

第4回 非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会

2021年4月23日（金）午後3時
日本証券業協会 第1・2会議室
（太陽生命日本橋ビル8階）

議 案

1. 投資家側からみた取引制度の課題・解決策

（投資家からのプレゼンテーション）

2. 米国でのプライベートプレイスメントについて

（モルガン・スタンレーMUFG証券からのプレゼンテーション）

3. その他（事務局説明）

- ・非上場株式取引制度の改善策（案）について

以 上

非上場株式の発行・流通市場 の活性化に関するコメント

個人投資家 川田 尚吾

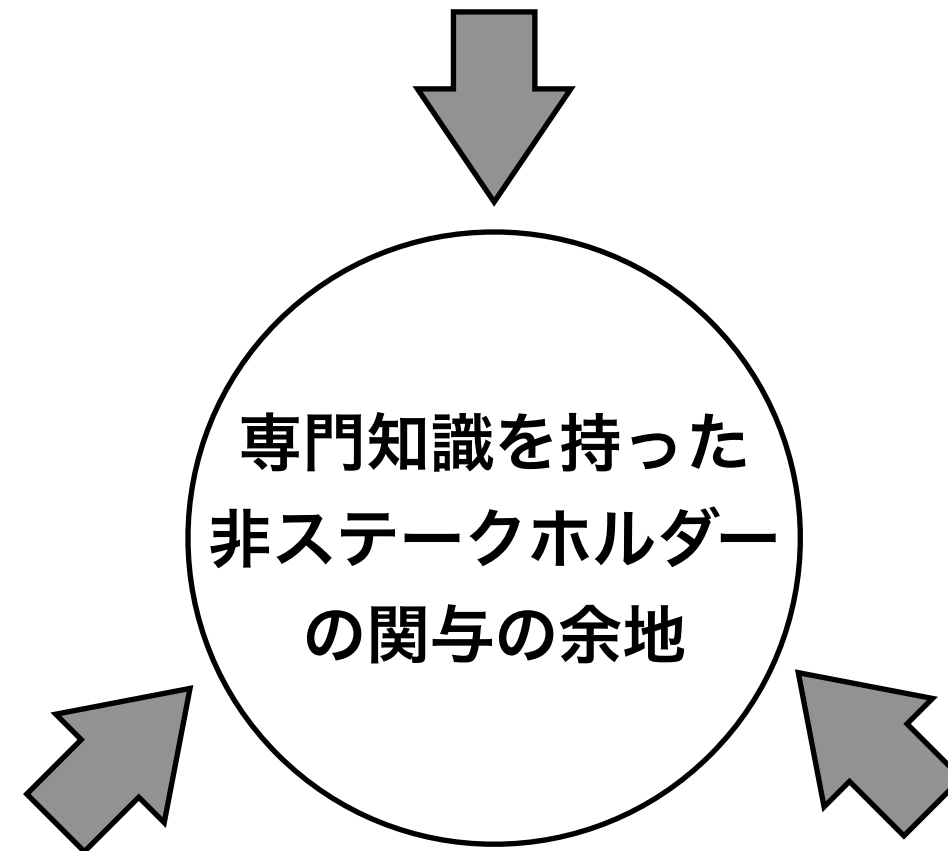
今日のポイント

- 証券会社による非上場株式への関与についてのニーズは存在
- ただしニーズのあるフェーズやプロセスは偏在しているように思われる
- 参入に際して既存コミュニティの暗黙知への配慮が必要

スタートアップ内部から見ても証券会社への関与ニーズは存在

経営メンバーは忙しい

- ・ スタートアップのCEO/COOは事業/組織マネジメントで手一杯
- ・ 特に成長の変曲点において多忙さに拍車がかかるがそのタイミングに調達が重なる



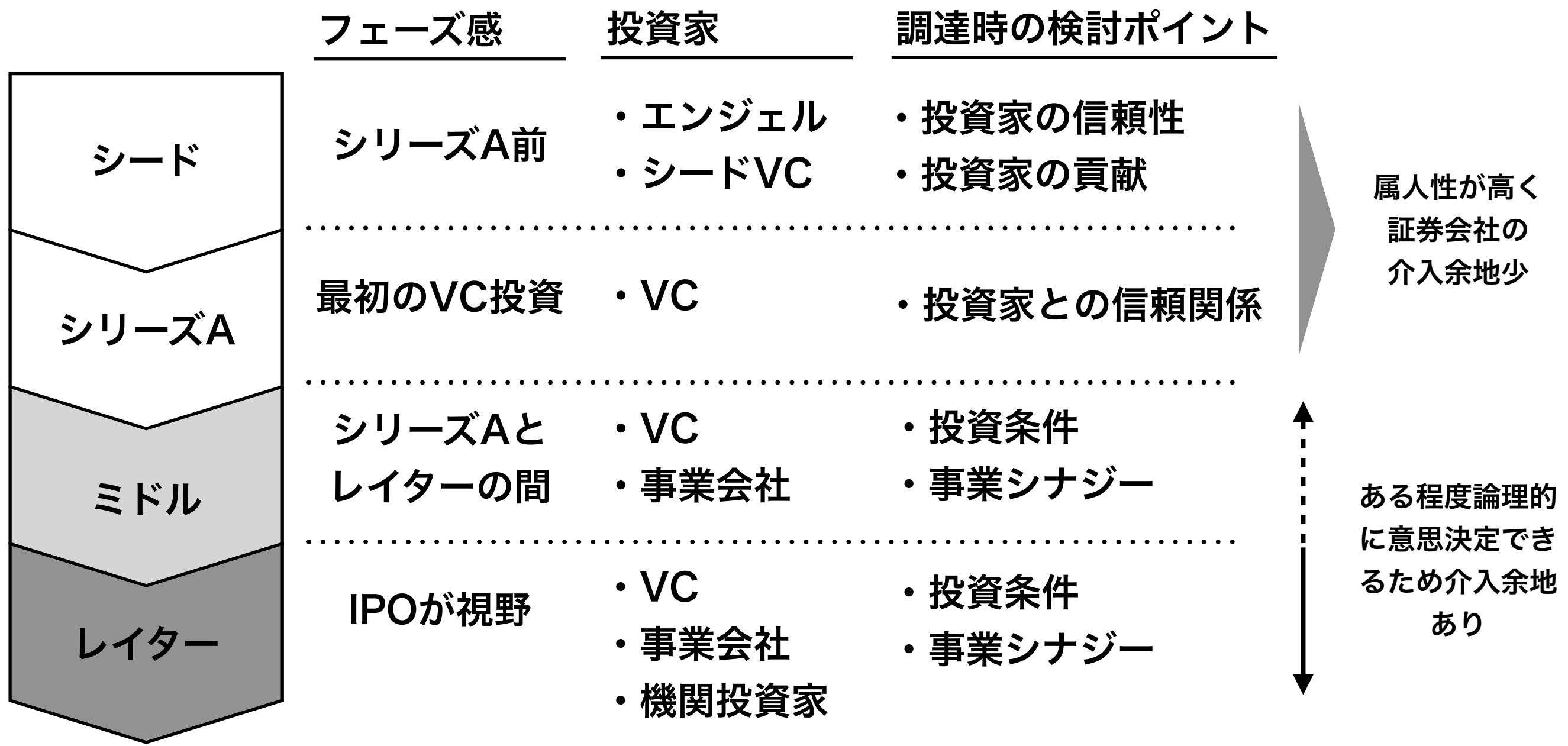
CFOの採用は難しい

- ・ スタートアップのCFO人材は常に枯渇
- ・ シリーズA,BぐらいまではCFO無しでも回るので採用遅れがち

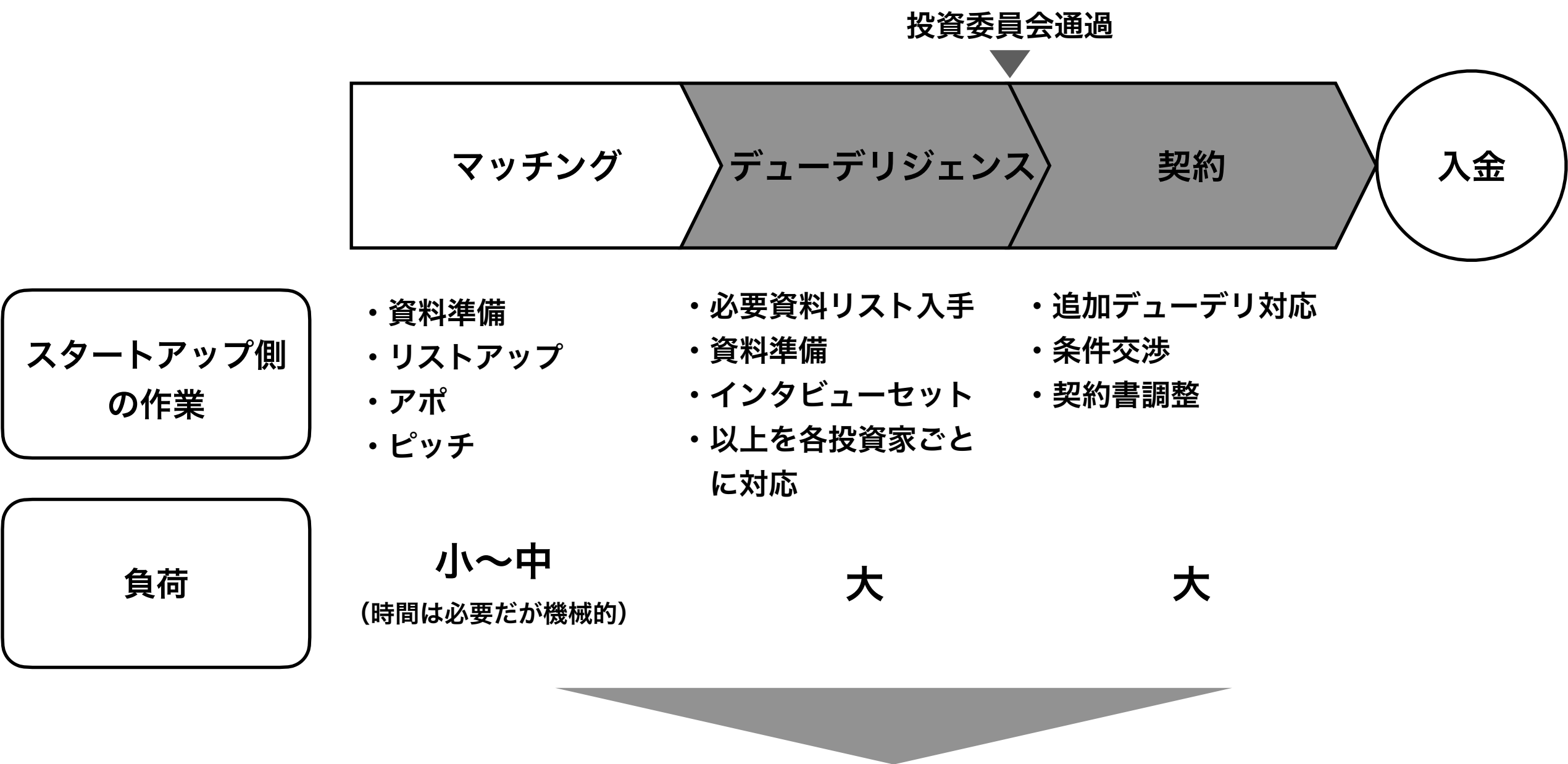
既存株主のサポートは限定的

- ・ サポートの手厚さはVCによりマチマチ
- ・ そもそも常に既存株主が同行すると新規投資家からは保護者っぽく見えイマイチ
- ・ 状況によってはコンフリクト

対象フェーズとしてはレイターが有力で一部ミドルもありうる

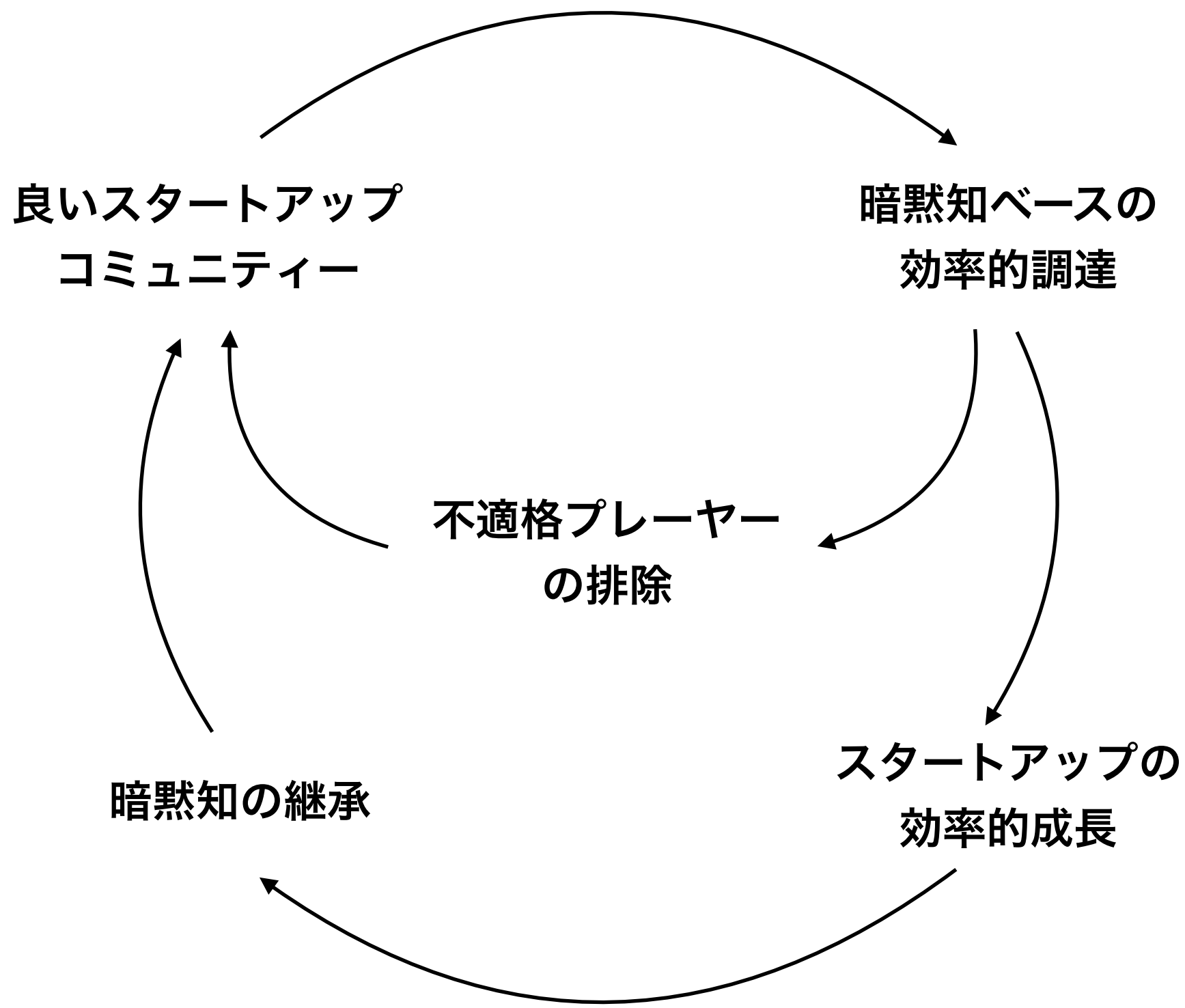


マッチングだけの関与でなくデューデリや契約の支援も必要ではないか



マッチングだけでは片手落ちで、フィーを取るなら
デューデリや契約のサポートまで必要ではないか

スタートアップコミュニティは暗黙知をベースに効率的に回っている



懸念する項目

- 一般的な投資契約との矛盾(株式型クラウドファンディングなど)
- 暗黙知を理解しない投資家の誘導
- 負のループによるスタートアップのイメージダウン
- 事故案件炎上
- 規制導入によるスピード低下
- 蛇足)エンジェルによる株式早期売却ニーズは経験的には低い

第4回 非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会

**ベンチャーキャピタルから見た非上場株式の発行及び
流通市場の活性化に向けた課題と論点**

2021年4月23日

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会

日本ベンチャーキャピタル協会（JVCA）の概要



商号：一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会（英文名：Japan Venture Capital Association）

