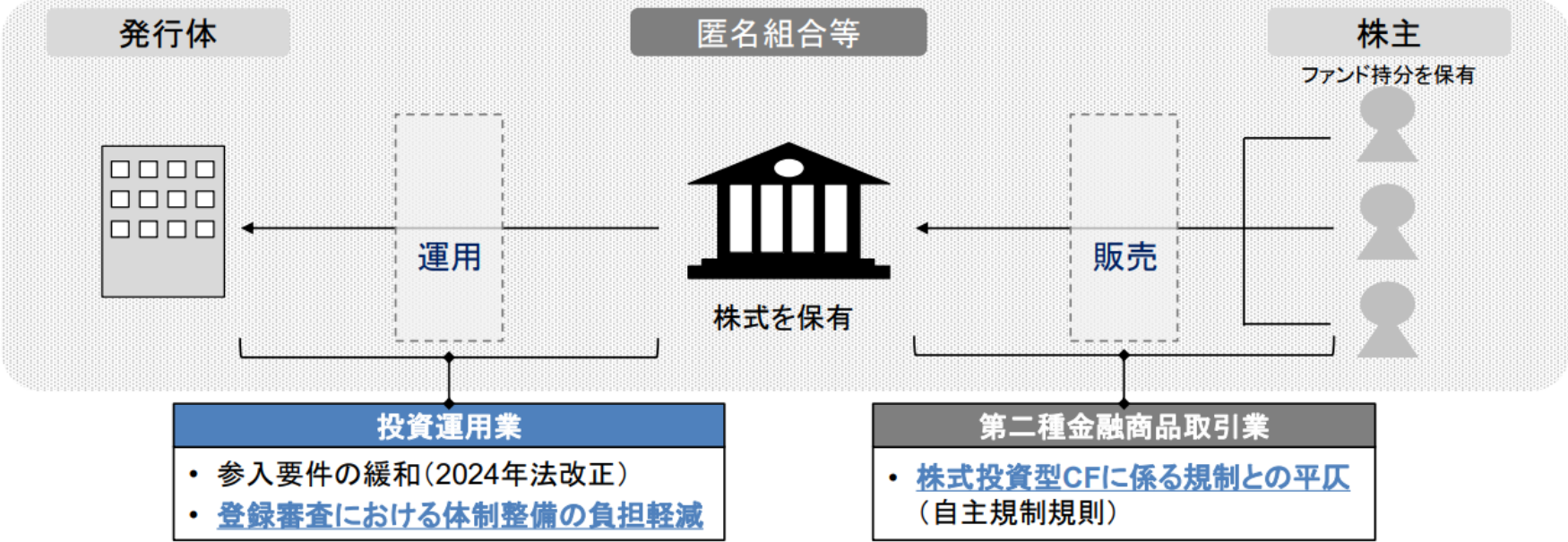
<参考>

第3回で添付した「株主一元化スキーム」
に関する資料

株主一元化スキームを活用したクラウドファンディング

本懇談会第3回資料1より

- 単一企業のみ投資をするターゲット型ファンドの運用にあたっては、多数の投資家の資産を預かった上で、投資後のモニタリング、議決権行使、事業売却の賛否を含め不測の事態等における判断・対応を行う必要があるため、投資家保護の観点から、投資運用業の登録が必要と考えられる
- 一方、株主一元化スキームを活用したクラウドファンディング(CF)においては、主体的な投資判断や銘柄入替等を行う場合と同等の体制整備は不要と考えられるため、実態に即した人的構成・業務運営体制での登録を可能とすることを「投資運用業等 登録手続ガイドブック」にて明確化(2025年3月)^(注1)
- また、株式投資型CFとファンド型CFにおける発行総額上限や投資者の投資上限等の自主規制規則の差異について^(注2)、株主一元化スキームを活用したCFの場合、株式投資型CFと同様の規制を適用(2025年3月)



(注1)「投資運用業等 登録手続ガイドブック」では、株主一元化のために、一の株式会社が新規発行する非上場株式等に対する投資を行うファンドであって、株式投資型CFと同等の経済的性質を有するものを組成する場合において、投資運用担当者等の要件については必ずしも投資運用業としての運用経験がなくとも、第一種金融商品取引業者での勤務経験など、実態に即した相応の体制があれば足りる旨を記載

