



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6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(案) - 第4回及び第5回を踏まえた整理 -

2025年6月23日
日本証券業協会

これまでの議論と検討事項

【関係者から見た課題・諸外国における実態調査】

【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)

【報告書のとりまとめに向けた論点整理】

【会合】	【議題】	【具体的内容】
5/13 (第4回)	○これまでに寄せられた御意見を踏まえた論点整理等①(案)	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)
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(案)	・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

これまでの議論と検討事項

スタートアップ懇談会の報告書スケルトン

I. 本懇談会の位置付け

1. 規制改革推進会議等からの要請
2. 本懇談会で行われた議論のテーマ

II. 本懇談会でのスタートアップ企業等への 成長資金供給等の議論・現状認識

1. プライマリー取引

- (1) 海外の状況(海外調査報告から)
- (2) 日本の現状と課題

2. セカンダリー取引

- (1) 海外の状況(海外調査報告から)
- (2) 日本の現状と課題

(右に続く)

III. スタートアップ企業等への資金供給等 のあり方(全体像)

IV. 本懇談会での議論等を踏まえた対応 の方向性

- ・具体的な方向性を示す項目
- ・懇談会での議論を踏まえさらに検討を行う項目
- ・その他(現状認識、課題、委員の意見等を提示する項目)

V. 終わりに

これまでの議論と検討事項①（第4回会合）

【会合でお示した事項】

KGI・KPI

「IPOの資金調達(1,800億円)」と同等程度の役割を非上場でも果たす

原則勧誘禁止

「原則勧誘禁止」から「規則に定める取引制度に基づく勧誘」への転換

市場仲介者の役割

- a. 既存市場仲介者や「非上場仲介業」の役割拡大
- b. 「登録PTS」に係る規制(自主規制を含む)の見直し

【会合での論点・議論】

- ① 仲介業における数値目標の位置付け
- ② 実態を踏まえた設定(勧誘制度以外でのサポート)
- ③ セカンダリー取引の位置付け

- ① 投資家への勧誘のあり方
- ② 未公開株詐欺への対応
- ③ 適切な情報提供(投資家、市場関係者)

〔 a.については次頁「プライマリー」及び「セカンダリー」の施策で議論 〕

・b.の登録PTSについて、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の規制緩和(取次型登録PTS、株主コミュニティ)を検討することについて、大きな異論は無かった

【取りまとめ案】

- ① 閣議決定を踏まえた対応
- ② サポート業務等を含めたKGIの設定
- ③ 参考指標の策定等

- ① 規則に基づく勧誘制度の実現
- ② 非上場株式を勧誘する証券会社リストの策定・公表
- ③ 投資家及び市場関係者に適切な情報提供を実施

・b.の登録PTSについて、報告書に取り纏めたうえ、制度改正に向けた検討を行う

これまでの議論と検討事項②（第5回会合）

【会合でお示した事項】

【会合での論点・議論】

【取りまとめ案】

プライマリー

・大規模投資家等による投資の拡大

- a. 大規模投資家層の形成等
- b. 超富裕層や小規模ファンドが活用するSPVスキーム
- c. VC、事業会社(CVC)による資金供給拡大

- ① スタートアップからのニーズが高いのは国内外の「大規模投資家」
- ② 大規模投資家については“規制改革”ではなく、投資を促すような“推進施策”が特に重要
- ③ オープンイノベーション促進税制の期待

①～③について、懇談会での現状認識・課題について報告書に取り纏め、必要に応じて目指すべき方向性を示すこととする

・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

- a. J-Shipsの利活用
- b. 特定投資家による投資の活性化
- c. 準特定投資家(仮称)による投資の活性化
- d. 「SPVを介したCF」を通じた投資
- e. 「投資信託」を通じた投資拡大
- f. エンジェル投資家による投資促進

- ① a.～c. リスク許容度等が認められる投資家による投資の活性化策について賛成の意見が多かった
- ② d. SPVを通じた投資の利点・課題(投資信託との差異、税制、セカンダリー等)
- ③ e. 非上場株式の組入れに関する実務上の課題
- ④ f. エンジェル税制への期待

① a.～c.について報告書に取り纏め、実務上のニーズやその他の制度を踏まえた制度の在り方について金融庁及び日証協にて検討

②～④懇談会での現状認識・課題について報告書に取り纏め、必要に応じて目指すべき方向性を示すこととする

セカンダリー

・役職員等のセカンダリー取引の実現 (「登録PTS」及び「非上場仲介業」の利活用)

・VC等のセカンダリー取引の実現

- ① 既存の取組み等を進める方向性について大きな異論は無かった
- ② 「プライマリー」と同様に大規模投資家等の存在が必要不可欠との意見

① 懇談会での議論を踏まえ、報告書に取り纏める

② 懇談会での現状認識・課題について報告書に取り纏め、必要に応じて目指すべき方向性を示すこととする

制度周知

・関係者への適切な情報提供・認識の促進

- ① 制度周知の一層の推進
- ② 報告書の内容の市場関係者への周知

①・② 報告書へ取り纏め・積極的な周知活動

報告書に記載する「Ⅲ. スタートアップ企業等への資金供給等のあり方(全体像)」の大きな方向性について

本懇談会での御議論を踏まえ、スタートアップへの成長資金の供給に関する議論において認識すべき事項(「現状認識」)として、大要以下のとおり記載することを想定。

- ・スタートアップ企業等は事業等の不確実性が強く、投資に当たっては、リスクを正しく理解し、かつリスク許容度のある投資家による、自己責任に基づく投資が前提であること。
- ・また、一般論として、スタートアップが望む資金調達としては、企業価値の向上や株主構成の観点から、大規模投資家等による資金供給(大規模投資家等の市場参加)やSPVや投資信託などビークルを通じた投資やエンジェル投資家による投資の拡大が特に重要であること※。
- ・上記については、証券業界における議論に留まらず、広く一般に「スタートアップへの成長資金の供給に関する議論」を行う際に共通するものと考えられること。
- ・そのような前提を明確にしたうえで、「リスク許容度・投資判断能力のある投資家」による投資の拡大も必要であり、例えば、以下のような投資推進策が考えられること。
 - －J-Shipsや特定投資家制度の利活用
 - －特定投資家と同等程度にリスク許容度・投資判断能力のあると見込まれる投資家による投資