会長：赤浦 徹・中野 慎三

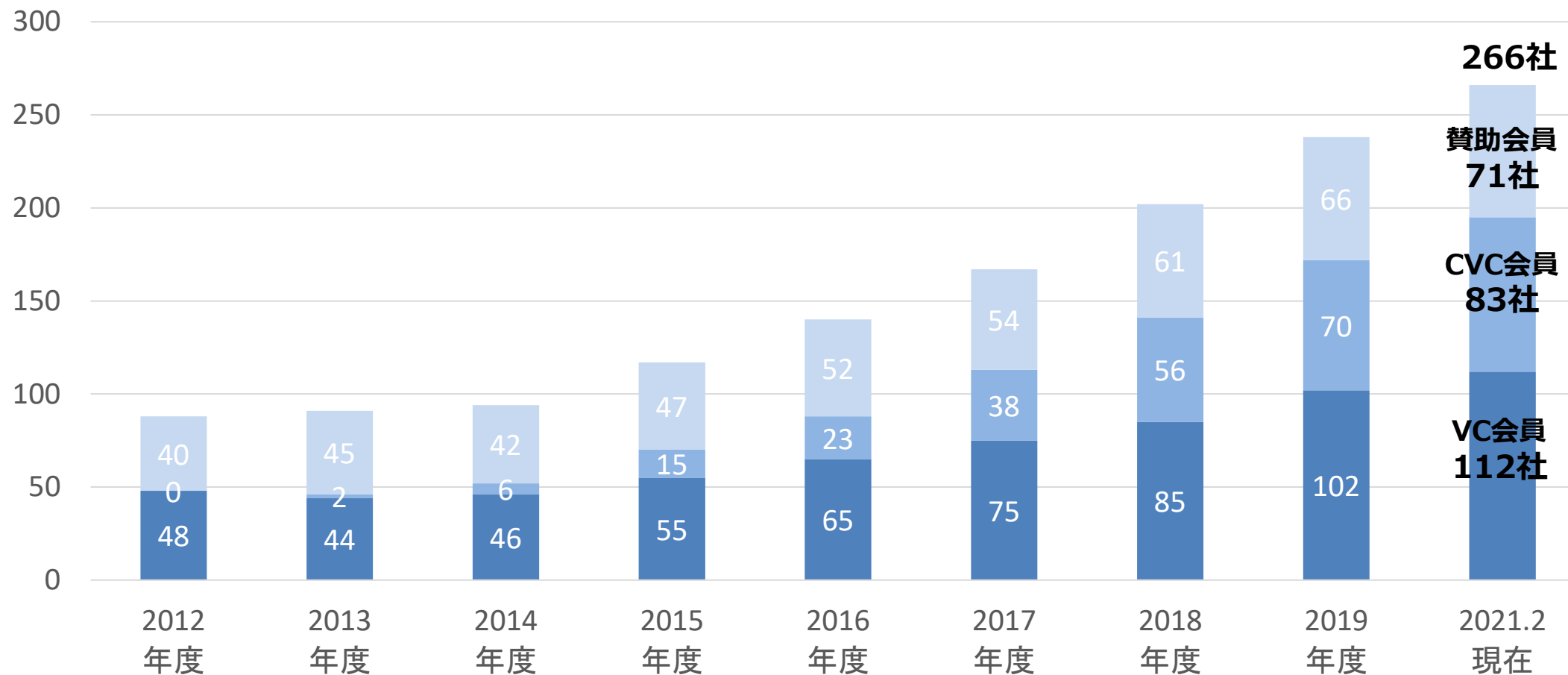
設立日：2002年11月28日

理事：

会長	赤浦 徹	インキュベイトファンド 代表パートナー
会長	中野 慎三	伊藤忠テクノロジーベンチャーズ株式会社 代表取締役社長
専務理事	高野 真	D4V合同会社 ファウンダー兼CEO/リンクタイズ株式会社 代表取締役会長 兼 Forbes JAPAN発行人
専務理事	福本 拓也	株式会社産業革新投資機構 取締役 CSO
常務理事	郷治 友孝	株式会社東京大学エッジキャピタルパートナーズ(UTEC) 代表取締役社長
常務理事	渡辺 洋行	B Dash Ventures 株式会社 代表取締役社長
常務理事	坂本 信介	三菱UFJキャピタル株式会社 代表取締役社長
理事	伊佐山 元	株式会社WiL 代表取締役
理事	David Milstein	Eight Roads Ventures マネージング・パートナー 日本代表
理事	松本 季子	ジャフコ グループ株式会社 執行役員
理事	田島 聡一	株式会社ジェネシア・ベンチャーズ 代表取締役・General Partner
理事	内山 春彦	DBJキャピタル株式会社 代表取締役社長
理事	林 龍平	株式会社ドーガン・ベータ 代表取締役パートナー
理事	山岸 広太郎	株式会社慶應イノベーション・イニシアティブ 代表取締役社長
理事	片岡 正光	TBSイノベーション・パートナーズ合同会社 代表パートナー
理事	佐俣 アンリ	ANRI 代表パートナー
理事	平野 清久	大和企業投資株式会社 代表取締役社長
理事	山中 卓	i-nest capital株式会社 代表取締役社長/代表パートナー
監事	滝野 恭司	有限責任監査法人トーマツ トータルサービス事業部（TS事業部）パートナー 公認会計士
監事	阿部 博	有限責任あずさ監査法人 企業成長支援本部 インキュベーション部長 パートナー 公認会計士
監事	齊藤 直人	EY新日本有限責任監査法人 企業成長サポートセンター センター長 シニアパートナー 公認会計士
名誉会長	仮屋蘭 聡一	株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ 代表パートナー
特別顧問	呉 雅俊	株式会社TNPパートナーズ 代表取締役社長

近年会員加入が相次ぎ、VC/CVC会員は190社超へ

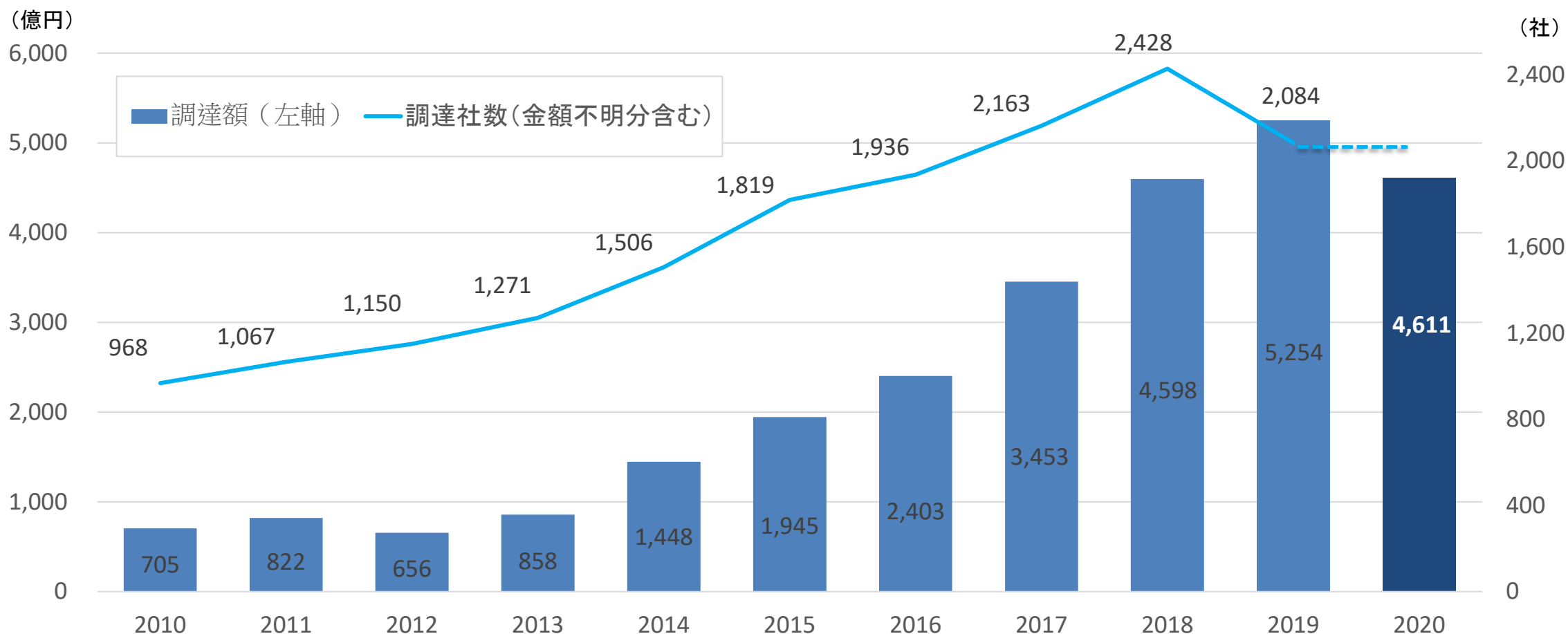
会員企業数は直近4年で約2倍に。近年は、CVC会員の増加が顕著。



Source: JVCA

国内スタートアップの投資環境に関する課題認識

国内スタートアップによる資金調達の総額は、2012年を底に10年掛けて以前の水準以上まで回復。コロナ禍の2020年は2019年の調達増額を下回ったものの、年間約4,600億円を超えている



注) 観測データの特性上、大きな金額ほど早く観測される傾向が強い。今後の調査進行により過去分含めて変動する。

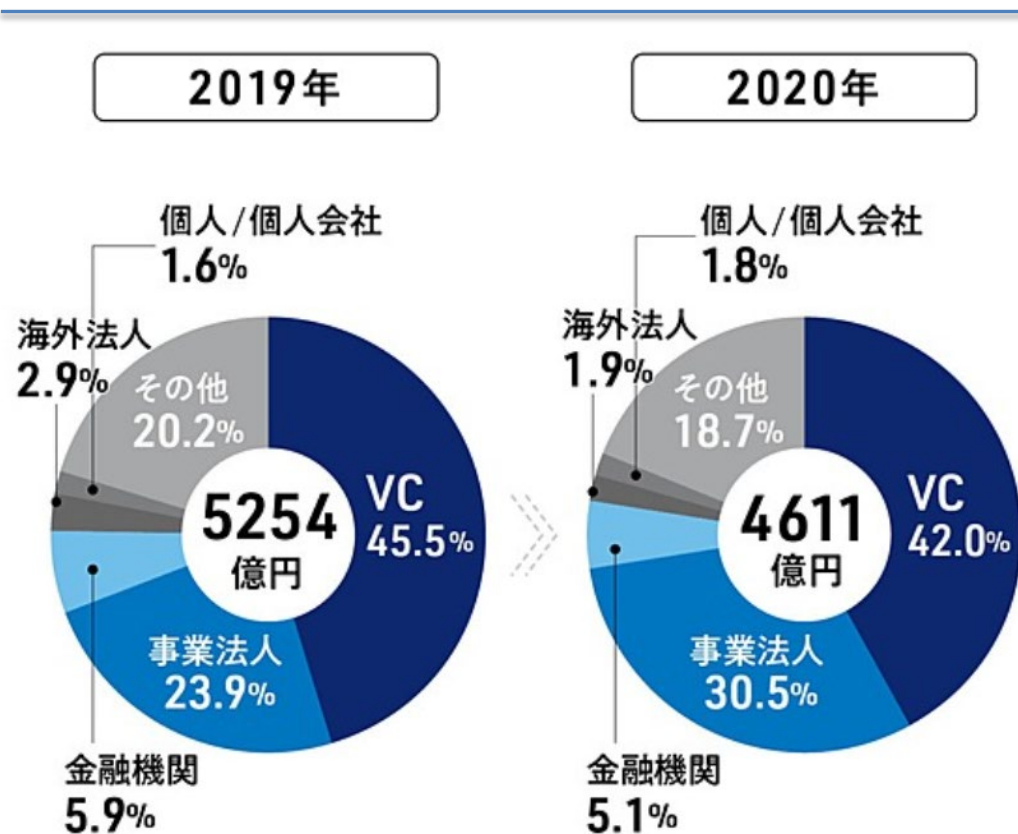
Source: INITIAL「2020 Japan Startup Finance」を基にJVCAが加筆して作成

Copyright© Japan Venture Capital Association all rights reserved.

国内投資家タイプ別投資額割合

近年、事業法人からスタートアップへの投資が進んでおり、2020年ではスタートアップが調達した資金全体の3分の1以上が事業会社・CVCによる資金となっている

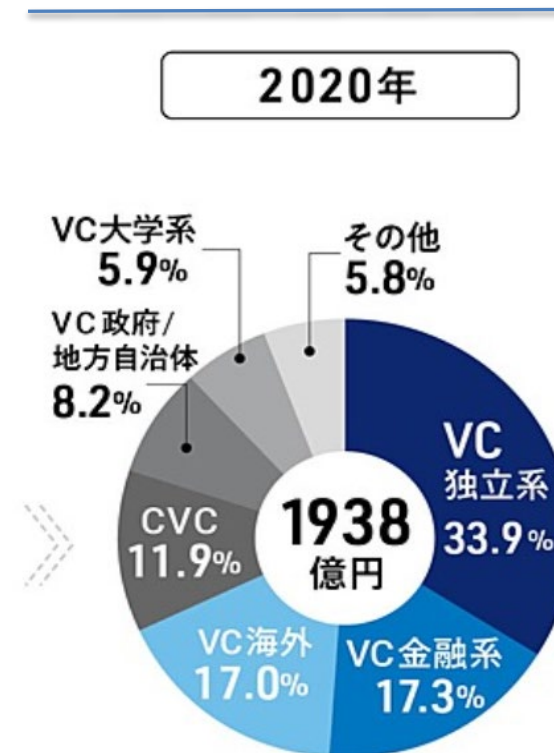
投資家タイプ別投資額割合



注1) CVCは事業法人には含まれず、VCに含まれる

注2) その他は、SPC、クラウドファンディング、地方公共団体/大学/財団/その他基金

VC内 属性別投資額割合



注1) VC金融系は生保・損保系、銀行・信金・信組系、証券会社系、その他金融系

注2) CVCは事業会社系、商社系

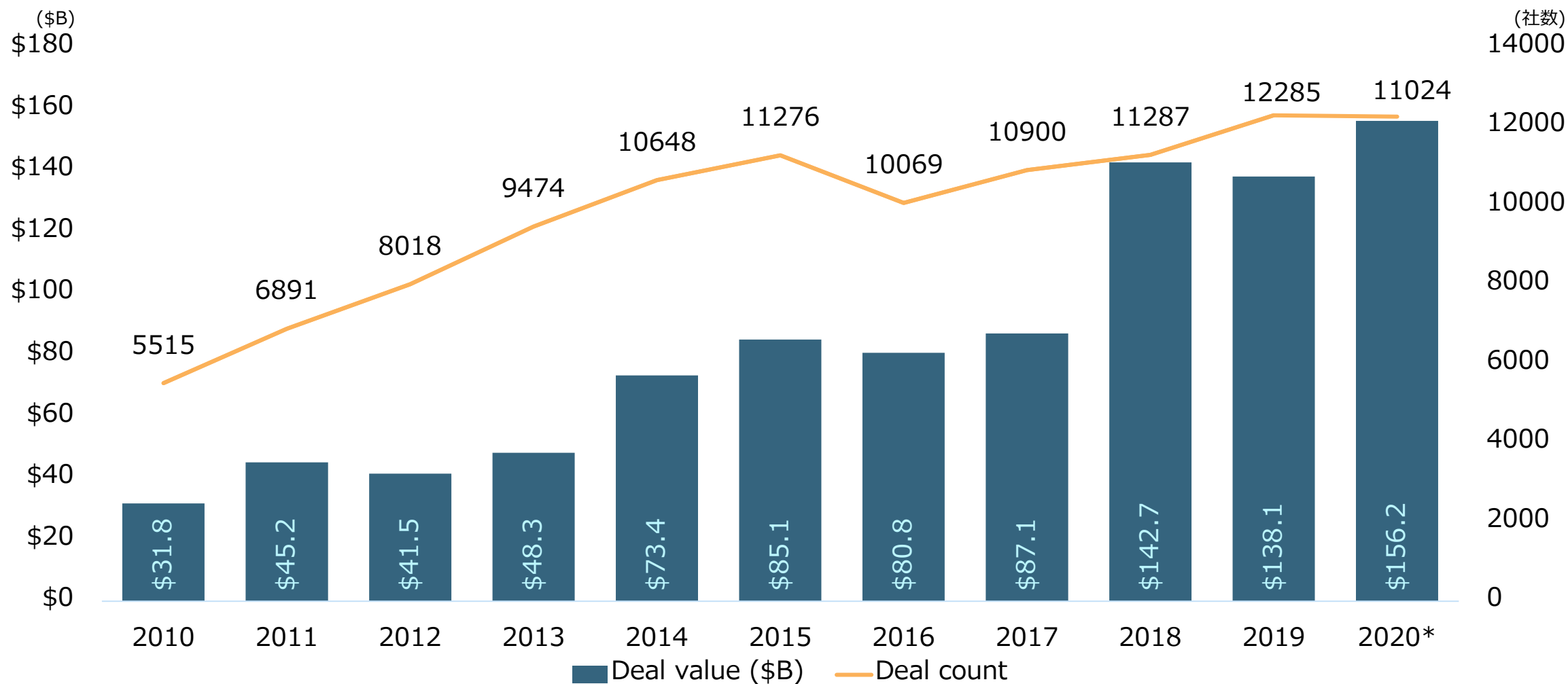
注3) その他は、大学系、混成系、再生・バイアウト未分類、不明

Source: INITIAL「2020 Japan Startup Finance」

Copyright© Japan Venture Capital Association all rights reserved.

米国スタートアップの資金調達額推移

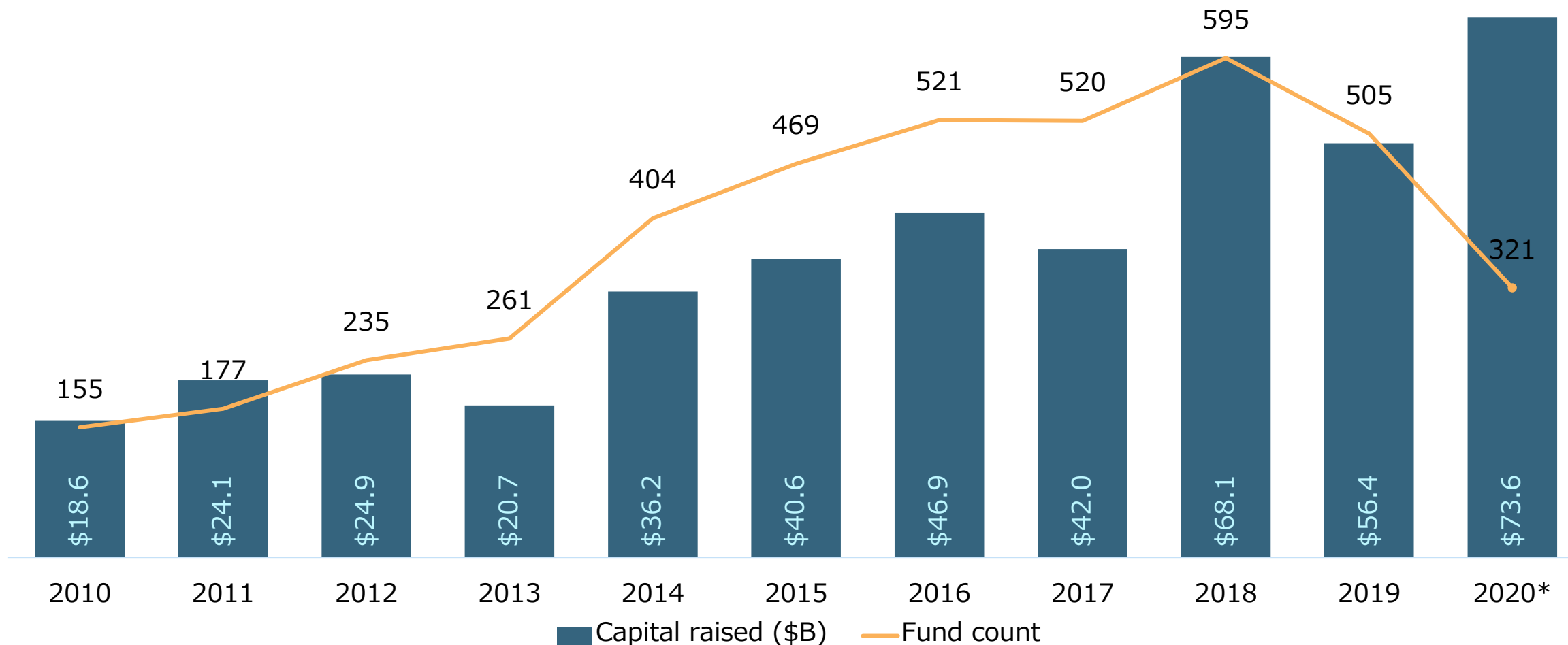
2020年の米国のスタートアップによる資金調達額は16兆円以上となり過去最高を更新。
コロナ禍においても多額に資金が調達可能な環境となっている



Source: 2020 Pitchbook by NVCA Venture Monitor

Copyright© Japan Venture Capital Association all rights reserved.