(注2)株式投資型CFは日本証券業協会、ファンド型CFは第二種金融商品取引業協会の自主規制規則により規制

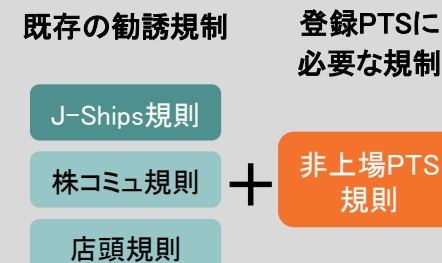
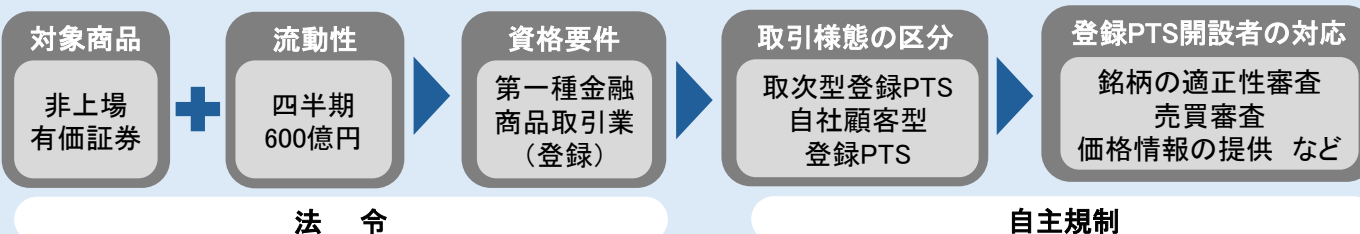
＜参考＞

第4回で添付した登録PTSに関する資料

登録PTSの制度の目的・概要

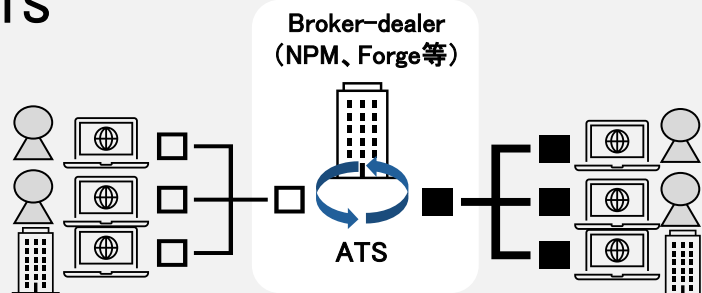
- 非上場株式のセカンダリー取引の市場規模は世界的に増加傾向にあり、米国には、ATSを活用し、インターネット上でプロ投資家が非上場株式のセカンダリー取引を行うことができるプラットフォーム（Forge Global、NASDAQ Private Market、CartaXなど）が存在。
- 日本においても、非上場有価証券のセカンダリー取引を活性化させるために、非上場有価証券のセカンダリー取引の場を提供する事業者の参入を促進する観点から、非上場有価証券のみを扱うPTSであって、流動性や取引規模等が限定的なものについては、認可を要さず第一種金融商品取引業の登録制の下で参入可能とし、資本金や純財産要件等の財産規制やシステムに関する要件等を緩和する。
- J-Ships銘柄（特定投資家向け有価証券）の取引は認可PTSでも認められていたが、登録PTS制度の創設により参入障壁が緩和され、セカンダリー取引のさらなる活性化が期待される。

【制度の概要】

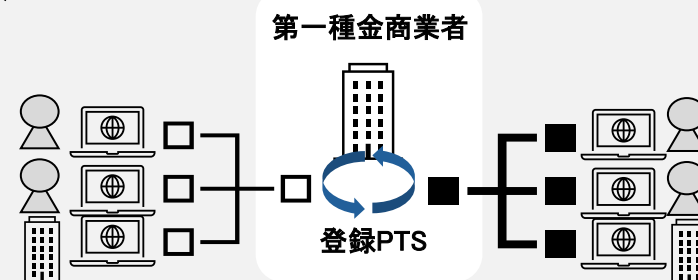


利用のイメージ図

米国ATS



登録PTS



登録PTSに関する自主規制のイメージ図

本懇談会第4回資料より

【自社顧客型】



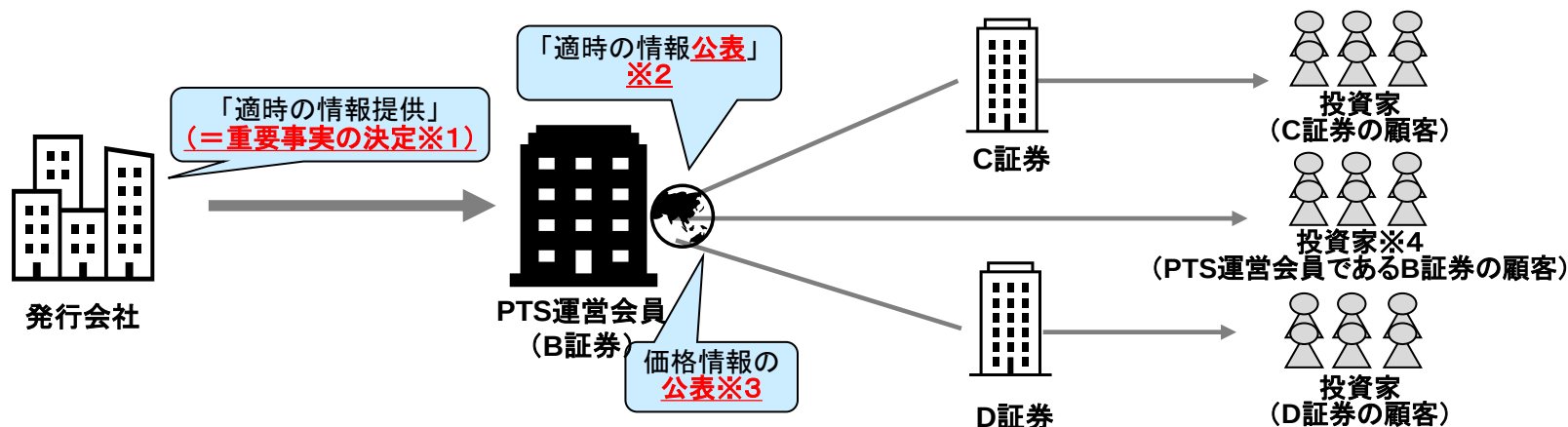
○「自社顧客型登録PTS」は、対象顧客をPTS運営会員の顧客に限定(現状の店頭取引の延長を想定)することを踏まえ、以下の措置を講じている。