※BtoC事業・サービスを提供するスタートアップにおいては、資金調達と同時に顧客やファン獲得などのマーケティング的要素も満たすことができるため、株式投資型クラウドファンディングのような一般投資家を対象にした資金調達ニーズも存在する。

1. KPI・KGIの考え方

2. 大規模投資家等

3. SPV・投資信託・エンジェル投資家

4. リスク許容度等のある投資家

5. 制度周知

1. KPI・KGIの考え方

(1) 第4回会合にて提示した考え方

【第4回提示資料】



【日本におけるエクイティファイナンスの市場規模:4.1兆円(2024年)】

上場会社のエクイティファイナンス:3.16兆円※
(76.8%)

IPOによる資金調達(募集)額:1,741億円(4.2%) ※

スタートアップの資金調達額:7,793億円 うちJ-ShipsやECFによる資金調達額
(19.0%) 421億円(1.0%)

※ 全国上場会社のエクイティファイナンスの状況 | 日本証券業協会

- ・米国では、非開示会社・非上場会社の資金調達額が公開会社の調達額を超えるような状況であるが、日本の現状においては、スタートアップ企業(非上場企業)と上場企業の資金調達額には大きな乖離。
- ・そのような状況下、今後、「スタートアップ育成5か年計画」の取組みによりスタートアップ資金調達額は増加してくると思われる。
- ・そうした中で、IPOの資金調達と同等程度の役割を非上場の段階でも果たすことを目指すこととし、証券業界のKGI(市場仲介者が関与する資金調達額)の目標値を「現状のIPOによる資金調達額と同等額(1,800億円)」とする。

1. KPI・KGIの考え方

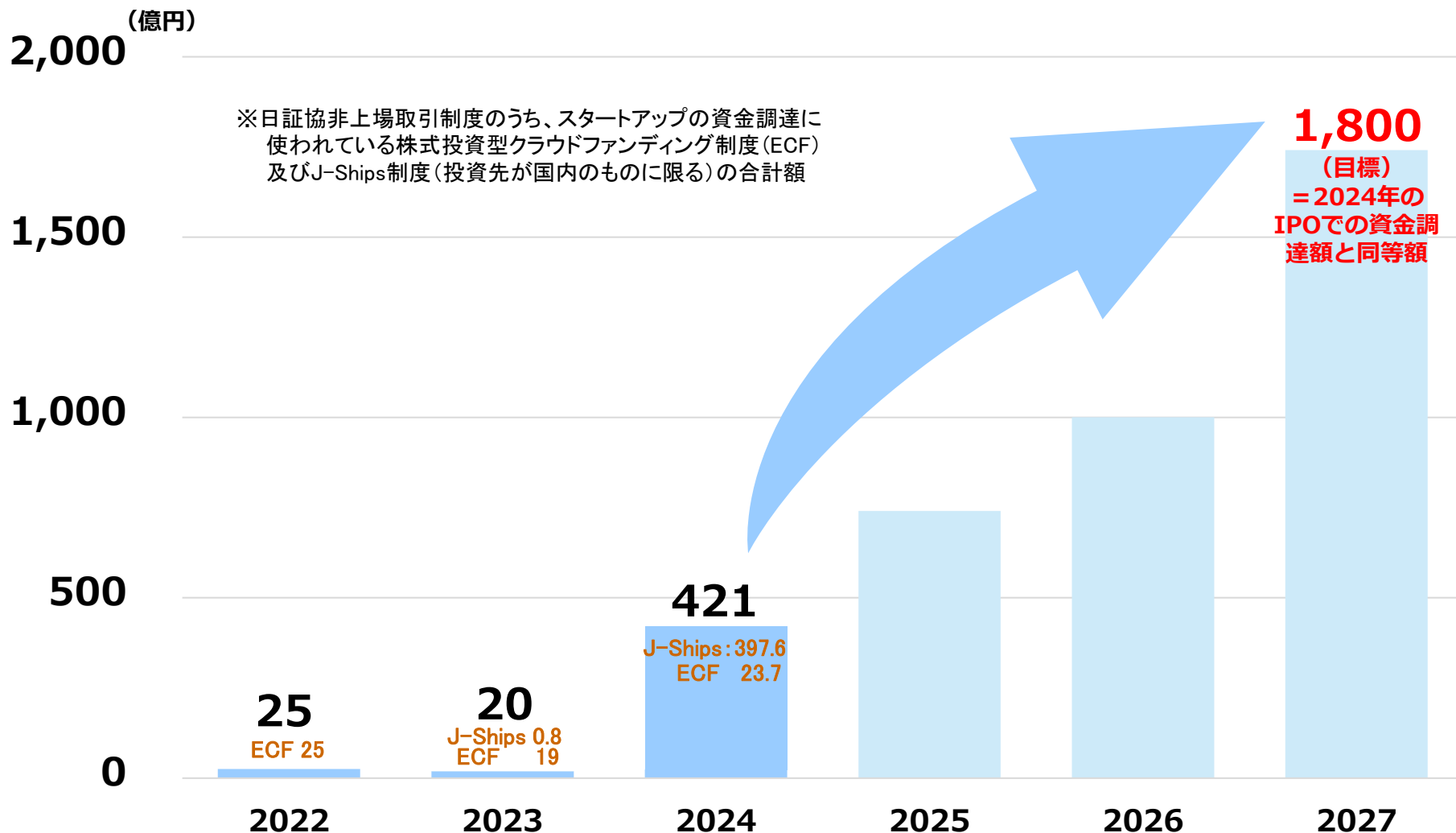
(1)第4回会合にて提示した考え方【A案】

【第4回提示資料】



証券業界のKGI（市場仲介者が関与する資金調達額）の目標値として「現状のIPOによる資金調達額と同等額（1,800億円）」を目指す

→ IPOの資金調達と同等程度の役割を非上場の段階でも果たすことを目指す



1. KPI・KGIの考え方

(1) 第4回会合にて提示した考え方【B案】

【第4回提示資料】



「スタートアップ5か年計画」では、スタートアップへの投資額を2022年度から2027年度までの5年で10倍を目標として設定

- 証券業界は2022年（25億円）の10倍（250億円）は既に達成。
- 更なる目標として、J-Shipsの実質稼働年である2024年を基準に、同等の目標（3年で6倍【10倍×3/5年】）を目指す。