米国VCのファンドレイズも2020年に過去最高を更新し約8兆円を記録。また1ファンドあたりの組成金額が大きく増大している

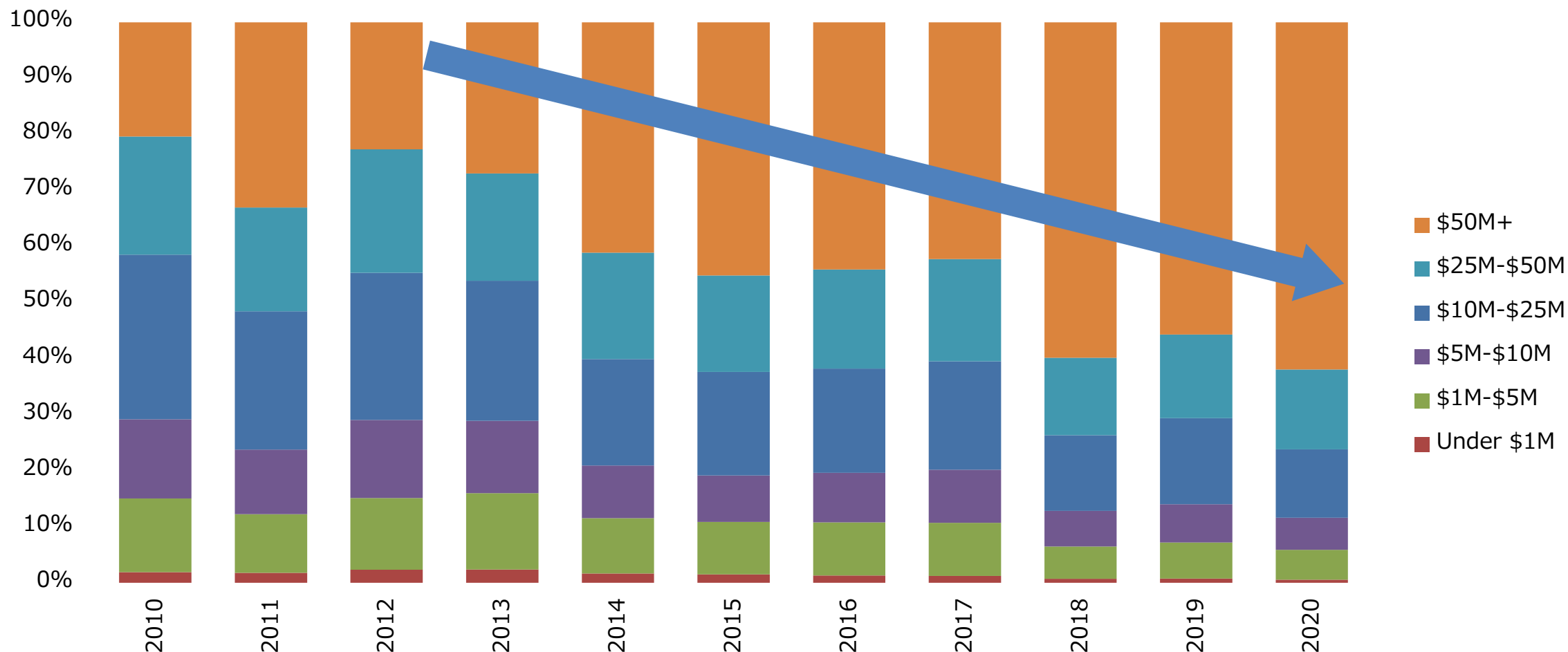


Source: 2020 Pitchbook by NVCA Venture Monitor

Copyright© Japan Venture Capital Association all rights reserved.

米国スタートアップの調達時ディールサイズ推移

米国ではディールサイズが年々増大しており、全ディールの60%が50億円以上のサイズとなっている



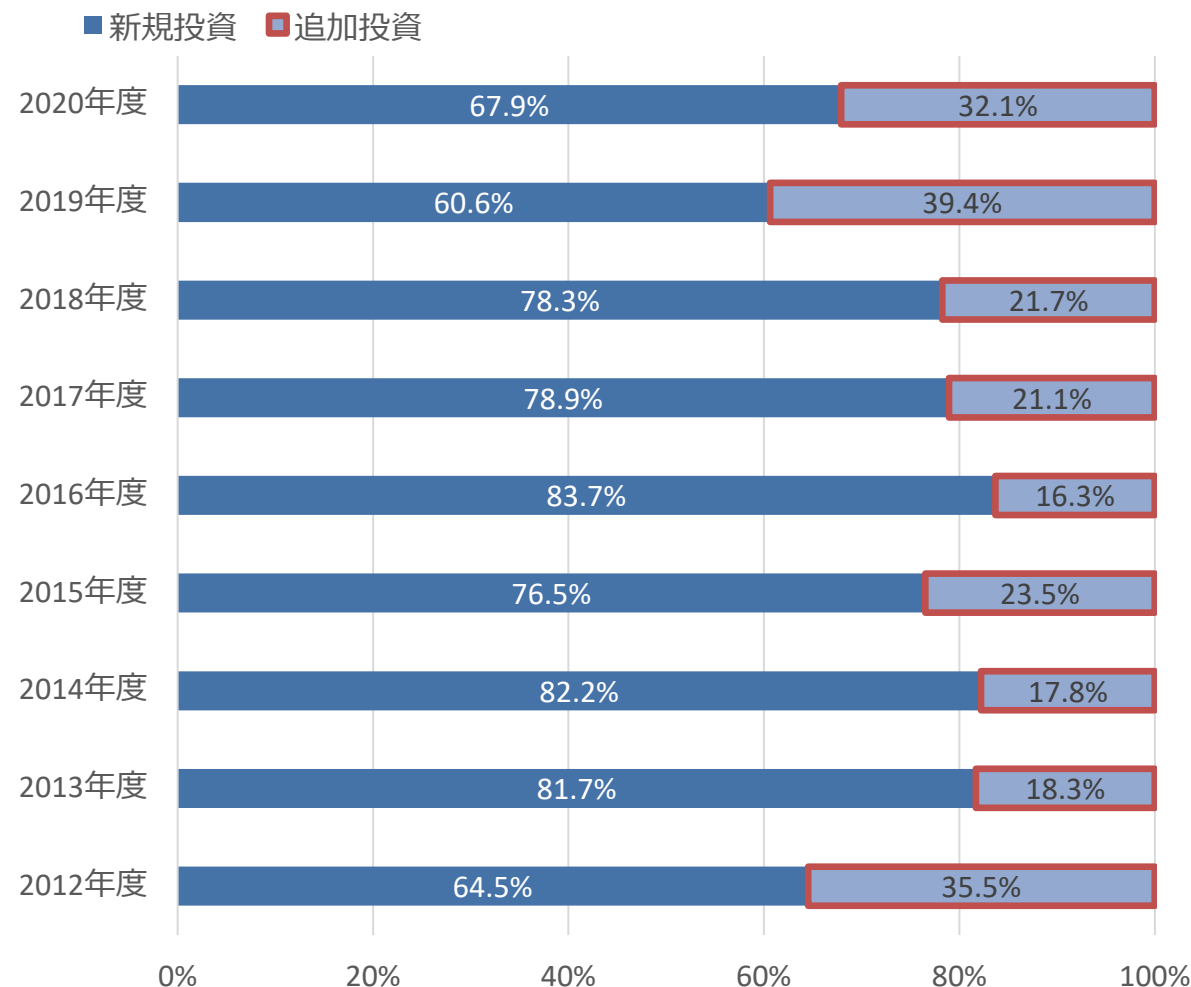
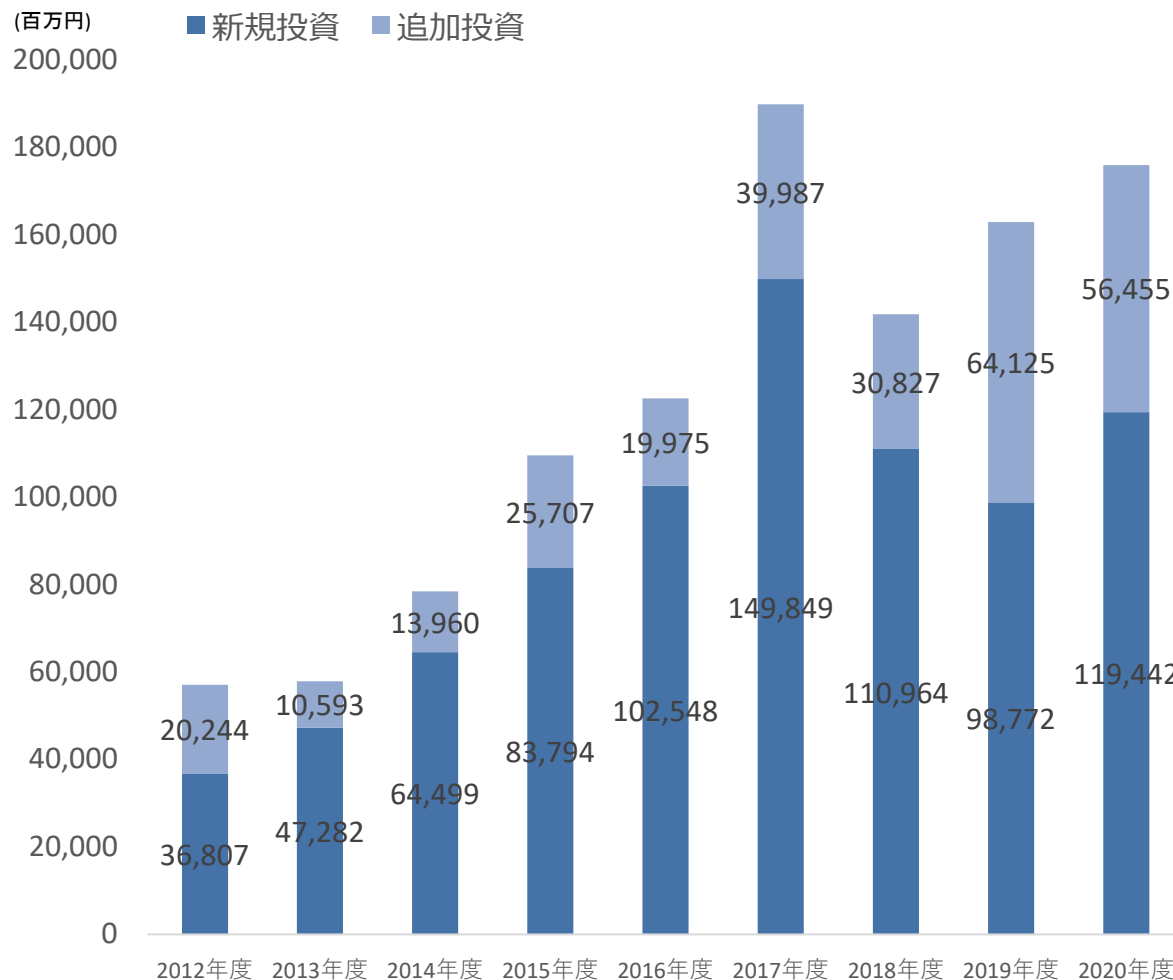
Source: 2020 Pitchbook by NVCA Venture Monitor

Copyright© Japan Venture Capital Association all rights reserved.

国内VCにおける新規投資及び追加投資の割合

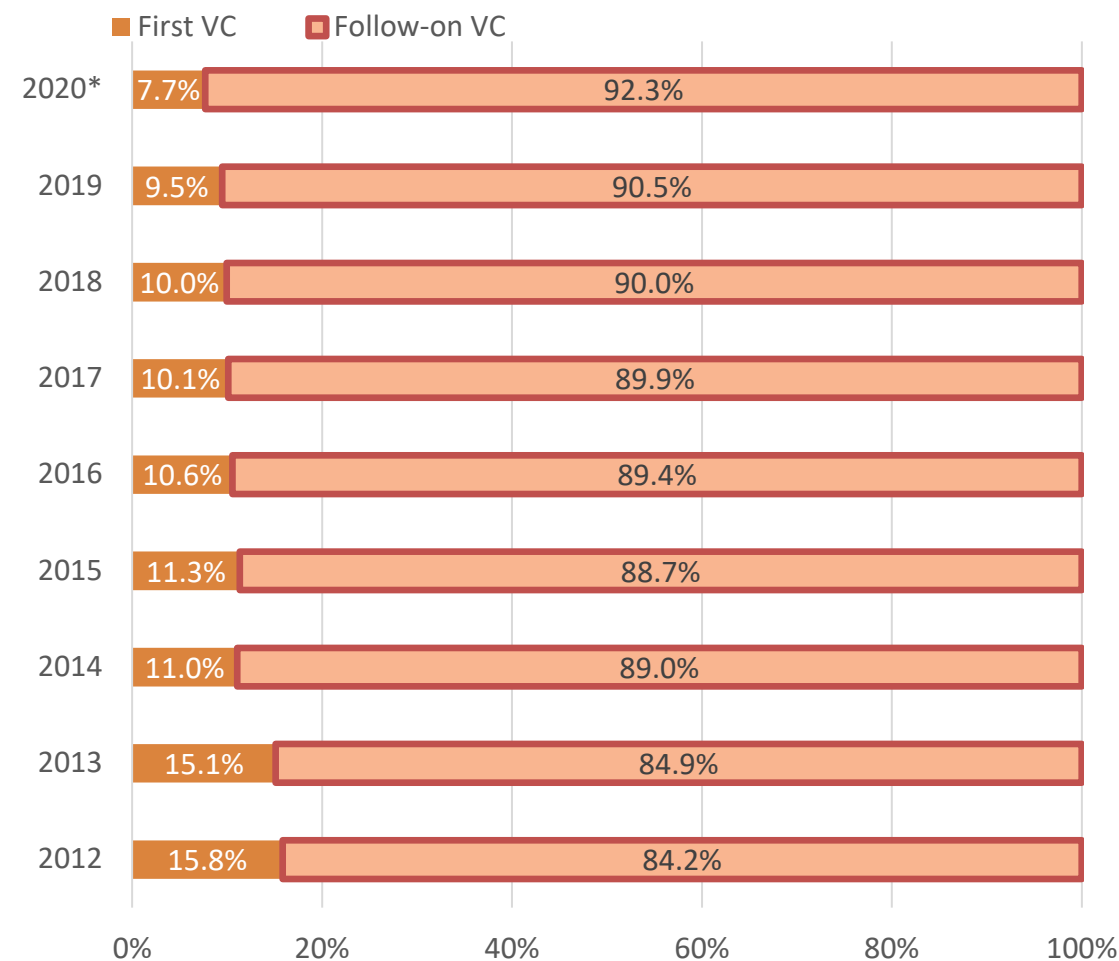
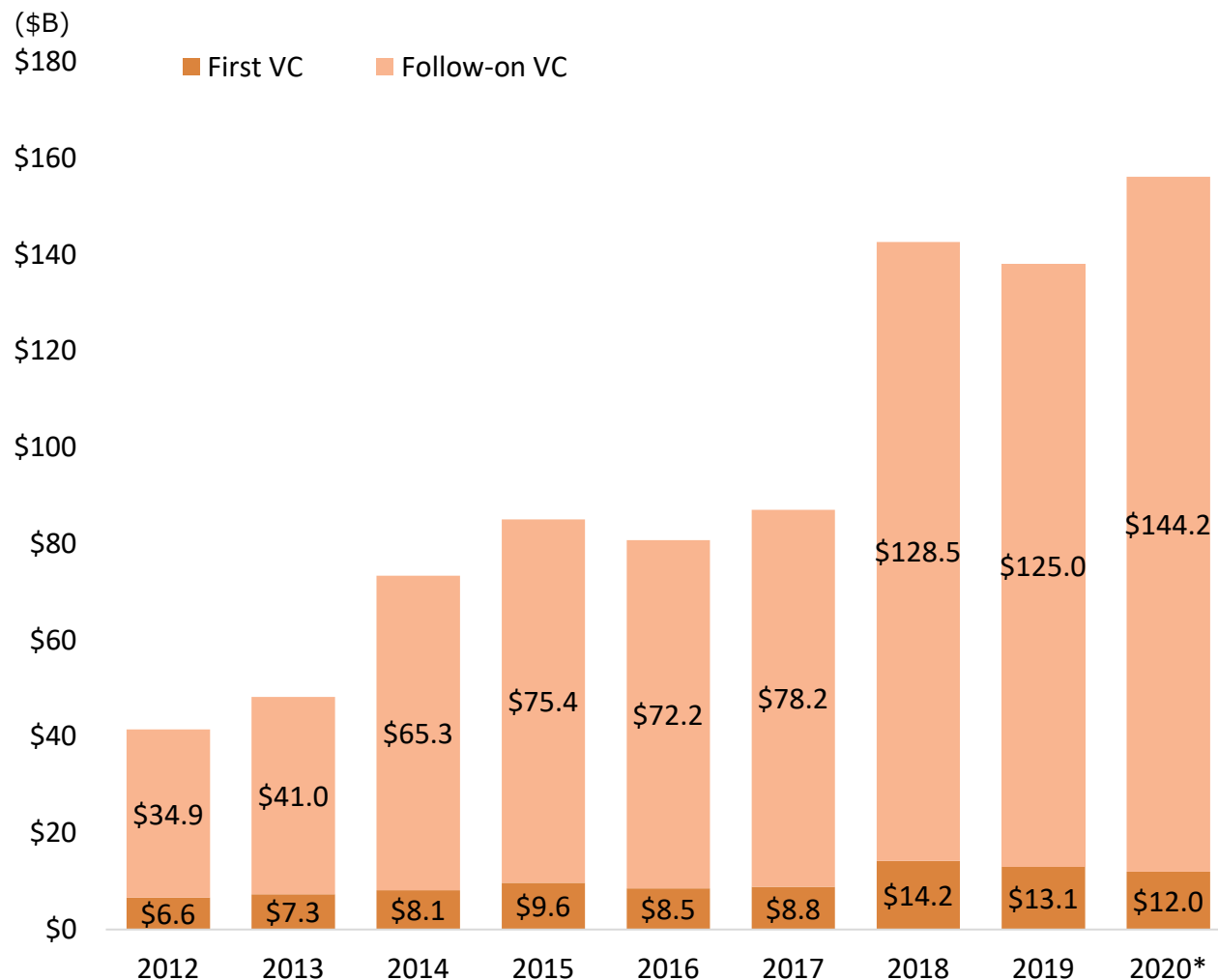
投資額全体に占める追加投資の割合は全体の30%前後となっている。