※1「適時の情報提供」が必要な場面:「継続企業の前提に重大な疑義が生じた場合」や「会社法上の計算書類や事業報告書を作成した場合」。
(公募案件除く)

※2「適時の情報提供」の提供方法:当該情報を顧客に“提供”した場合には、“公表”を要さない。

※3「価格情報」の提供方法:顧客から求められた場合には速やかに提示する。(“公表”を要さない。)

【取次型】



○「取次型登録PTS」は、対象顧客がPTS運営会員の顧客に限られない(認可PTSと同等の広がりがある)ことを踏まえ、以下の措置を講じている。

※1「適時の情報提供」が必要な場面:「投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生があった場合」など

※2「適時の情報提供」の提供方法:当該情報を公表する。

※3「価格情報」の提供方法:公表する。

※4 PTS運営会員(B証券)の「自社顧客」ではあるものの、B証券におけるPTS運営業務が他社顧客も対象にするため「取次型」に該当し、他社顧客と同様の情報提供等を行う(業務を顧客区分で細分化しない)。

登録PTSに関する自主規制の見直し(適時の情報提供)

本懇談会において「取次型登録PTS」における「適時の情報提供」について、「自社顧客型登録PTS」並みに規制緩和すべきとの意見が寄せられた。また、新規参入を計画する事業者からも同様の声が寄せられている。

【現行の「適時の情報提供」の提供事由(非上場PTS規則)】

【取次型登録PTS】 (主として、一定規模の流動性を提供するサービスを想定) (公募やJ-Ships銘柄などの開示銘柄での利用を想定)	【自社顧客型登録PTS】 (主として、現状の店頭取引の代替的なサービスを想定) (適時の情報提供義務は私募銘柄に限る)
①臨時報告書の提出事由に該当した場合	— (公募銘柄には適時の情報提供は不適用:顧客は公表情報を参照)
②特定証券情報等の訂正事由に該当した場合	①特定証券情報等の訂正事由に該当した場合
— (継続開示により提供されるため不要)	②会社法に基づく計算書類又は事業報告を作成した場合
③投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生があった場合 (具体的内容は適時開示等を参考に協会GLにて規定)	③継続企業の前提に重大な疑義が生じた場合
④PTS 運営会員が必要と認める場合	④PTS 運営会員が必要と認める場合



【議論の方向性】

□□:懇談会委員から特に問題提起があった事項

非上場PTS規則においては、顧客の広がりや取引の頻度を勘案し、必要に応じ、取次型登録PTSと自社顧客型PTSで異なる規制を課し、現状、取次型登録PTSは、認可PTSと同等の事項について適時の情報提供が求められている。

取次型登録PTS全般としては顧客の広がりや取引の頻度について様々な取引態様が考えられるものの、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などについては、自社顧客型登録PTSに求められる適時の情報提供事項に近づけることが考えられるか。

登録PTSに関する自主規制の見直し(価格情報の公表の改正)

本懇談会において「取次型登録PTS」における「価格情報の公表」について、「自社顧客型登録PTS」並みに規制緩和すべきとの意見が寄せられた。また、新規参入を計画する事業者からも同様の声が寄せられている。

【現行の「価格情報の公表」(非上場PTS規則)】

	【取次型登録PTS】 (主として、一定規模の流動性を提供するサービスを想定) (公募やJ-Ships銘柄などの開示銘柄での利用を想定)	【自社顧客型登録PTS】 (主として、現状の店頭取引の代替的なサービスを想定) (適時の情報提供義務は私募銘柄に限る)
約定価格	公 表 (毎営業日) 顧客からの求めにより速やかに提示	顧客からの求めにより速やかに提示
気配情報 (最良気配及び数量)	顧客からの求めにより速やかに提示	顧客からの求めにより速やかに提示
最終気配	公 表 (毎営業日)	—
出来高	公 表 (毎営業日)	—



【議論の方向性】

 : 懇談会委員から特に問題提起があった事項

前ページのとおり、取次型登録PTS全般としては顧客の広がりや取引の頻度について様々な取引態様が考えられるものの、取次型登録PTSであっても、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などについては、自社顧客型登録PTSに求められる価格情報の公表に近づけることが考えられるか。