3,000

※日証協非上場取引制度のうち、スタートアップの資金調達に使われている株式投資型クラウドファンディング制度（ECF）及びJ-Ships制度（投資先が国内のものに限る）の合計額

2,500

2,000

1,500

1,000

500

0

（億円）

2022

2023

2024

2025

2026

2027

25

20

J-Ships 0.8
ECF 19

421

J-Ships : 397.6
ECF 23.7

10倍（250億円）
達成済み

2,500
（目標）

1. KPI・KGIの考え方

(2) 考え方の前提、規制改革実施計画記載事項

規制改革実施計画(2024年6月21日閣議決定)

○流通市場の活性化等

金融庁は、日本証券業協会と連携し、非上場株式の発行・流通活性化のための制度整備等のスケジュールやビジョン・目標を共有し、その下で制度の運用状況を包括的にフォローアップする。その際、制度の整合性を取る結果、対応のためのコストが、もともとの制度が予定していた「より大規模なビジネス」の場合と同様に掛かり、それが少額多品種多頻度のものを処理しなければいけないフィンテックやスタートアップといった企業にとって致命的なものとなることを避けるため、制度をどのように策定したかではなく、課題をどのように解決できるようになったかという観点を重視するとともに、制度の継続的な改善を図るため、入手可能なデータに基づき、国内の金融商品取引業者が関わる非上場株式の売買金額や非上場株式に係る各種制度の活用件数、特定投資家の人数等、PDCAサイクルを回す上で適切なKGI・KPIを、業界関係者や必要に応じて経済産業省と連携し、設定する。

【第4回会合提示案における考え方の前提】

- 規制改革推進会議からKGI・KPIを設定する趣旨として「非上場株式の発行・流通活性化のための制度の継続的な改善を図るため」とされている。
- 流通市場の指標について、「まだマーケットが存在しない(これから市場を創設していく状況)」や「入手可能なデータであるか」といった課題が存在。
- そのため、「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」と題している本懇談会におけるKGIの指標として、「仲介業者(証券会社等)を通じた資金調達額」として、A案(IPOによる資金調達額と同等額)とB案(「スタートアップ5か年計画」に沿った水準)を提示

1. KPI・KGIの考え方

(3) 第4回会合にて寄せられた御意見

【本懇談会で寄せられた御意見】

<KGIと設定すべき数値・取引金額等>

- A案に賛成(多数の委員から寄せられた)。
- 仲介業者(証券会社等)におけるスタートアップの資金調達のサポートは、日証協の勧誘制度(J-ShipsやECF)に限られず、FA業務等が主なものであり、仲介業者等の役割を考える際に加味すべき。
- 制度設計の実効性をよりの確に評価するために、「セカンダリー取引の金額」も設定すべき。
- 対象にクロスオーバー投資の商品等も含めてはどうか。
- 追加で指標を定めるべき(未公開株に関する苦情相談件数/資金提供の質も確認できる指標)

<特定投資家の数>

- 定点観測的に「特定投資家の数」又は「非上場株式市場に参加する投資家の数」を公表することに意味はあるのではないか。
- 非上場株式取引と異なる理由でプロ成りした投資家をどう数えるか。
- 「特定投資家の数」が指標になると、数字達成のために本来保護されるべき投資家が巻き込まれる恐れがある。

<その他(マーケット全体)>

- 「証券業界以外も含めた全体目標をどう考えるか」、「全体の中でどのような役割を果たすのか」が重要。
- 適格機関投資家等特例業務届出者から財務局に提出している事業報告書の数字を集計公表することで、スタートアップの資金調達をより正確に把握することができるのではないか。
- 数値目標について、市場の状況は日々変化しているため、その時々々の外部環境の影響も受けることに留意が必要。

1. KPI・KGIの考え方

(4) 寄せられた御意見を踏まえた対応 (案)

【寄せられた御意見を踏まえた考え方】

- 当面のKGIとしてはA案(IPOによる資金調達額と同等額)とする。
- スタートアップへの資金供給は、大規模投資家やSPVを通じたものが中心となるべきであり、個人投資家からの投資はそれを補充する位置付けとして考えるべき。現状、仲介業者(証券会社等)におけるスタートアップの資金調達のサポートは、大規模投資家等アドバイザー業務や紹介業務(マッチングイベント等)を契機とするものも多いところ、これらを含めた広義の資金調達額をKGIとする。
- 「セカンダリー取引の金額」に関しては現状の利用がほぼなく適切な目標を設定することが困難であり、また「苦情件数」に関してはスタートアップへの資金供給額を直接測定できる指標ではなく、KGIとして設定することに馴染まないこと等を踏まえ、上記KGIを取り巻く環境「参考指標」として定期的に観測・公表することとするかどうか。
- また、規制改革推進会議や本懇談会で寄せられた「特定投資家の数」については、「特定投資家制度」は証券会社が当該投資家が特定投資家に移行すべきか個別に判断すること等が求められている制度である中で、J-Shipsの利用状況で代替でき、また特定投資家への移行の過度な勧誘等が考えられるなど徒に数値を公表等することにより本来保護されるべき投資家が巻き込まれる懸念があるため、J-Shipsの利用状況を参考指標として公表することとしてはどうか。
- なお、上記KGI等については、現在のスタートアップの置かれた環境や市場仲介業者の業務の性質上、外部の市場環境等の影響を大きく受け得ることに留意することとする。

【寄せられた御意見を踏まえた対応案】

<KGI>

- ・ 非上場の段階においてもIPOによる資金調達額と同等の役割を果たすA案(2027年までに市場仲介者が関与する資金調達額1,800億円)を採択し、計上する金額としては、広義の資金調達額とする。