国内VCはファンドサイズが小さいものが多く追加投資の実施が限定的な状況にあり、特にレイトステージに大型資金を投資できるVCが限定的



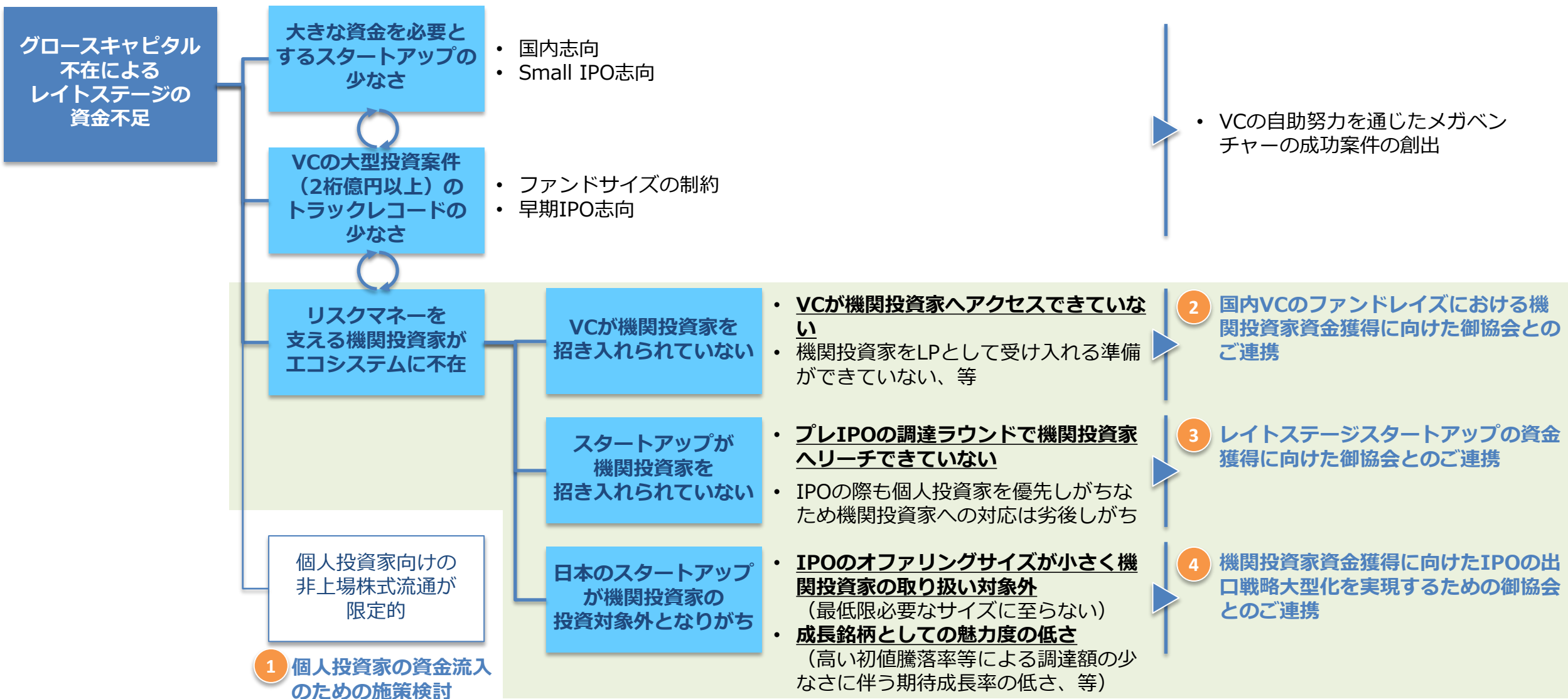
米国VCにおける新規投資及び追加投資の割合

米国では投資額全体に占める追加投資の割合は全体の90%超となっており、年々追加金額・割合ともに増加している。レイトステージに超大型資金を集めることが可能であり、上場時期を意図的に遅らせるスタートアップが増加し続けている



Source: 2020 Pitchbook by NVCA Venture Monitor
Copyright© Japan Venture Capital Association all rights reserved.

グロースキャピタル/レイトステージの資金不足の解決のためには、機関投資家資金獲得のための取り組みが必要



個人投資家向け非上場株式流通に係る課題認識

ポイント

1

種類株式には様々な権利が発行体毎に規定されている上、株主間契約においても同様に様々な権利が規定されているため、各株主は正しく理解しておくことが肝要。個人の特定投資家へ募集勧誘行為を行う場合は証券会社によるサポートが必須

種類株式について

・ 種類株式とは、権利の内容が異なる2種類以上の株式を発行した場合の各株式のこと。発行体毎に以下内容が異なる

- | | |
|-------------|--------------------------------------|
| 1 剰余金の優先配当 | ・ 配当額や配当の順序を差別化可能 |
| 2 優先残余財産の分配 | ・ 会社解散/清算/M&Aの際に残った財産の分配額や順序を差別化可能 |
| 3 議決権制限 | ・ 株主総会での議決権行使の範囲を制限可 |
| 4 譲渡制限 | ・ 株式譲渡の際に、株主総会/取締役会/代表取締役等の承認を必要と制限可 |
| 5 取得請求権 | ・ ある特定の事由がある場合に限り、会社に対して株式の取得や転換を請求可 |
| 6 取得条項 | ・ 会社はある特定の事由がある場合に限り、強制的に株式を取得可 |
| 7 全部取得条項 | ・ 株主総会の決議により会社が当該株式を全て取得可 |
| 8 拒否権 | ・ 株主総会決議事項において、種類株主総会の決議も必要とする要件を設定可 |
| 9 役員選任権 | ・ 種類株主総会において取締役・監査役を選任可 |

・ **種類株主**となる際は、各詳細を事前に把握しておくことが肝要
・ 更に、種類株主のみならず、**普通株主**にとっても影響が大きい項目も存在するため、**普通株主**に対しても十分な理解を促すことが求められる
✓ 例) ②優先残余財産の分配：種類株主が優先的に残余財産を受け、普通株主への分配金が残らなくなるケースも起きうる

株主間契約について

・ 株主間契約とは、会社と特定株主との間で交わす契約のこと。発行体毎に内容が異なる（以下はその一例）

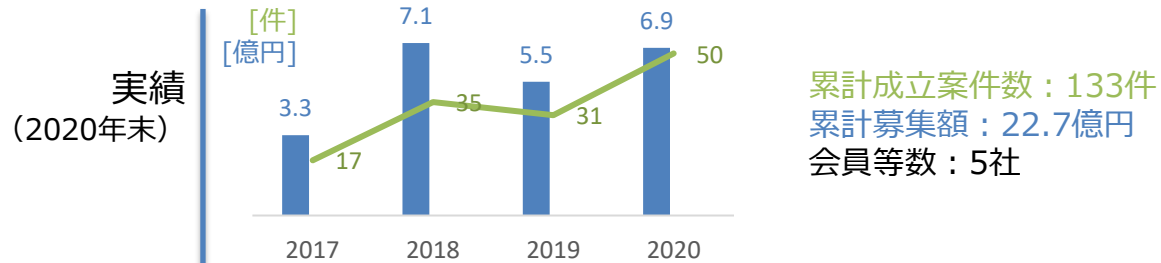
- | | |
|-----------|--|
| a 株式譲渡制限 | ・ 各株主が持分を自己都合で自由に売却できないよう制限 |
| b 希薄化防止 | ・ 増資の場合、優先的に既存株主へ割り当てる制限 |
| c 事前承認事項 | ・ 一定の重要事項について、出資者の事前承認が必要であることを取り決める契約 |
| d 取締役指名権 | ・ 出資者が取締役を指名して取締役会に参加させる権利 |
| e 先買権 | ・ 株式を第三者に譲渡しようとする際に、自身にその株式を譲渡するように求める権利 |
| f 強制売却権 | ・ 一定割合以上の株主が株式売却に賛成した場合、他株主の賛同を義務付ける条項 |
| g 共同売却請求権 | ・ 株式を第三者に譲渡しようとする際に、他株主も一緒に株式を売却できる権利 |
| h ロックアップ | ・ 上場後一定期間は株式の売却を制限する条項 |
| i 新規株主参加 | ・ 新規の株主が現れた場合、当株主にも株主間契約の締結を義務付ける条項 |

・ **株主間契約の当事者**となる際は、各詳細を事前に把握しておくことが必須（(i)のように新規の株主全員に株主間契約の当事者となることを義務付ける場合あり）
・ 特に、(a)株式譲渡制限、(f)強制売却権、(h)ロックアップなど、**株主個々の意向が必ずしも通用しない条項もあり、事前留意が必要**

株式投資型CF及び株主コミュニティ制度に関する課題認識

株式投資型クラウドファンディング・株主コミュニティ制度共に、制度改善を通じた非上場株式市場の活性化への寄与が期待される。一方で、スタートアップエコシステムへの寄与は限定的

株式投資型クラウドファンディング（プライマリ）



課題認識

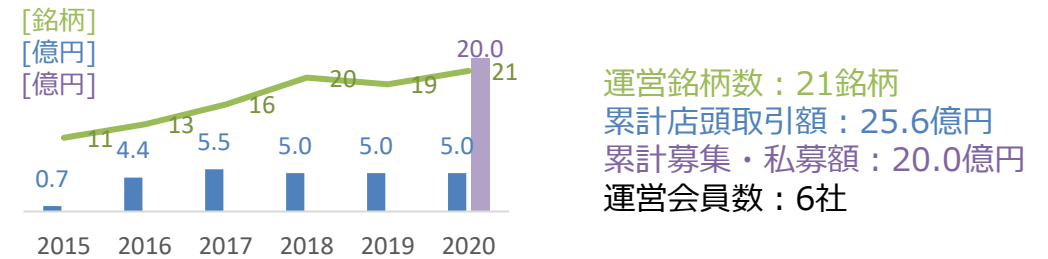
クラウドファンディング投資先に対して、ベンチャーキャピタルによる投資が避けられる懸念

- 適切な株式価値評価/投資回収に向けた評価の難しさ
- 厳格なスクリーニングの必要性
- 議決権行使の際のプロセスの煩雑さ
- 契約上の権利義務の履行担保の必要性
(種類株式・SHAに基づく利害調整・迅速な意思決定)

解決の方向性 (案)

- 必ずしも上場を狙わない企業の調達手段として有効
- 上場志向の企業に向けた代替案：「個人投資家がクラウドファンディングを通じて未上場企業へ投資をする場合は、ファンドの形式で名義を一本化し、ファンドを代表する者が株主としての意思決定を行う仕組み」の検討

株主コミュニティ制度（プライマリ・セカンダリ）



発行体・投資家双方への更なる魅力度向上（流動性向上）が望まれる

- 株主コミュニティへの参加勧誘対象者が限定的
- 情報公開の範囲が少なく投資検討に逡巡するリスク
- 監査書類の提出が必要（1億円以上の募集時）、など使い勝手に改善余地あり
- 本制度自体が流通性に制限を課す仕組み
- 発行体・投資家・運営会員目線で制度を適宜見直しつつ、認知拡大を通じて地域に根差した企業支援を継続

JOBS法と米国における少額証券発行の開示免除と私募の形態

SEC規則名	レギュレーションA	レギュレーションD		
		ルール504	ルール505	ルール506
根拠条文	33年証券法3条 (b)			33年証券法4条(a)(2)
発行額の上限	12カ月で500万ドル以下	12カ月間で100万ドル以下	12カ月間で500万ドル以下	制限なし
投資家の数	制限なし	制限なし	適格投資者は人数制限なし それ以外は35名まで	適格投資者は人数制限なし。それ以外は35名までの洗練された投資家
投資家の属性	制限なし	制限なし	適格投資者以外については制限なし	適格投資者以外を含む場合は、一般的勧誘、一般的広告禁止
勧誘方法の制限	制限なし。SECへの届出の前に、投資家の意向調査を目的とした文書の配布やマスコミの利用も可能	一定の条件を満たす場合、特別な制限なし	一般勧誘、一般的広告は禁止	適格投資者以外を含む場合は、一般的勧誘、一般的広告は禁止 適格投資者のみの場合は、一般的勧誘、一般的広告可
転売の制限	投資家はレギュレーションAを用いて150万ドルまで転売可	一定条件を満たす場合、制限なし	登録免除規定を援用できない形で転売を行うと登録義務	登録免除規定を援用できない形で転売を行うと登録義務
発行体の資格	白地小切手会社、投資会社、SEC報告企業は利用できない	白地小切手会社、投資会社、SEC報告企業は利用できない	投資会社以外	制限なし
SECへの届け出	募集届け出書と財務諸表の提出。財務諸表は監査済みでなくてもよい。SECによるレビューある。	最初の売り付け後15日以内に発行者の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等をFormDで通知	最初の売り付け後15日以内に発行者の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等をFormDで通日。SECに要求された場合、適格投資者以外の者に提供した情報を届け出	最初の売り付け後15日以内に発行者の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等をFormDで通知
州当局への登録	必要	原則、必要	多くの州は免除	1996年全国証券市場改革法により免除
投資家への情報開示義務	募集回状を交付	特に規定なし	適格投資者以外に対してはルール502に基づく情報提供業務	適格投資者以外に対してはルール502に基づく情報提供業務

※JOBS法による緩和

米国ではレギュレーションDの利用が普及。ほぼ全てにおいてRule506が活用されている

オフリング件数はレギュレーションDの利用が圧倒的

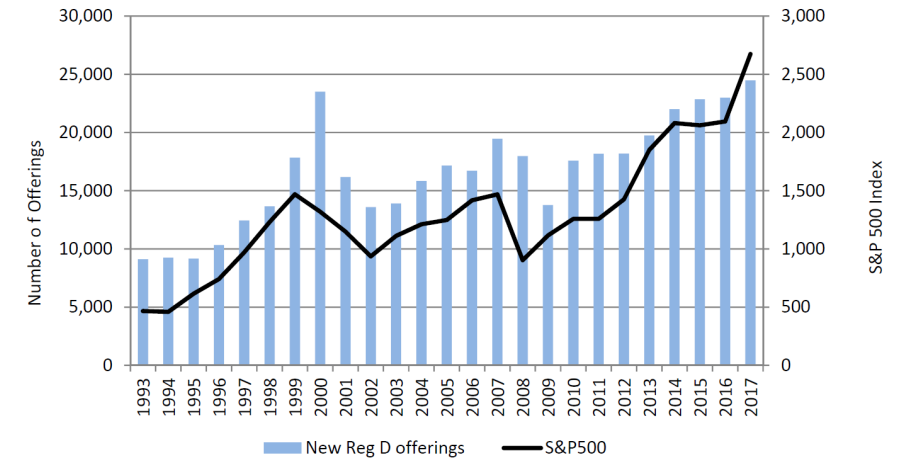
Table 1. Number of offerings by type of offering and year

Year	Public Offerings		Private Offerings		
	Public equity	Public debt	Regulation D	Rule 144A	Other private*
2009	942	1,445	18,295	1,661	942
2010	1,072	1,930	25,993	1,958	930
2011	863	1,465	27,336	1,388	960
2012	954	1,473	28,184	1,558	531
2013	1,250	1,510	30,429	1,896	841
2014	1,176	1,576	33,429	1,813	674
2015	985	1,565	34,877	1,761	287
2016	821	1,636	35,793	1,500	450
2017	976	1,846	37,785	2,099	1,217

*Includes offerings conducted under Regulation S, qualified Regulation A, Regulation Crowdfunding, and Section 4(a)(2).