<参考指標として観測・公表する指標>

- ・ 非上場会社のセカンダリー取引の状況
- ・ 非上場株式を組み込んだ投資信託・SPV等ビークルを通じた資金調達額
 - ※ 適格機関投資家等特例業務届出者が当局に提出する事業報告書では、ファンドにおける「決算時点で保有する非上場株式の運用財産額」や「(投資家からの)総出資額」等の記載しか求めておらず、実際に非上場株式へ投資した金額の把握が出来ないものになっていることから、活用は難しいと考えられる。
- ・ J-Ships利用状況
- ・ 未公開株に関する苦情相談件数

1. KPI・KGIの考え方 ＜参考＞ 全体像のイメージ



➡ 日本全体のMissionである「スタートアップ5か年計画」の実現に向け、市場関係者の一部を担う証券業界としての取組みを策定

1. KPI・KGIの考え方

2. 大規模投資家等

3. SPV・投資信託・エンジェル投資家

4. リスク許容度等のある投資家

5. 制度周知

2. 大規模投資家等

(1) 第5回会合にて提示した考え方【プライマリー】

【第5回提示資料】

【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	

【上記を踏まえ第4回及び第5回でお示した具体的な施策】

(本懇談会で意見交換を実施)

2. 大規模投資家等

(2) 第5回会合にて提示した考え方【セカンダリー】

【第5回提示資料】

【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(レイト期資金不足)	

【上記を踏まえ第4回及び第5回でお示した具体的な施策】

(本懇談会で意見交換を実施)

2. 大規模投資家等

(3) 大規模投資家等に関して寄せられた御意見と対応

○プライマリー

【本懇談会で寄せられた御意見】

<スタートアップのニーズ・現状等について>

- ・スタートアップとしては、個人投資家が株主となることが、スタートアップ自身の成長を阻害する要因となる可能性があり、大規模投資家等からの資金調達が優先されるし、ニーズが高い。
- ・日本では、事業シナジーを目的とした事業会社・CVCが重要な役割を果たしている。
- ・大規模投資家等からの投資促進について、規制改革では限界があるため、投資を促すような推進施策が重要。

<大規模投資家等による投資を促すような推進施策>

- ・大規模投資家等の誘致の取組みとして、資産運用立国実現に向けた取組みに取組む。
- ・機関投資家から国内のVCに対する資金流入を促すため、官民ファンドの活用も重要。
- ・300兆円の企業の現預金の活用のため、またより適切な事業シナジーの追求・ポートフォリオの組み換えを促進する観点から、オープンイノベーション促進税制の対象(新規出資／M&A)をセカンダリー取引にまで拡充してはどうか。

<その他>

- ・スタートアップは投資を受けた後、海外投資家と継続的な関係が発生することとなるが、それに対応できる体制をもつスタートアップは限られる。
- ・日本のスタートアップについて、海外投資家等からの資金供給を求めるような規模になると、市場仲介者を介さず自ら対応する傾向が強い。

○セカンダリー

【本懇談会で寄せられた御意見】

- ・セカンダリー取引を日本で活発化するには海外投資家の誘致が必要不可欠(日本における投資家・ファンド規模の小ささ、海外投資家側の慣れによる取引機会の多さ等)。
- ・日本の有望なスタートアップは自身で価値評価や資金調達の事務までできてしまうため、セカンダリーについても、基本的に発行体主導・相対で行うことが多い。また、先買権等の関係で既存のVCが持分の受け皿になるケースも多いため、“セカンダリー取引”として市場に出てこないことも多い。

2. 大規模投資家等

(3) 大規模投資家等に関して寄せられた御意見と対応

【寄せられた御意見を踏まえた対応(案)】

- 懇談会で寄せられた上記御意見等を踏まえ、「現状認識・課題」として報告書に取り纏め、必要に応じて目指すべき方向性を示すこととする。

1. KPI・KGIの考え方

2. 大規模投資家等

3. SPV・投資信託・エンジェル投資家

4. リスク許容度等のある投資家

5. 制度周知

3. SPV・投資信託・エンジェル投資家

(1) 第5回会合にて提示した考え方【プライマリー】

【第5回提示資料】

【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)

【上記を踏まえ第4回及び第5回でお示した具体的な施策】

- ・SPVを通じた投資： — （本懇談会で意見交換を実施）
- ・投資信託：非上場株式の組入れに関する協議、投資家の投資を支援する税制措置(エンジェル税制等)
- ・エンジェル投資家による投資：投資家の投資を支援する税制措置(エンジェル税制等)

3. SPV・投資信託・エンジェル投資家

(2) 第5回会合にて提示した考え方【セカンダリー】

【第5回提示資料】

【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(レイター期の資金不足)	

【上記を踏まえ第4回及び第5回でお示した具体的な施策】

(本懇談会で意見交換を実施)

3. SPV・投資信託・エンジェル投資家

(3) SPV・投資信託・エンジェル投資家に関して寄せられた御意見と対応

【本懇談会で寄せられた御意見】

<「SPV」を通じた投資の実現>

- ・スタートアップ側において株主管理の面から、SPV及び投資信託の果たす役割は大きく、個人投資家側から見ても直接的な取引よりも、投資信託・SPVを介した間接的なスキームを推進していくべき。
- ・一般的にリスクの高い非上場株式投資の施策としては、日本の個人投資家のリテラシーなどの環境を踏まえると、広く一般に認知度の高い投信よりSPVから始めることも考えられるのではないかな。
- ・SPVなどのファンド組成について、投資事業有限責任組合(LPS)は法令により国内企業に50%以上を投資することが必要であり、セカンダリーが無い日本では柔軟な対応が難しく、当該要件を満たさない可能性がある場合には保守的な対応として税制上不利な扱いとなる匿名組合で組成することになる。そうすると、内容ではなく税制上の取扱いの差異のみを理由に投資を嫌厭する投資家も存在するので、この辺りについての対応も検討してほしい。
- ・SPVのセカンダリー取引の課題について、個人を対象にした譲渡の手続きが整備されているとはいえないため、保有持分の換金や、スキーム・契約について、契約書のモデル等の作成も含め考えるべきではないかな。

<「投資信託」を通じた投資の拡大>

- ・公募投資信託への原則15%までの非上場株式の組入れについては、瞬間的な15%の超過をも避けるべく抑制的な運用となっている等の問題がある。

<エンジェル投資家>

- ・日本はエンジェル投資家であっても、米国と比べるとリテラシーが低く、拡大することについては疑問
- ・日本版QSBSについて、投資信託経由の投資でも認められるようにならないかな。また、プレシード・シード特例の設立年数要件の見直しをしようかな。
- ・エンジェル税制の拡充について、以下5点は特に重要。
 - ・設立年数要件の緩和
 - ・新株予約権取得時点での適用
 - ・課税繰延となっている措置の非課税への転換
 - ・セカンダリー投資の対象への追加
 - ・資産管理会社を通じた法人の投資の追加

【寄せられた御意見を踏まえた対応(案)】

- 懇談会で寄せられた上記御意見等を踏まえ、「現状認識・課題」として報告書に取り纏め、必要に応じて目指すべき方向性を示すこととする。

1. KPI・KGIの考え方
2. 大規模投資家等
3. SPV・投資信託・エンジェル投資家

4. リスク許容度等のある投資家

○ プライマリー

○ セカンダリー

○ 原則勧誘禁止

5. 制度周知

4. リスク許容度等のある投資家【プライマリー】

(1) 第5回会合にて提示した考え方

【第5回提示資料】

【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)

4. リスク許容度等のある投資家【プライマリー】

(2) リスク許容度等のある投資家に関して寄せられた御意見と対応

イ. J-Shipsの利活用に向けた検討

【第5回で提示した項目】

① 特定証券情報・発行者情報の見直し

- 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」のではないかな。

② 特定投資家向け有価証券に係る取引制約の緩和

- 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な。

③ 50名以上のセカンダリー取引における特定証券情報の簡素化等

- 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な。

④ J-Ships制度の更なる拡大に向けた検討(特定投資家制度の見直し)

- 「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見直しの必要はないかな。

4. リスク許容度等のある投資家【プライマリー】

(2) リスク許容度等のある投資家に関して寄せられた御意見と対応

イ. J-Shipsの利活用に向けた検討

【本懇談会で寄せられた意見】

①特定証券情報の見直し

- 発行体の負担減が期待できる。株式総数や新株予約権等の状況について、定款や履歴事項全部証明書等の別書類の添付による省略ができないか。※

②特定投資家向け有価証券に係る取引制約

- ある株式の一部について特定投資家向け私募・私売出しが行われた場合、当該株式と同一種類の有価証券の他の保有者についても他の私募・私売出しを利用できなくなるため、継続的な議論が必要ではないか。
- あるいは、自社職員や既存株主への譲渡、特定投資家向け有価証券保有者の親族への譲渡については、有価証券届出書の提出が必要となる取引の対象外にする等の緩和により、既存株主のセカンダリー取引が促進されるのではないか。

③50名以上のセカンダリー取引における特定証券情報の簡素化等

- 投資家保護の側面も重要である一方、スタートアップ企業に負担となっている点については、作成にあたっての負担が合理的なものなのかという費用対効果の面も踏まえ、見直しを検討すべき。

【寄せられた御意見を踏まえた対応(案)】

- 「① 特定証券情報・発行者情報の見直し」について、現状の運用が過度なものになっていないか精査しつつ、引き続き実務上の課題等について日証協において確認し、必要に応じて見直しを行うこととする。
※なお、現行の特定証券情報において、最近事業年度の計算書類及び事業報告を添付する方法により記載に代えることができる措置が講じられている。
- 「② 特定投資家向け有価証券に係る取引制約の緩和」、「③ 50名以上のセカンダリー取引における特定証券情報の簡素化等」については、他の開示規制との平仄や具体的に想定するケースなど、検討にあたって整理すべき事項について金融庁及び日証協にて協議することとする。
- 「④ J-Ships制度の更なる拡大に向けた検討(特定投資家制度の見直し)」については、中長期的な検討課題とする。

4. リスク許容度等のある投資家【プライマリー】

(2) リスク許容度等のある投資家に関して寄せられた御意見と対応

□. 特定投資家による投資の活性化に向けた検討

【第5回で提示した項目】

- 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(例:資産額及び平均取引回数)
- ② 個人の特定投資家への移行に関する手続の見直し

【第5回で寄せられた意見】

- ・ 特定投資家の移行要件については、米国の制度も踏まえ、「富裕層」の区分である保有資産1億円以上としてはどうか。
- ・ 特定投資家の更新については、特定投資家及び事業者の負担軽減として、投資家から明示的に「やめてほしい」という申出を受けるまでは継続的に特定投資家として取り扱うことが可能としてほしい。
- ・ 抽象的な緩和策や外国の制度との比較は意味がない。特定投資家に移行できず不都合が生じている具体的なニーズを把握し、実態に応じた利用される改正とすることが重要。

【寄せられた御意見を踏まえた対応(案)】

- 上記の項目について、金融庁・日証協における検討課題として受けとめることとする。

4. リスク許容度等のある投資家【プライマリー】

(2) リスク許容度等のある投資家に関して寄せられた御意見と対応

ハ. 準特定投資家(仮称)による投資の活性化に向けた検討

【第5回で提示した項目】

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・私売出しや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

【本懇談会で寄せられた意見】

- ・ 適合性に沿った形でリスクマネー供給の機会が増えることは歓迎。
- ・ 準特定投資家として扱うか否かを要件のみで形式的に判断するのではなく、スタートアップ投資への適格性について実質的な適合性原則を踏まえた確認手続や体制が整備された証券会社であることが重要。
- ・ 有望なスタートアップほど資金調達を自ら行う傾向があり、証券会社を介在させず逆選択の状況が生じている。
- ・ インサイダー取引規制や不公正取引規制が十分でなく、投資難易度・リスクが高い非上場株式の取引において、特定投資家への移行手続きも経ていない、受け身の一般投資家にリスクや損失が押し付けられる事態が生じることを懸念。