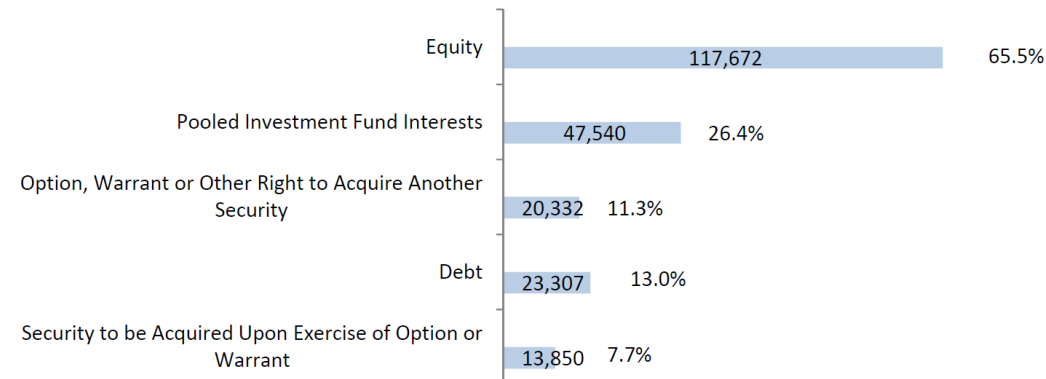
レギュレーションD利用件数推移とS&P500

Figure 2. Number of Regulation D offerings: 1993-2017



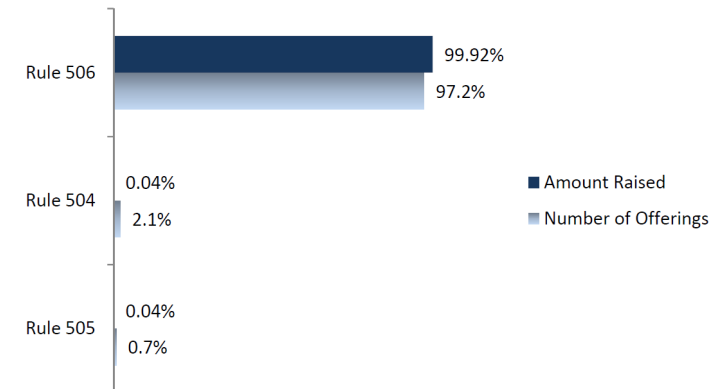
レギュレーションD利用の65.5%がエクイティ

Figure 3. Number and percent of Regulation D offerings by type of security issued: 2009-2017²⁹



レギュレーションDの中でも圧倒的にRule506が活用されている

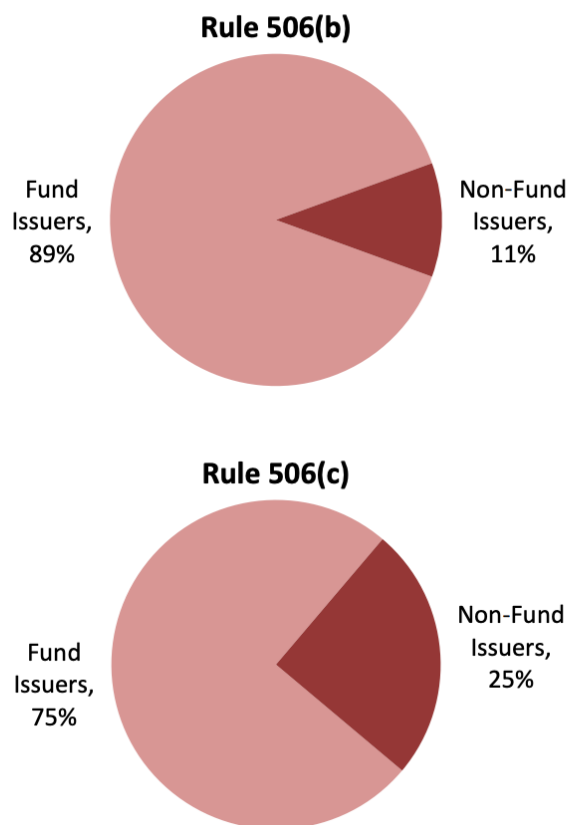
Figure 4. Fraction of offerings and amount raised by Regulation D Exemption: 2009-2017



米国ではRule506を通じてPE・VCファンドの投資が興隆。日本でも同様の活用と効果が期待される

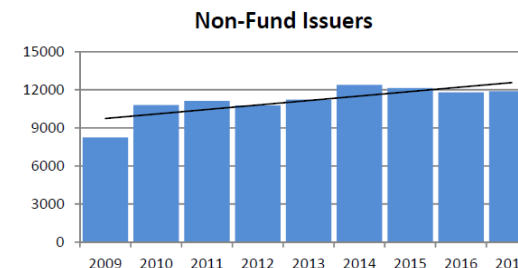
Rule506を利用するのはファンド事業者が大多数

Figure 9. Amounts raised by fund and non-fund issuers in Rule 506 market:
September 23, 2013 - December 31, 2017



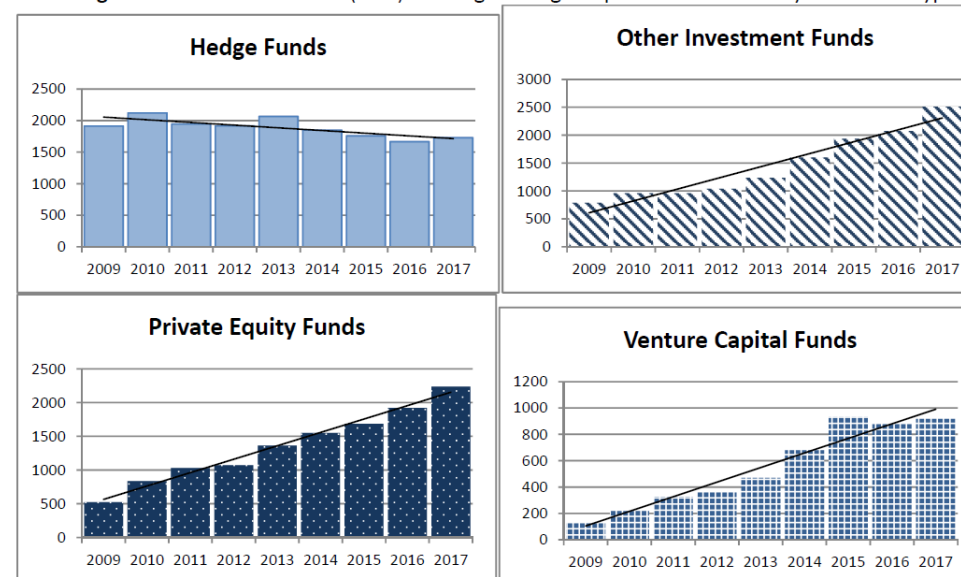
Rule506を利用するファンド事業者以外の増加は限定的

Figure 10. Number of initial (new) offerings during the period 2009-2017 by non-fund issuers



ファンド事業者のなかでもPE・VCファンドの伸びが顕著

Figure 11. Number of initial (new) offerings during the period 2009-2017 by fund issuer type



2020年に法改正があり、定量的指標に加えて投資のリテラシーに関する定性的指標を追加

米国 適格投資家

- 機関投資家（銀行、保険会社、年金基金同）
- 500万ドル超の純資産を有する団体、会社
- 投資顧問法第2020条(a)(22)に規定する投資会社
- 発行会社役員、無限責任社員
- 証券会社（ブローカー・ディーラー）
- 主たる住居以外の資産100万ドル超の個人または世帯。
直近2年連続で20万ドル超の所得を得ている個人
（30万ドル超の所得を得ている世帯）
- 500万ドル超の資産を有する信託
- 適格投資家がすべての資本を出資している組織



（2020年8月米国SECにて採択）

- SEC指定の専門資格や地位又は適切な教育機関から授与された資格情報を有する者
- 発行者となるファンド等に関する知識を有する従業員
- 登録投資助言業者（RIA）
- 農村地域事業投資会社
- 総資産500万ドル超の有限責任会社（LLC）
- 総資産500万ドル超のファミリーオフィスとその受益者
- 当該通貨証券の取得のために組織されたものでない総資産500万ドル超の団体

非上場企業に直接投資を行う個人投資家は、ファンド投資家よりも高いリテラシーが求められるべきではないか

金商業登録を行わない適格機関投資家等特例業務として行うファンドの投資家要件

- ✓ 1 名以上の適格機関投資家
- ✓ 49 名以下の適格機関投資家以外の投資家で判断能力を有する一定の投資家及びファンド業者と密接に関連する者（特例業務対象投資家）

<特例業務対象投資家>

1. 国
2. 日本銀行
3. 地方公共団体
4. 金融商品取引業者等
5. ファンド資産運用等業者
6. 当該ファンド資産運用等業者の役員または使用人
7. 当該ファンド資産運用業者等の親会社等、子会社等または親会社等の子会社等
8. 当該ファンド資産運用業者等のファンド資産の運用権限の全部または一部の委託を受けた者（再委託を受けた者も含む）
9. 当該ファンド資産運用業者等と投資顧問契約を締結している者または当該者との間で投資顧問契約を締結している者（サブ・アドバイザー）
10. 上記 7～9 の役員または使用人
11. ファンド資産運用等業者（個人）及び上記 6、8～10 の親族
12. 上場会社
13. 資本金の額が 5000 万円以上の法人
14. 純資産の額が 5000 万円以上の法人
15. 特殊法人及び独立行政法人
16. 特定目的会社

17. 投資性金融資産を100 億円以上保有すると見込まれる企業年金基金
18. 外国法人
19. 投資性金融資産を1億円以上保有すると見込まれ、かつ、証券口座開設後 1 年を経過している個人
20. 業務執行組合員等として投資性金融資産を 1 億円以上保有すると見込まれる個人
21. 地域の振興または産業の振興に関する公益目的事業を営む一定の公益社団法人または公益財団法人
22. 投資性金融資産を100億円以上保有すると見込まれる一定の存続厚生年金基金
23. 投資性金融資産を100億円以上保有すると見込まれる外国の企業年金基金または存続厚生年金基金に相当する者
24. 投資性金融資産を1億円以上有すると見込まれる法人
25. 業務執行組合員等として投資性金融資産を1億円以上有すると見込まれる法人
26. 上記 4（法人のみ）、12～14 の子会社等または関連会社等
27. 一定の資産管理会社（（i）資産の帳簿価額の総額の 70%以上が、（a）特定資産の帳簿価額、及び（b）5 年間の当該資産管理会社の代表者及び当該代表者の同族関係者に対して支払われた剰余金の配当等及び給与のうち法人税法上当該資産管理会社の所得の金額の計算上損金の額に算入されないこととなる金額であること。）。
28. 外国ファンド持分の発行者（出資者が適格機関投資家、ファンド持分の発行者または特例業務対象投資家である場合に限る。）
29. 総収入金額に占める特定資産の運用収入の合計額の割合が 75%以上であると見込まれる会社（上記21～28 に該当する者のためにその資産を保有・運用するもの）

機関投資家からの資金獲得状況の現状認識

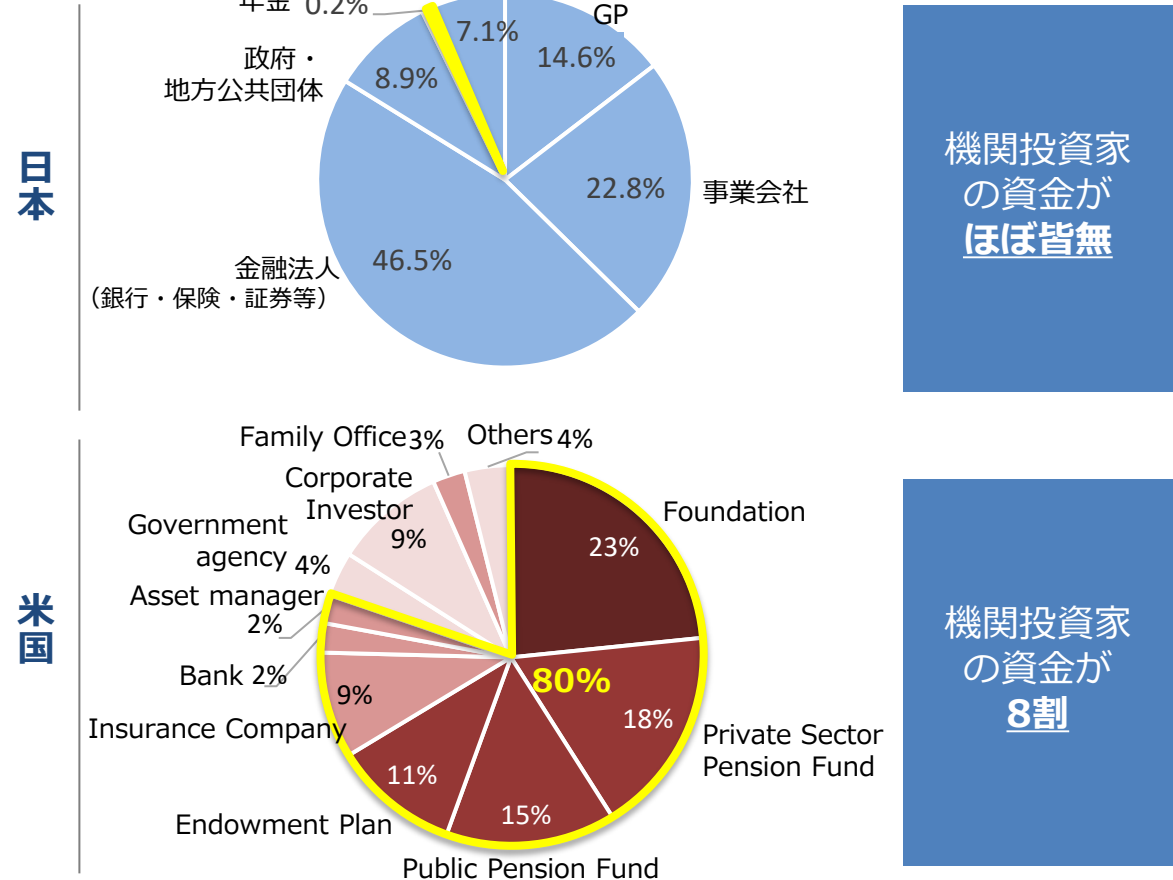
ポイント

2

3

機関投資家による「国内のベンチャーキャピタルへのLP投資」及び「未上場スタートアップへの投資」が限定的。
機関投資家からの資金獲得を加速化させていくことが重要であり、証券会社からのご協力を賜りたい

日米VCファンド出資者構成



海外機関投資家の国内未上場スタートアップへの投資実績例

海外機関投資家	投資先
	2016年 ラクスル 2019年 ココナラ、イノフィス 2020年 マネーツリー
	2017年 マネーツリー 2020年 五常・アンド・カンパニー
	2018年 freee、sansan 2020年 プレイド
	2020年 ヘイ
	2021年 Paidy
	2021年 Paidy

海外機関投資家による日本の未上場スタートアップへの投資も
2020年以降徐々に増えてきつつあるものの未だ限定的

参考) 初期的考察

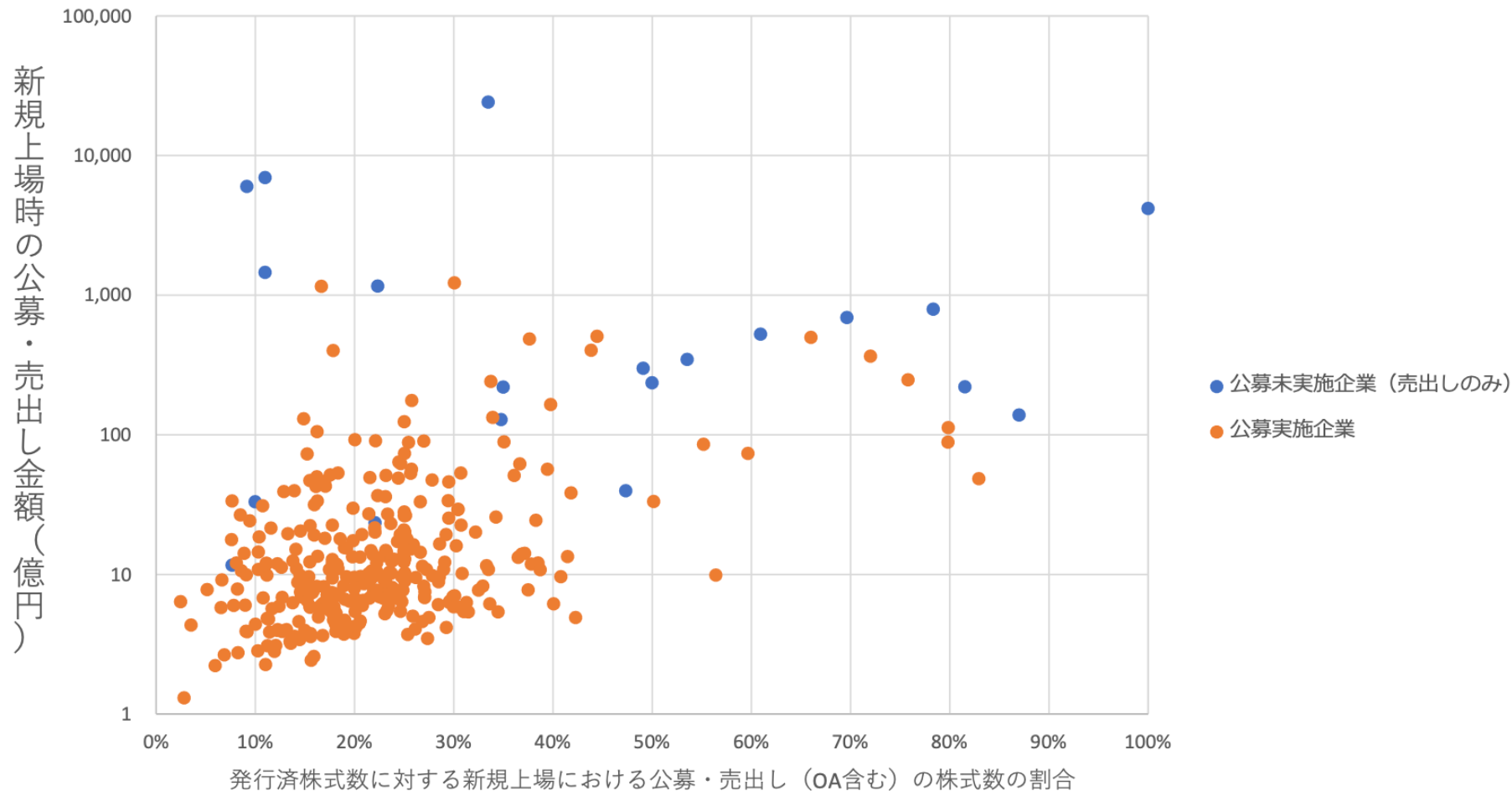
非上場株式の発行及び流通市場の活性化に向けた
IPO（出口戦略の大型化）に関連する周辺課題認識

ポイント 

国内IPOはオフリングサイズが50億円未満、発行済株式数に占める割合が30%以内のものが中心

新規株式公開時の公募・売出しの規模と公開性

(2014年 から2018年に東証1部、2部、マザーズ、ジャスダックのいずれかへの上場企業のうち、株式の公募又は売出しを実施した企業を分析)



オフリングサイズ
が小さく、
機関投資家の
投資対象外の案件が
大半を占める

オフリングサイズ別初値騰落率の日米比較 (2001-2019)

国内の大半を占めるオフリングサイズが小さい案件の初値高騰率が米国対比で見ると極めて高い水準。
一方で、オフリングサイズが50億円（≒\$50M）以上の場合、日米の初値騰落率水準には大きな差異は無い