【寄せられた御意見を踏まえた対応(案)】

- 特定投資家及び準特定投資家(仮称)を対象とした新たな勧誘制度について、原則勧誘禁止の見直しの議論を踏まえ、適合性原則や投資家保護に考慮しつつ、今後日証協WGで検討を行う。
- なお、J-Ships規則等を参考に、当該取引を行う協会員に対して日証協規則に定める事項を盛り込んだ社内規則の制定を義務付けること、日証協から指定を受けた協会員のみ取引を認めること等の措置について検討することが考えられる。

1. KPI・KGIの考え方
2. 大規模投資家等
3. SPV・投資信託・エンジェル投資家

4. リスク許容度等のある投資家

- プライマリー
- セカンダリー
- 原則勧誘禁止

5. 制度周知

4. リスク許容度等のある投資家【セカンダリー】

(1) 第4回会合及び第5回会合にて提示した考え方

○セカンダリー全般

【第5回提示資料】

【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(レイト期資金不足)	

【上記を踏まえ第5回でお示した具体的な施策】

・「登録PTSの見直し」→43〜46ページ参照

・「J-Shipsの利活用」などプライマリーにおける投資家層拡大の取組み→47〜51ページ参照

4. リスク許容度等のある投資家【セカンダリー】

(1) 第4回会合及び第5回会合にて提示した考え方

○「登録PTS」等の見直しについて

【第4回及び第5回で提示した施策】

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際する)
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】

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。

☐: 懇談会委員から特に問題提起があった事項

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際する)
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】

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。

☐: 懇談会委員から特に問題提起があった事項

○第4回会合後提出された要望(第5回会合資料より)

(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」を前提にお願いするものである。

4. リスク許容度等のある投資家【セカンダリー】

(2) リスク許容度等のある投資家に関して寄せられた御意見と対応

○ セカンダリー全般

【本懇談会で寄せられた御意見】

- ・創業者等のセカンダリー取引については相対で一定程度対応することは可能だが、従業員の保有するストックオプションをセカンダリーで取引する場合、取引対象者や取引量が多くなるため、仲介業者の介在が必要。
- ・個人投資家が非上場株式の株主となった後、そこから売却手段がないことは問題であるため、セカンダリーは大変重要な論点であり別の場でも議論いただきたい。

○ 登録PTS等

【本懇談会で寄せられた御意見】

<取次型登録PTSの価格情報の公表、適時の情報提供の見直しに賛同する御意見>

- ・スタートアップとしては、価格情報の公表が求められるのであれば制度を利用しない。
- ・投資家の範囲を限定した上での情報提供は制度の利用可能性を高めることにも繋がるのではないか。
- ・改正する場合には、適時の情報提供がなされないこと、提供される情報が限られることなどを投資家に周知徹底する必要があるため、その周知方法が検討されるべき。

<取次型登録PTSの価格情報の公表、適時の情報提供の見直しに慎重な検討を要する方向の御意見>

- ・投資者保護や将来的な市場規模拡大の観点から、むしろ『自社顧客型』の情報提供の内容を『取次型』に合わせるべき。

<株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直しに関する御意見>

- ・自社顧客型登録PTSで、株主コミュニティを利用する場合であって、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者などに限られるときには、株主コミュニティ規則の価格情報等の公表について、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ほしい。

<その他>

- ・PTS取引は多くの投資家が参加するということを踏まえると、価格情報や不公正取引について留意が必要。

4. リスク許容度等のある投資家【セカンダリー】

(2) リスク許容度等のある投資家に関して寄せられた御意見と対応

【寄せられた御意見を踏まえた対応(案)】

以下の対応について、投資者保護を考慮しつつ今後日証協WGで検討を行う。

- ・参加者が特定投資家等に限定される「取次型登録PTS」について、「価格情報の公表」及び「適時の情報提供」に関し「自社顧客型登録PTS」に近づける
- ・参加者が特定投資家等に限定される株主コミュニティについて、価格情報等の公表を要しないこととする

1. KPI・KGIの考え方
2. 大規模投資家等
3. SPV・投資信託・エンジェル投資家

4. リスク許容度等のある投資家

- プライマリー
- セカンダリー
- 原則勧誘禁止**

5. 制度周知

4. リスク許容度等のある投資家【原則勧誘禁止】

(1) 第4回会合にて提示した考え方

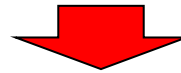
【第4回提示資料】

原則勧誘禁止の見直しの方向性(案)

【現 状】

非上場株式の勧誘については、原則として一律で勧誘禁止、例外として個別制度に基づく勧誘は可能。

	原則	例外
投資家 (一般投資家／プロ投資家)	勧誘禁止	個別制度で可能※1



【見直し案】

原則勧誘禁止を撤廃し、規則に定める取引制度に基づく勧誘へ転換する方向で見直し。
(原則勧誘禁止から、アメリカのように一定の取引制度に基づき勧誘・取引を行う規制体系への転換)

	原則
投資家 (一般投資家／プロ投資家)	規則に基づき勧誘可能 ※1※2

※1 「株主コミュニティ」、「株式投資型クラウドファンディング」、「J-Ships」、「DD可能な特定投資家」、「適格機関投資家私募・私売出し」など。

※2 新たな「勧誘可能な投資家」等については次回会合(6月6日)で検討。

4. リスク許容度等のある投資家【原則勧誘禁止】

(1) 第4回会合にて提示した考え方

【第4回提示資料】



原則勧誘禁止に関する改正の規定方法

【現行(店頭有価証券に関する規則)】

(店頭有価証券の投資勧誘の禁止)

第3条 協会員は、次条から第4条の2まで、第6条、第7条、「株主コミュニティに関する規則」、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」又は「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」の規定による場合を除き、店頭有価証券については、顧客に対し、投資勧誘を行ってはならない。

➡【見直し案:イメージ】

原則勧誘禁止を撤廃し、規則に定める取引制度に基づく勧誘へ転換する方向で見直し。
(原則勧誘禁止から、アメリカのように一定の取引制度に基づき勧誘・取引を行う規制体系への転換)

(店頭有価証券の投資勧誘)

第3条 協会員は、店頭有価証券の投資勧誘については、本規則、「株主コミュニティに関する規則」、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」又は「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」の規定に基づき、投資勧誘を行うものとする。

4. リスク許容度等のある投資家【原則勧誘禁止】

(2) 原則勧誘禁止に関して寄せられた御意見と対応

【本懇談会で寄せられた御意見】

＜賛成＞ ⇒賛成意見が多数寄せられた

- 勧誘禁止を撤廃したとしても、規則に沢山付されているディスクレームに意味があり、このレギュレーションが順守されることで、適切にガバナンスが効いた形で勧誘行為が行われることになると思う。
- 「原則取扱いが可能」というマインドチェンジを進めていくことは、業界にとって非常に重要。
- そのうえで、投資詐欺対策として、「未公開株を勧誘できる体制を整備している証券会社のみを対象とする」、「未公開株を勧誘できる体制を整備している証券会社のリストの公開」をしてはどうか。

＜一般投資家に対しては維持すべき＞

- 非上場株式の特性を鑑み、一般投資家に対しては原則勧誘禁止を堅持すべき。
- スタートアップ側も一般投資家からの資金供給までは求めている。リテラシー・リスク許容度の高い者のみ解禁してはどうか(アクセスできる投資家の範囲は要検討)。

＜慎重に検討すべき＞

- 母数としては圧倒的に一般投資家の方が多い中で、原則勧誘禁止を撤廃することで、非上場株式投資のリスクが見えにくくなり、誤解を生じさせる危険性がある。慎重に検討すべき。

【寄せられた御意見を踏まえた対応(案)】

- 投資家保護を考慮したうえでの非上場株式の取引活性化に向け、「原則勧誘禁止を見直し、規則に定める取引制度に基づく勧誘へ転換する」改正案にて見直しを行う方向で、今後日証協WGで検討を行う。
- 日証協においては、投資家保護の観点から、非上場株式等の勧誘を行う証券会社のリストを公開することとし、加えて、情報提供及び説明のあり方も引続き検討していくこととする。

1. KPI・KGIの考え方
2. 大規模投資家等
3. SPV・投資信託・エンジェル投資家
4. リスク許容度等のある投資家

5. 制度周知

5. 制度周知

【第5回提示資料】

○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

【寄せられた御意見】

- 制度や見直し内容や対応の方向性について、公表に留まらず、内容が認識され、スタートアップへの資金供給が重要であるという機運が醸成されることが重要であるため、その点を意識して制度周知を行っていただきたい。
- J-Shipsは認知度が低く、周知が必要。
- これまでの議論について、現状の専門家でも全体像が理解しづらくなってしまっているため、報告書・アウトプットでは可能な限りシンプルに変更点を示し、わかりやすいものにしてほしい。

【寄せられた御意見を踏まえた対応(案)】

- 上記の対応の方向性(案)を踏まえ、日証協及び金融庁において積極的な周知活動をするとともに、効果的な周知活動・推進施策については検討していく。
- 本懇談会の報告書の内容については、利用者や市場関係者が必要な情報が適切に届くよう、丁寧に説明を行い、投資家保護と非上場株式市場の活性化に向けて積極的なメッセージ発信を行っていく。

本日の論点の取りまとめ・方向性（案）

項目	【具体的施策又は対応の方向性】
KGI・KPI	①非上場の段階においてもIPOの資金調達と同等程度の役割を果たすA案(市場仲介者が関与する資金調達額1,800億円)を採択する。 ※市場仲介者が関与する資金調達額には、アドバイザリー業務等でサポートした金額を含むものとする。 ②参考指標として観測・公表する指標の策定。
大規模投資家	・懇談会での問題意識・現状認識について報告書に取り纏め必要に応じて目指すべき方向性を示す。
SPV・投資信託・エンジェル投資家	・「SPV」を通じた投資 ・「投資信託」を通じた投資拡大 ・エンジェル投資家による投資促進 ・懇談会での問題意識・現状認識について報告書に取り纏め、必要に応じて目指すべき方向性を示す。
リスク許容度等のある投資家	
プライマリー	・J-Shipsの利活用 ・特定投資家による投資の活性化 ・準特定投資家(仮称)による投資の活性化 ・実務上のニーズやその他の制度を踏まえた制度の在り方について金融庁及び日証協にて検討。
セカンダリー	以下の対応について、投資者保護を考慮しつつ今後日証協WGで検討を行う。 ・参加者が特定投資家等に限定される「取次型登録PTS」について、「価格情報の公表」及び「適時の情報提供」に関し「自社顧客型登録PTS」に近づける。 ・参加者が特定投資家等に限定される株主コミュニティについて、価格情報等の公表を要しないこととする。
原則勧誘禁止	①原則勧誘禁止を見直し、規則に定める取引制度に基づく勧誘へ転換する方向で今後日証協WGで検討 ②非上場株式を勧誘する証券会社リストの策定・公表等。 ③投資家及び市場関係者に適切な情報提供を実施。
制度周知	・報告書へ取り纏め・積極的な周知活動。