国内におけるオフリングサイズ別初値騰落率

	オフリングサイズ	件数	割合	初値騰落率
I	10億円未満	787	44%	69.6%
II	10億円以上、50億円未満	753	42%	38.2%
III	50億円以上、100億円未満	100	6%	11.5%
IV	100億円以上、500億円未満	112	6%	3.0%
V	500億円以上、1,000億円未満	18	1%	▲4.7%
VI	1,000億円以上	30	2%	13.8%

- オフリングサイズが10億円未満の場合、初値騰落率が70%程度と高い水準。オフリングサイズが拡大すると初値騰落率は落ち着く傾向あり
- オフリングサイズが50億円に満たないケースが全体の86%を占めている

米国におけるオフリングサイズ別初値騰落率

	オフリングサイズ	件数	割合	初値騰落率
I	\$10M未満	57	3%	2.8%
II	\$10M以上、\$50M未満	345	16%	1.2%
III	\$50M以上、\$100M未満	656	30%	7.7%
IV	\$100M以上、\$500M未満	923	42%	11.7%
V	\$500M以上、\$1,000M未満	136	6%	6.2%
VI	\$1,000M以上	70	3%	7.7%

- \$10M（≒10億円）未満の場合も初値騰落率が2.8%と、いずれのサイズでも初値騰落率は相対的に低い水準に留まっており、オフリングサイズの多寡と初値騰落率には相関関係が無い
- オフリングサイズが\$10M未満のケースが全体の3%であり、最も件数の多いゾーンは\$100M～\$500M

※1：データの対象期間は2001年から2019年まで

※2：国内はTOKYO PRO Marketを除く国内の全市場で上場したIPO（ETFとREITを除く）が対象

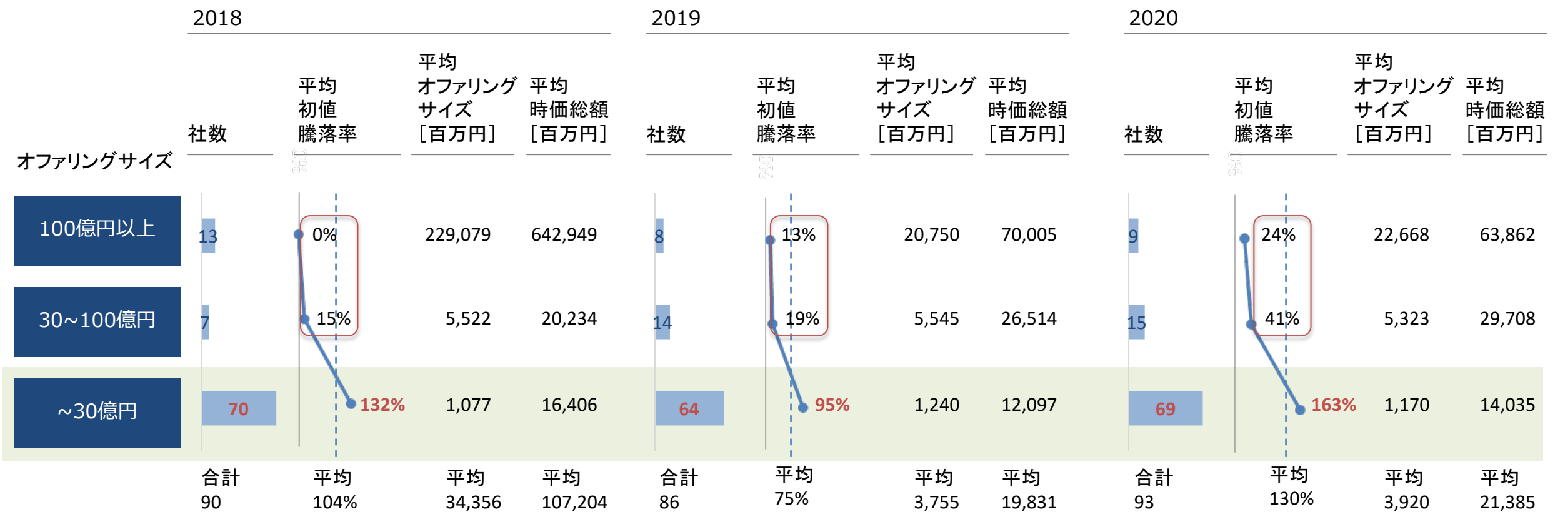
※3：初値騰落率は中央値を採用

Source：金子隆「日米比較を通して見る値付けの歪みー「IPO神話」復活の兆しに問うー」『三田商学研究』第63巻第5号（2020年12月）pp. 91-114

Copyright© Japan Venture Capital Association all rights reserved.

国内オフリングサイズ別初値騰落率（2018-2020）

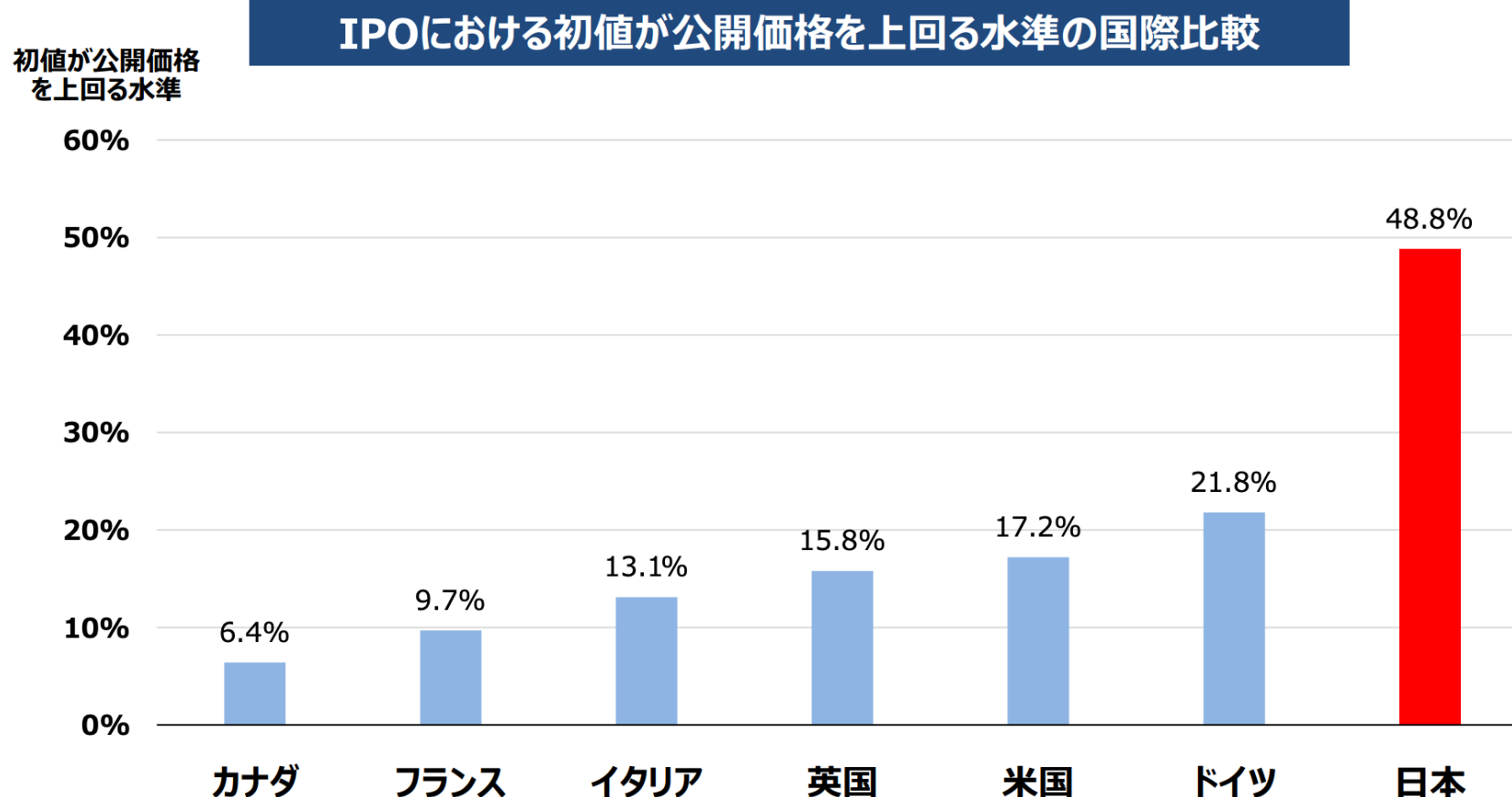
直近3年間に於ける国内IPO時の初値騰落率は高水準にあり、オフリングサイズが小さいほど有意に乖離幅が大きくなっているが、100億円を超えるオフリングサイズであれば20%台以内に収斂している



市場関係者の中で30億円以上のオフリングサイズを発行体に推奨する方向性を決めることも一案ではないかと思料

国内IPO市場は先進国と比較して初値騰落率が顕著に高い傾向にあり、2021年3月17日の内閣官房成長戦略会議においても問題提起がなされている

○ 日本のIPOでは、初値（上場初日に市場で成立する株価）が公開価格（上場時に起業家が株を売り出す価格）を大幅に上回っている（+48.8%）。このため、IPOによる起業家の資金調達額が相対的に小さい。



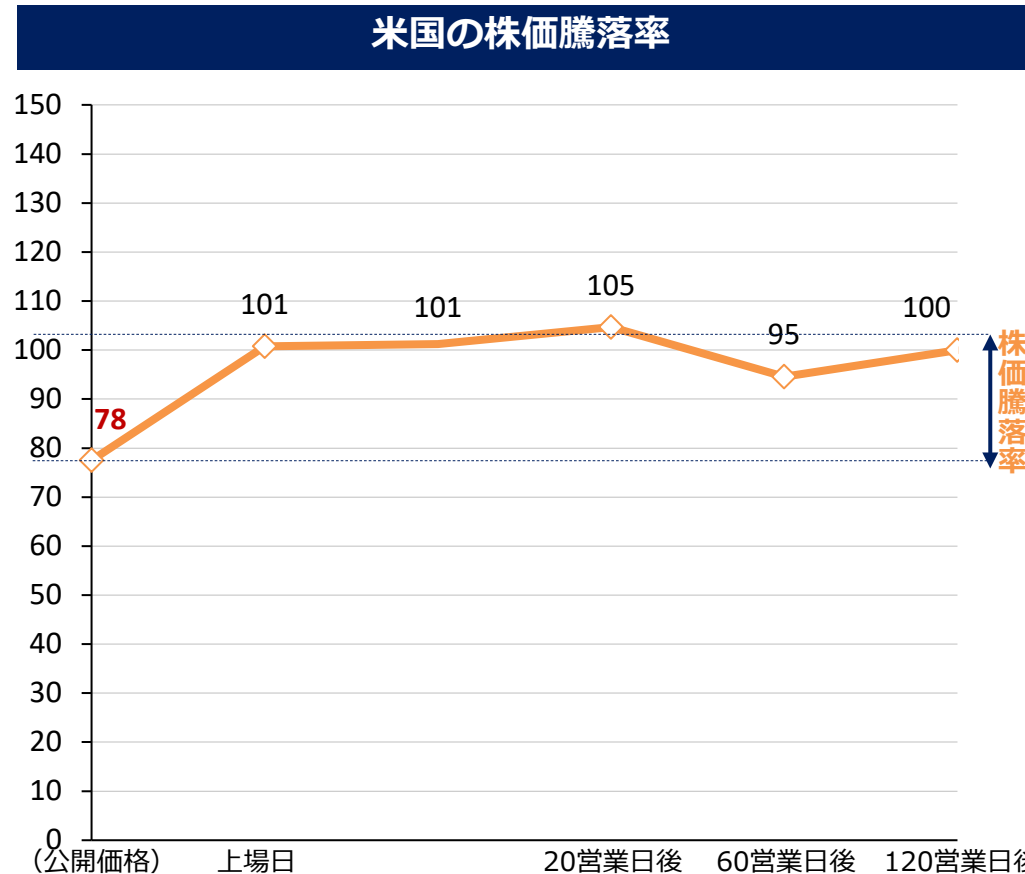
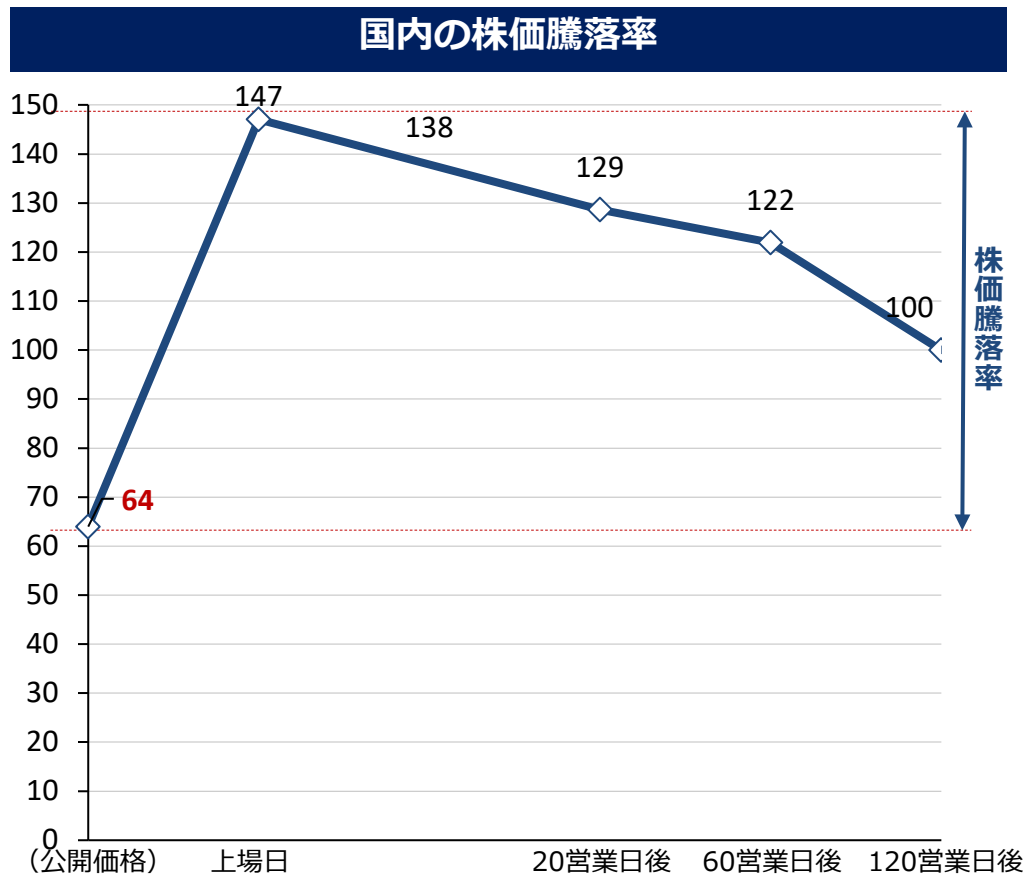
Source: 2021年3月17日内閣官房「成長戦略会議（第8回）配布資料 基礎資料 P12より抜粋

Copyright© Japan Venture Capital Association all rights reserved.

上場後の株価推移（ロックアップ解除後の日米比較）

米国では公開価格は上場後120営業日より22%低い水準にあり、これに対し国内では36%低い水準にある

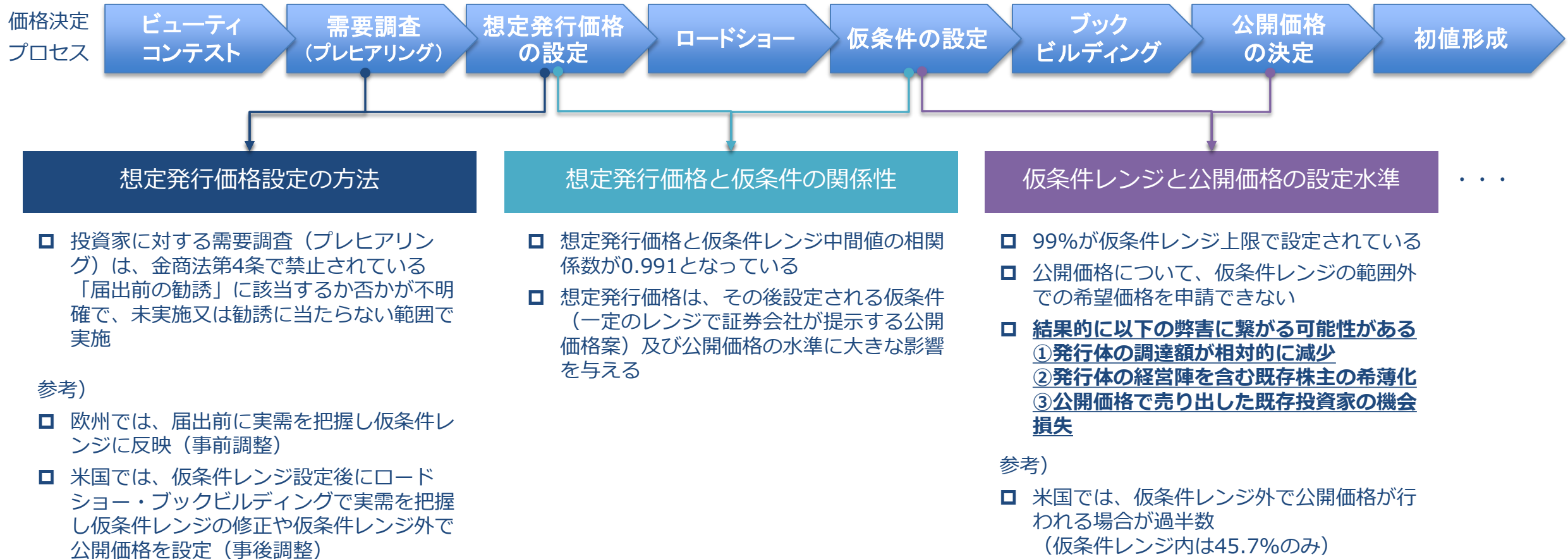
2017年以降東証マザーズに上場した企業と米国で上場した企業について上場後120営業日までの株価推移を比較
(既存株主のロックアップが解除され需給要因による下方圧力が働く日数を考慮)



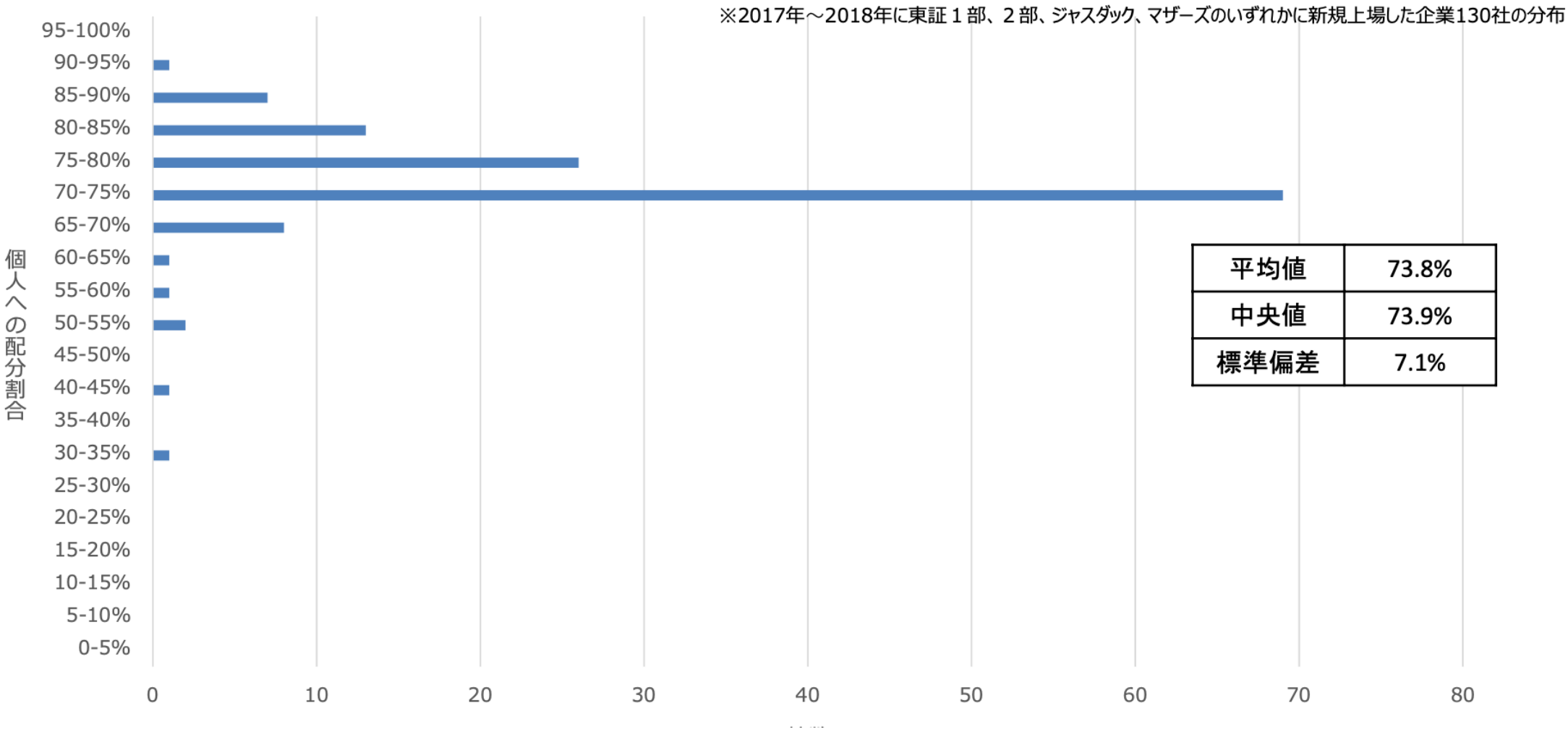
国内は初値/株価騰落率が高い水準にあり、初値形成に関連したオファリングプロセス、及び公募価格に関連したプライシングプロセスに課題がないかを検証する余地があるのではないかと

公開価格の設定に際して、実需を正しく反映したプロセスへと変更していくことも今後の要検討事項であると思料

論点の一例



殆どの上場案件において個人投資家の配分が平均/中央値ともに73%以上を占める



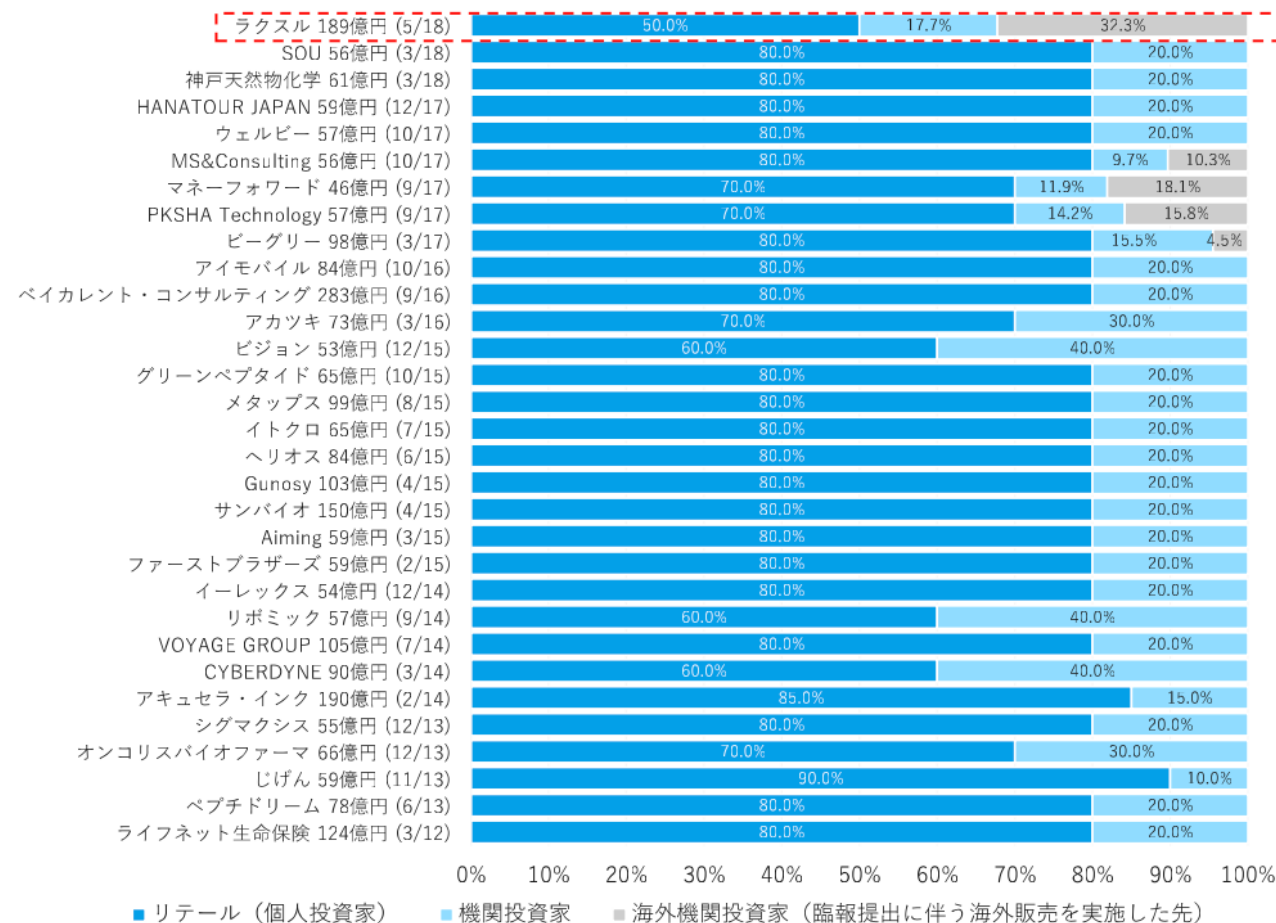
Source:2019年10月23日 金融庁 “企業の長期成長に資する市場構造の在り方等の検討について” P14より抜粋

参考) ラクスの国内IPO時における投資家属性別配分

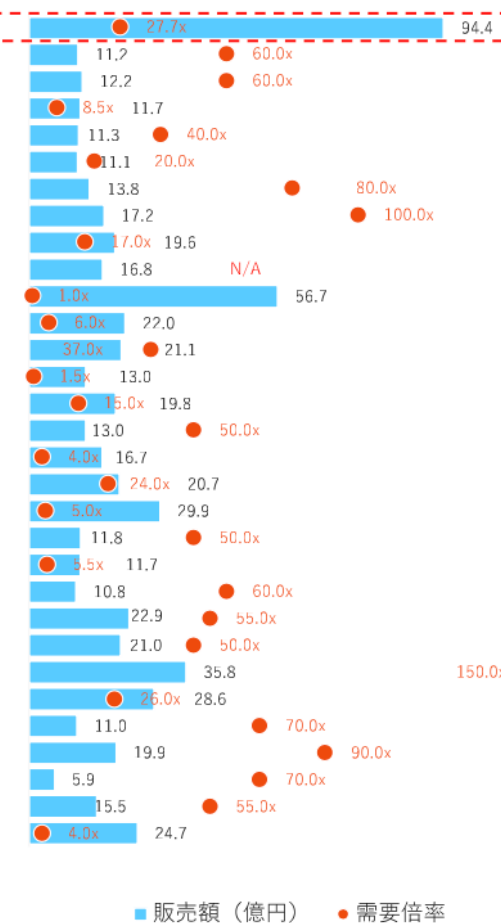
殆どのマザーズ上場案件において個人投資家の配分が8割を占め、機関投資家への配分が十分でない可能性

マザーズ市場IPO案件におけるポーション設定事例

2012年以降、案件総額50億円以上⁽¹⁾



機関投資家販売額及び需要

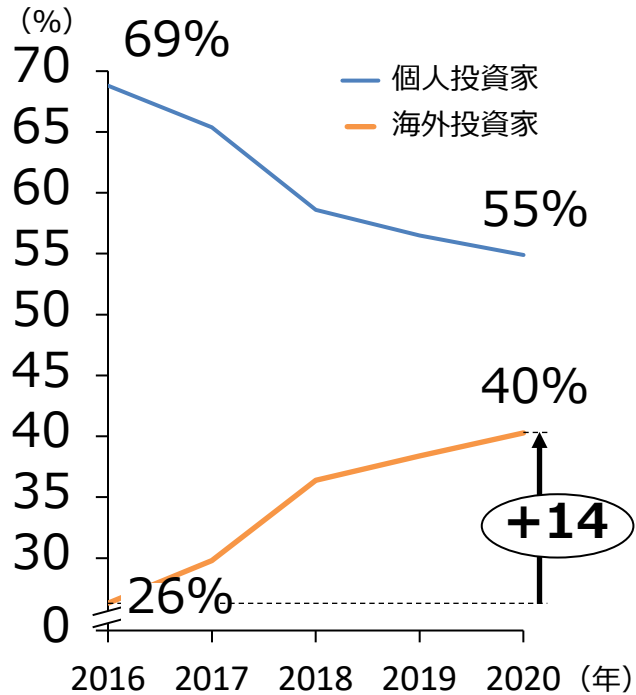


Source: 2019年10月2日 金融庁「金融審議会「市場構造専門グループ」第3回市場の在り方」資料6 P12より抜粋

Copyright© Japan Venture Capital Association all rights reserved.

海外機関投資家のIPO参加をより一層呼び込んでいくことが肝要ではないかと思料

マザーズ市場の売買金額に占める 海外投資家の割合



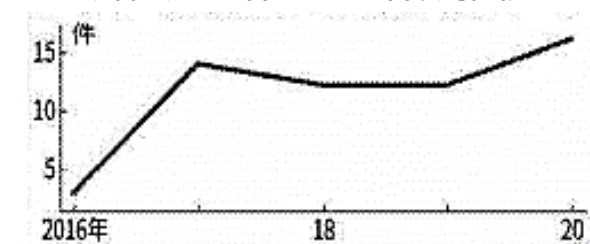
海外機関投資家のIPO参加 により想定される効果

- 公開価格の上昇**
 - 投資家需要の純増
 - 多様な類似企業に基づいた適正な企業価値評価
- 初値の低落抑制**
 - ロングポジション嗜好の投資家の絶対数が多く、獲得できれば国内の個人投資家と異なり早期に売り抜けられる可能性が相対的に低くなる
- 発行体の成長**
 - 多様な投資経験に基づく助言
 - 発行体の海外市場参入支援

海外機関投資家の 呼び込みに関する課題

- ① 海外調達に要するコストが課題になる場合もある
- ② 個人投資家向けの配分が優先され機関投資家向け配分が小さい場合、機関投資家が投資したくてもできない
- ③ そもそも全体のオフリングサイズ自体が小さい場合も同様

＜海外調達を伴うIPO件数推移＞



*海外調達には旧臨報方式を含む

- かつて個人投資家が売買金額の7割を占めたマザーズ市場は、直近では海外投資家が4割以上を占める市場に変化。こうしたなかで海外機関投資家のIPO参画は進み、2017年は海外での募集・売出行なったIPOが15件に（全体の16%）
- 海外機関投資家がIPOに参画することは、①公開価格の上昇、②初値の低落抑制、③発行体の中期的成長促進、などの観点で重要であり、海外機関投資家の参加有無により公開価格が大きく異なるという専門家の指摘が多数存在する
- コストや海外機関投資家の購入可能な株数が少ないことなどにより海外調達件数は近年頭打ちに（16件、全体の17%）

米国のようにスタートアップが産業を牽引する構造を国内に構築するためにはグロースキャピタル/レイトステージ資金の拡大が必須であり、国内VCの自助努力だけでなく証券会社との連携及びご協力が不可欠。そのため下記施策を推進するための議論をさせて頂きたい

インパクト

大

- 1 個人投資家に対しては証券会社と発行会社とVCが協力して非上場株式個別銘柄への直接投資でなく、LPSまたは投資法人またはオープンエンド型ファンド経由での間接投資に取りまとめた形で非上場株式市場に接続させることで、新たなリスクマネーの拡充と投資家保護を両立できないか
- 2 国内VCのファンドレイズに際し、機関投資家資金獲得に向けた証券会社によるプライベートプレイスメントの取扱を拡充できないか
- 3 レイトステージスタートアップ向けの資金獲得に向けた証券会社による海外VC、海外機関投資家、国内機関投資家、大手事業会社へのプライベートプレイスメントの取扱を拡充できないか
- 4 グロースキャピタル/レイトステージ資金の拡大のために、かかる資金の出口戦略大型化が必要。そのため国内IPOに関連する諸規則及び慣習を業界全体でアップデートできないか

本日は
初期的考察
(ご参考)



運用会社における非上場株式の投資について

丸山 隆志

フィデリティ投信株式会社 取締役副社長 運用本部長 最高投資責任者

2021年4月

目次

フィデリティのご紹介

非上場株式の投資事例（当社のケース）

非上場株式投資の狙い

非上場株式投資（1） 投資実行まで

非上場株式投資（2） 投資後

非上場株式投資の活性化に向けて

フィデリティ・インターナショナル

フィデリティ・インターナショナルは、アジア太平洋、欧州、中近東、南アメリカにおいて、投資家向けに資産運用サービスを展開しています。世界有数の資産運用会社としてさまざまなアセットクラスを網羅する投資商品や、リタイアメント・ソリューションを提供しています。

フィデリティ・インターナショナル

本拠地：英国ロンドン

従業員数：8,080人¹⁾

運用資産総額：3,569億米ドル（約42.2兆円）²⁾

ファンド数：696本³⁾

¹⁾ フィデリティ投信の従業員数を含みます。

²⁾ 2020年12月末現在、換算レート：1ドル＝103.245円

フィデリティ投信の運用資産額を含みます。

³⁾ フィデリティ投信のファンド数を含みます。

専門分野を活かした連携

フィデリティ・インターナショナルは専門性の高い各社との連携を通じて、日本の投資家の皆様に幅広い運用サービスを提供しています。

フィデリティ・マネジメント・アンド・リサーチ・カンパニー

本拠地：米国ボストン

従業員数：48,857人¹⁾

運用資産総額：3兆3,087億米ドル（約341.6兆円）²⁾

¹⁾ フィデリティ・インスティテューショナル・アセット・マネジメントの従業員数を含みます。

²⁾ 2020年12月末現在、換算レート：1ドル＝103.245円

フィデリティ・インスティテューショナル・アセット・マネジメント

本拠地：米国スミスフィールド

運用資産総額：2,576億米ドル（約26.6兆円）¹⁾

¹⁾ 2020年12月末現在、換算レート：1ドル＝103.245円



- 拠点：東京、大阪、福岡
- 従業員数（正社員）：192人
- 運用資産総額：5兆8,578億円
（内、投資顧問：2兆6,164億円）

2020年12月末現在

運用資産の世界基準

ロゴに使用されている「F」では、「¥」や「€」といった世界の通貨に用いられる2本線をFidelityの「F」に組み合わせることで、資産運用における「主要通貨＝基軸、グローバル・リーダー、世界基準である」ということを象徴しています。世界の通貨が、世界の経済や金融を動かす基準であるように。

フィデリティは、世界の資産運用の基準として皆様のお役に立ちたいと考えています。

「フィデリティ」の意味は？

「フィデリティ」（＝Fidelity）という言葉には「忠実」「忠誠」あるいは「誠実」といった意味があります。これからもフィデリティは、世界のお客様から「最も信頼される」資産運用会社になることを目標に、「忠実に」、「誠実に」運用を続けてまいります。

※フィデリティ・インターナショナルは、FILリミテッド傘下の資産運用サービスを提供する企業のブランド名です。

非上場株式の投資事例(当社のケース)

- 日本株に関しては2016年から
- 投資ビークルは外国籍投信
- 国内籍投信での投資実績はなし

投資事例 ①



ラクスル株式会社

- 2016年8月に投資開始
- 2018年5月 IPO
- 現在(※)も投資を継続

投資事例 ②



株式会社ココナラ

- 2019年7月に投資開始
- 2021年3月 IPO
- 現在(※)も投資を継続

※ 2021年2月末時点

出所: フィデリティ投信

非上場株式投資の狙い

顧客に提供する価値の向上



投資目的

- 後に上場してパフォーマンスに貢献する可能性のある非上場企業への投資は貴重な投資機会
- 近年、企業のライフサイクルにおいてIPOまでの期間が長期化しているケースもあり、上場前に企業価値が大きく増大することもある