<参考>

第4回及び第5回でお示しした説明資料

2. 具体的施策①

(2) 市場仲介者の役割（登録PTS）

【第4回提示資料】

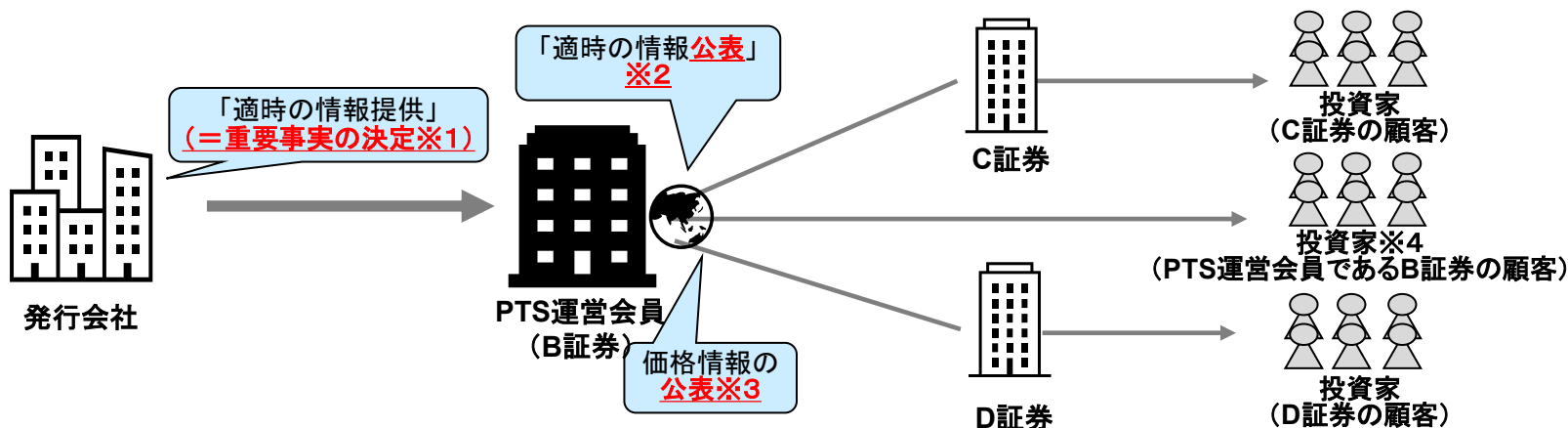
登録PTSに関する自主規制のイメージ図

【**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）。

2. 具体的施策①

(2) 市場仲介者の役割（登録PTS）

【第4回提示資料】



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。

2. 具体的施策①

(2) 市場仲介者の役割（登録PTS）

【第4回提示資料】

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。

2. 具体的施策②

(3) その他（第4回会合後提出された要望）

【第5回提示資料】



○第4回会合後提出された要望（第5回会合資料より）

①要望の前提

- ・ 当社は、非上場特例仲介等業者（特例仲介業者）※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」を前提にお願いするものである。

2. 本懇談会としての論点

【第5回提示資料】



(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」のではないかな。

○ 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な。

○ 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な。

○ 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な。

【特定投資家制度については9～12ページにおいて検討】／【制度周知については23ページにおいて検討】

2. 本懇談会としての論点

【第5回提示資料】



(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

【第5回提示資料】



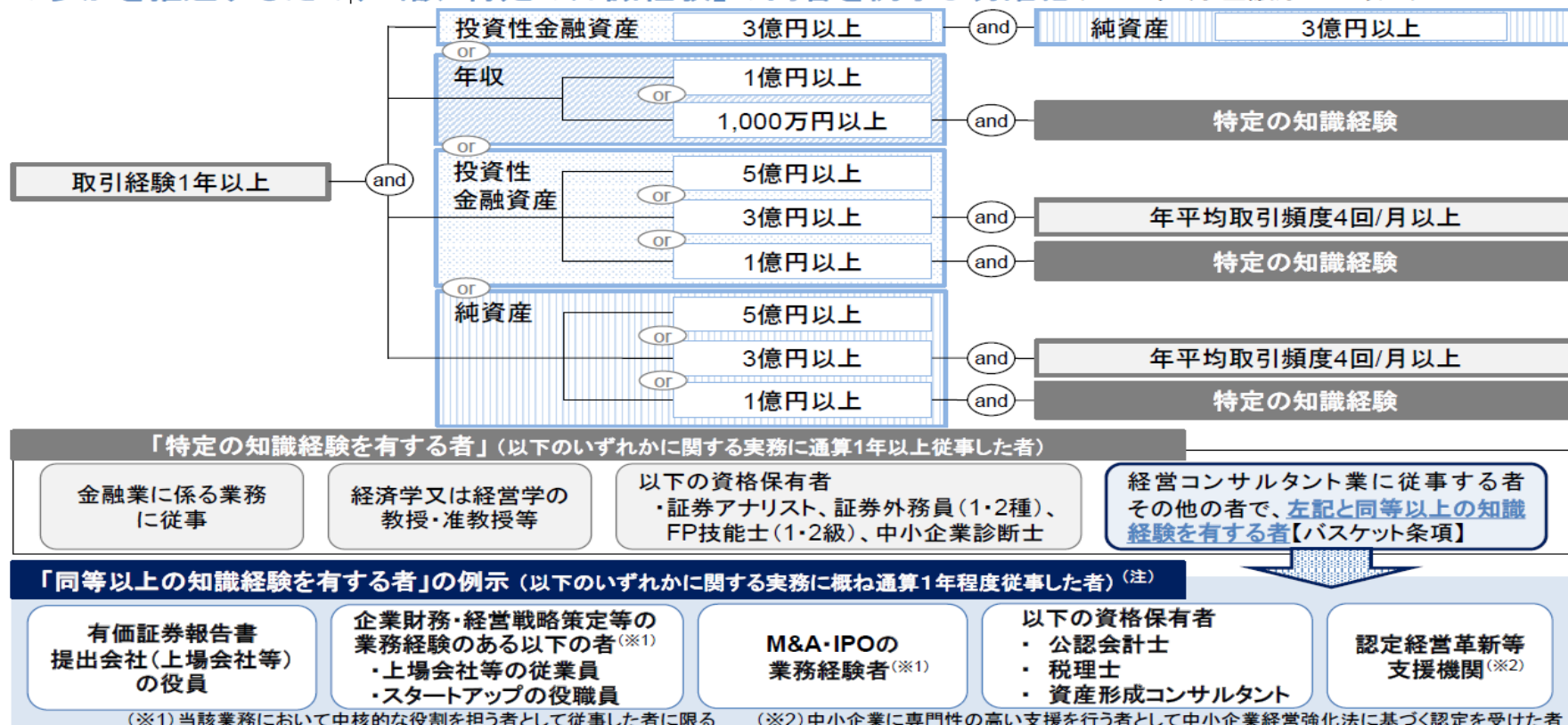
(1) プライマリー ①個人・エンジェル投資家などリスク許容度・投資判断能力のある投資家の拡大(裾野拡大)

【御参考】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



明確化

(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

【第5回提示資料】



(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

【第5回提示資料】



(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

【第5回提示資料】



(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