投資期間

- 主に上場する前の1～2年間がターゲット
- ケースバイケースで、それ以上に長い期間にて投資することもある



ポイント

- いずれの場合も、適切なデューデリジェンスとモニタリングが不可欠
- 上場後も株主として投資し続ける上場株投資家は、資金調達ニーズのある企業にとっては魅力的なパートナー

非上場株式投資(1) 投資実行まで

案件発掘、デューデリジェンス、投資実行

1. 案件発掘

- 調査活動、業界でのネットワーク、カンファレンス、専門家からの評判など、様々なネットワークを活用
 - 主要投資銀行との連携
 - これまで投資してきた案件の関係者との間での評判とネットワーク
- デューデリジェンスすべきか否かを判断するには、業界に関する専門知識が不可欠

2. デューデリジェンス

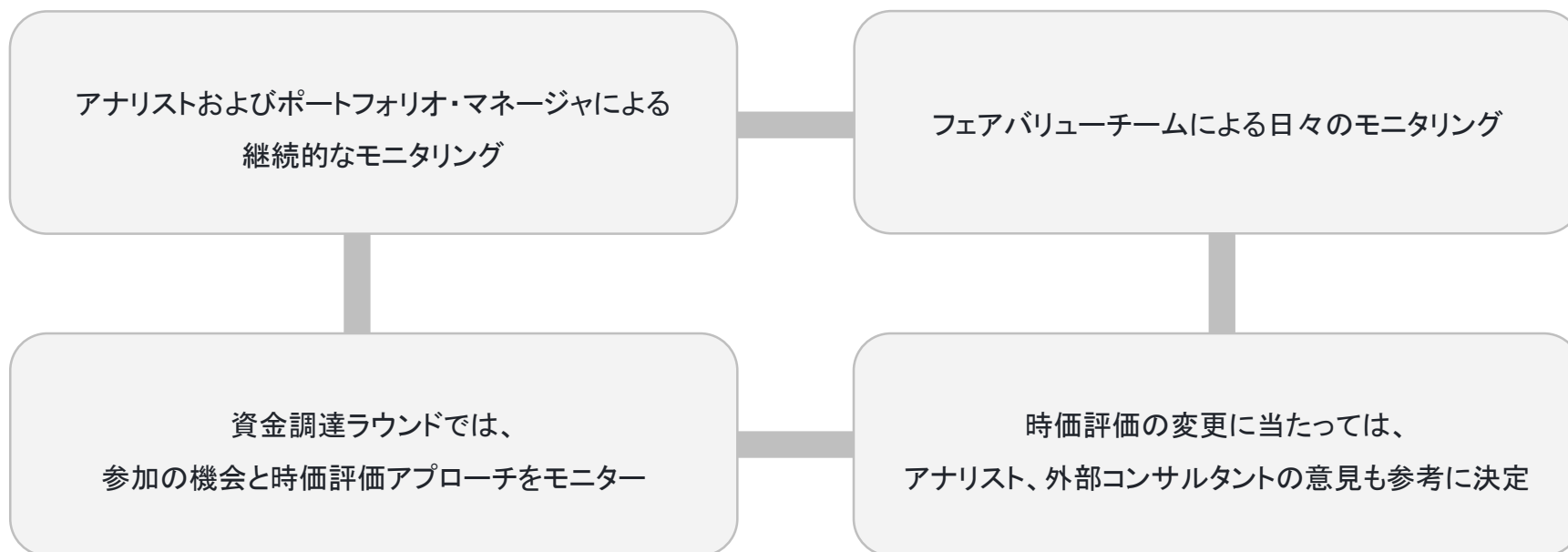
- ビジネスモデル及びバリュエーション分析のコアスキルは上場企業と非上場企業に共通
- 上場企業同様、セクターや事業の性質によって、事業を評価する適切な方法は異なる
- ESGなどの長期的な価値を生み出す重要な非財務的要因も考慮

3. 投資実行

- 社内の専門チームが、社内弁護士及び社外弁護士のサポートを受けて契約条件を交渉
- 投資実行前にCIO、コンプライアンス部、フェアバリューコミッティのサインオフが必要

非上場株式投資(2) 投資後

継続的なモニタリングと公正な評価



IPO以降も基本的に継続保有

非上場株式投資の活性化に向けて

国内公募投信において非上場株式投資が進んでいない要因として考えられること:

約款での制限

流動性に対する懸念

公正な時価評価に対する懸念

ディスクレーマー

- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更 することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- 当資料は、信頼できる情報をもとに作成しておりますが、引用したデータの正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き作成者に属し、いかなる目的であれ当資料の一部 又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。

(商号等) フィデリティ投信株式会社 金融商品取引業者
(登録番号) 関東財務局長(金商)第388号
(加入協会) 一般社団法人投資信託協会及び一般社団法人日本投資顧問業協会

IC 210414-01



JSDA

日本証券業協会

Japan Securities Dealers Association

資料 4

非上場株式の発行・流通市場の 活性化に関する検討懇談会(第4回資料)

事務局説明資料

－非上場株式取引制度の改善策(案)－

2021年4月23日
日本証券業協会

I プロ投資家向けの発行・流通市場（日本版レギュレーションD）の整備

II 株主コミュニティ制度の改善

III 株式投資型クラウドファンディング制度の改善

IV 店頭取扱有価証券に係る譲渡制限の見直し

V その他

I プロ投資家向けの発行・流通市場（日本版レギュレーションD）の整備

証券会社等が関与するプロ投資家向けの 非上場株式の発行・流通市場の整備

非上場企業（発行者）

売り手
（プロ投資家、会社関係者）

株式発行（プライマリー）

証券会社等



株式流通（セカンダリー）

証券会社等



出資者
（プロ投資家）

買い手
（プロ投資家）

【具体的な施策】

1. 特定投資家私募の開示規制の整備
2. 特定投資家への非上場株式の勧誘ルール of 整備
3. 発行会社の既存株主への非上場株式の勧誘ルールの整備
4. 特定投資家向けの非上場株式の流通市場の整備 等



適格機関投資家私募・勧誘制度等も別途存在するが、より範囲の広い特定投資家向け制度の整備を図る

1-1. 特定投資家私募の開示規制の整備

【制度改善策（案）】

- 米国のレギュレーションD（ルール506）※を参考に、特定投資家私募の開示規制の整備を図る
- 具体的には、TOKYO PRO Market以外でも特定投資家私募を行えるように金融庁告示や自主規制規則を整備

※プロ投資家（自衛力認定投資家等）向けの私募発行制度

【発行（特定投資家私募制度）】改正等が必要なものは下線

対象投資家	特定投資家（いわゆるプロ成り投資家も含む）
取得勧誘の方法	・制限なし ・開示が行われていないことや特定投資家以外の者に転売を行わない旨等の契約を締結することが取得の条件であること等を告知
開示資料 （特定証券情報）	・ <u>日本証券業協会が自主規制規則で定める情報【告示改正及び自主規制規則の整備が必要】</u> （発行会社が作成し、証券会社が勧誘時に特定投資家に交付） ・開示義務違反については民事責任・課徴金・刑事罰あり
財務諸表の監査証明	任意

【流通】

転売制限	あり
転売方法	・特定投資家又は非居住者への転売は可能

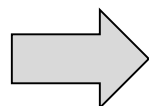
1-2. 「特定証券情報」の記載事項案

【制度改善策（案）】

- 米国のFormD※及びTOKYO PRO Marketにおける特定証券情報を参考として、本協会の自主規制規則において、プロ投資家への勧誘時に提供する「特定証券情報」の記載事項を定める

※レギュレーションDを利用する際に用いられる簡素な開示書類

項目案	記載事項
1. 会社概要等	会社名、所在地、責任者、連絡先電話番号、特定証券情報である旨
【証券情報】	
2. 証券の種類	株式の種類などに関する事項
3. 取得勧誘の方法及び条件	発行価格、資本組入額、募集総額、募集期間など
4. 株式の引受け	引受人の名称、引受けの条件など
5. 販売手数料	販売手数料の額と受け手
6. 資金使途	調達資金の使途
7. その他	発行者が特定投資家私募以外で発行している有価証券に関する情報
【企業情報】	
8. 事業及び経理に関する事項	事業内容、財務諸表など



上記に加えて「特定証券情報」として提供すべき情報はあるか

(参考1) 日米におけるプロ投資家制度の比較

特定投資家(日本)(注1)	自衛力認定投資家(米国)
● 適格機関投資家 ● 国、日銀	● 銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、投資会社、従業員給付プラン、登録投資顧問会社など ● 総資産500万ドル超の株式会社・事業信託など ● 「洗練された個人」によって投資判断が行われる総資産500万ドル超の信託 ● 全出資者が認定投資家に該当する法人 ● 投資資産500万ドル超の法人(政府機関、ファンド等を含む) ● 500万ドル超の資産が運用されている「ファミリーオフィス」とその「ファミリークライアント」
● 特別の法律により特別の設立行為をもって設立された法人 ● 投資者保護基金、預金保険機構、農水産業協同組合貯金保険機構、保険契約者保護機構 ● 特定目的会社 ● 上場会社 ● 取引の状況その他の事情から合理的に判断して資本金の額が5億円以上であると見込まれる株式会社 ● 金融商品取引業者又は特例業務届出者である法人 ● 外国法人	
● 上記の特定投資家以外の法人(金商法 § 34の3) ※証券会社等への申出により特定投資家へ移行した法人に限る	
● 一定の要件に該当する個人(金商法 § 34の4) ・匿名組合等の営業者等で一定の要件を満たす者 ・純資産・金融資産3億円以上、取引経験1年以上 ※証券会社等への申出により特定投資家へ移行した個人	● 配偶者等と合算して純資産が100万ドル超の者 ● 過去2年間ににおける所得実績が年間20万ドル超(または配偶者等との合計所得が30万ドル超)であり、今年も同様の収入が見込める自然人 ● レギュレーションDに基づいて発行された証券の発行体の取締役、役員、ゼネラルパートナー ● 特定の専門家の認定、指定、資格、または認定された教育機関によって発行されたその他の資格を得た者(注2) ● プライベートファンドの「知識ある従業員」

(注1) 現在、金融審議会「市場制度WG」において、特定投資家に移行できる個人投資家の範囲を拡大することについて検討が行われている

(注2) SECは現在、シリーズ7(一般証券外務員試験)、シリーズ65(統一投資顧問法試験)、シリーズ82(私募に係る外務員試験)を対象資格として指定

非上場企業(発行者)

- スモールIPOを目指さず、非上場時の多額の資金調達により大きく成長した後に、上場を目指したい企業（大型SaaS、シェアリングエコノミー、Eコマース、フィンテック、フードデリバリー等）
- ビジネスモデルの特徴として、死の谷が深く長いため、短期的な上場が難しい企業（研究開発型：ヘルステック、ドローン、バイオテクノロジー等） など
- IPOを目指さない企業で、長期投資家の参入を望む企業
- 地方発の新規企業で、地元企業や、地元富裕層から広く資金調達を望む企業 など



証券会社等の関与ニーズ

- 投資家との条件交渉や各種資料の作成等（発行者側のバックオフィスリソース（IR・リーガル等のスタッフ等）の不足が理由）
- 新株発行や既存株式譲渡の際の、私募の取扱い等やセカンダリー取引の仲介
- 多額の資金提供余力等がある国内外の機関投資家等を含む幅広い投資家（発行者の意向に沿う投資家）の紹介・交渉
- エグジット手段が限定されるIPOを目指さない発行者は株主コミュニティ制度の運営・支援を期待
- セカンダリー取引については、プラットフォームによる取引の場の提供も期待
- アーリー・ミドルステージでは、（証券会社の関与を必要としない）VCやエンジェル投資家の役割が大きい、株式投資型CFにその補完機能としての役割を期待 など

出資者(投資家)

- 過去にIPOによるエグジット実績があり、スタートアップ企業への資金提供やノウハウの伝授が可能な企業経営者・経験者等
- ビジネス経験豊富で余裕資金のある企業経営者
- 社会的意義のある投資に関心を持つ富裕層
- 地元富裕層
- 長期的な投資を行う国内大規模投資家（保険会社、金融機関、投資信託、年金ファンド等）
- 長期的な投資を行う海外投資家（ミューチュアルファンド、ソブリンウェルスファンド、ファミリーオフィス等）
- オープンイノベーションに取り組む企業
- コーポレートベンチャーキャピタル
- 事業のシナジー効果を期待する企業 など



証券会社等の関与ニーズ

- （独自で企業を探すことが困難な投資家にとって）有望な投資先あるいは事業シナジー効果が高められる投資先の紹介
- 流動性の向上も見込まれ、エグジット手段の多様化が図られる
- このほか、以下のような関与を期待
 - ・発行者の事業内容・事業計画・資金調達用途などの審査
 - ・反社会的勢力の排除
 - ・業界分析
 - ・発行者への資本政策の助言
 - ・発行者側の内部管理体制整備の支援
 - ・発行者等も取引価格の決定に関与するようなプロセスの設計
 - ・株主間契約や種類株などの内容に関する説明 など

売り手(投資家、会社関係者)

- ベンチャーキャピタル(直接投資分の売却、LP投資家の再構築のためのLP持分売却)
- コーポレートベンチャーキャピタル、事業会社(キャッシュ確保のため、投資持分の一部を売却)
- エンジェル投資家(柔軟なエグジット機会の確保)
- 国内大規模投資家(銀行のバーゼル規制、ボルカールール適用などによるリスク性資産の圧縮の必要、保険会社のソルベンシー規制によるリスク性資産の圧縮の必要、金融機関の合併再編によるファンド投資ポジションの調整、ポートフォリオのリバランスによる投資ファンドポジションの調整、投資ファンド内の特定ベンテージ・セクターの調整など)
- 会社関係者(発行会社及びその役員・従業員等) など

証券会社等の関与ニーズ

- (IPOやM&A以外にエグジットの機会がない投資家にとっては)売却せざるを得ない局面での買い手とのマッチング
- (ストックオプション等で株式を保有する従業員等にとっては)ライフステージの変化等による保有株式の換金
- (事業承継のために買い手を探してほしいといった中小の非上場企業にとっては)買い手への投資勧誘を含め、売り手の意向に沿ったワンストップでの支援

買い手(投資家)

- ビジネス経験豊富で余裕資金のある企業経営者
- 社会的意義のある投資に関心を持つ富裕層
- 地元富裕層
- エンジェル投資家
- 国内外のセカンダリーファンド(直接投資分、LP持分)
- 外資系PEファンド
- 海外の小規模なVC・ファンド
- 事業のシナジー効果を期待する企業
- 地元企業 など

証券会社等の関与ニーズ

- (独自で売り手を探すことが困難な投資家にとっては)上記のような売却ニーズのある「売り手(投資家、会社関係者)」とのマッチングやセカンダリー取引プラットフォームの提供 など

(参考3) TOKYO PRO Marketにおける開示規制等との比較

	TOKYO PRO Marketにおける 特定投資家私募	非上場株式における 特定投資家私募
対象投資家	特定投資家【法令】	特定投資家【法令】
発行者審査	あり【取引所規則】	自主規制の整備が必要
告知義務(注)	あり【法令】	あり【法令】
発行開示	特定証券情報【取引所規則】	告示の改正・自主規制の整備が必要(4 頁参照)
財務諸表の監 査証明	必須【取引所規則】	任意
開示義務違反	・民事責任・課徴金・刑事罰あり【法令】 ・上場廃止【取引所規則】	・民事責任・課徴金・刑事罰あり【法令】

(注) 開示が行われていないことや特定投資家以外の者に転売を行わない旨等の契約を締結することが取得の条件であること等を告知する義務

(参考4) TOKYO PRO Marketにおける特定証券情報

項目	記載事項(項目)
	特定証券情報である旨、公表日、会社名、代表者役職氏名、本店所在地、電話番号、事務連絡者氏名、担当J-Adviser(名称・本店所在地・代表者の役職氏名)、有価証券の種類・発行価額又は売付価額の総額、取引所金融商品市場等に関する事項、安定操作に関する事項、HPアドレス、投資者に対する注意事項
【第一部 証券情報】 特定投資家向け取得勧誘の要項	新株発行株式、特定投資家向け取得勧誘の方法及び条件、株式の引受け、新規発行新株予約権証券、新規発行預託証券及び新規発行有価証券信託受益証券、新規発行等の理由及び新規発行による手取金の使途
特定投資家向け売付け勧誘等の要項	売付け有価証券、売付けの条件
第三者割当の場合の特記事項	割当予定先の状況、株券又は新株予約権証券の継続所有、発行条件に関する事項、大規模な第三者割当に関する事項、第三者割当後の株主の状況、大規模な第三者割当の必要性、株式併合等の予定の有無及び内容、その他参考になる事項
その他の記載事項	
【第二部 企業情報】 本国における法制等の概要	会社制度等の概要、外国為替管理制度、課税上の取扱い
企業の概況	主要な経営指標等の推移、沿革、事業の内容、関係会社の状況、従業員の状況
事業の状況	業績等の概要、生産・受注及び販売の状況、対処すべき課題、事業等のリスク、経営上の重要な契約等、研究開発活動、財政状態・経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析
設備の状況	設備投資等の概要、主要な設備の状況、設備の新設・除却等の計画
発行者の状況	株式等の状況、自己株式の取得等の状況、配当政策、株価の推移、役員の状況、コーポレート・ガバナンスの状況等、関連当事者取引
経理の状況	連結財務諸表等
外国為替相場の推移	最近3年間の事業年度別為替相場の推移、最近6月間の月別最高、最低為替相場、最近日の為替相場
発行者の株式事務の概要	事業年度、定時株主総会、基準日、株券の種類、余剰金の配当の基準日、1単元の株式数、株式の名義書換え、単元未満株式の買取、広告掲載方法、株主に対する特典
【第三部 特別情報】 有価証券の様式	
外部専門家の同意	
【第四部 株式公開情報】 特別利害関係者等の株式等の移動状況	移動年月日、移動前・後の所有者の氏名又は名称、移動前・後の所有者の住所、移動前・後の所有者の発行者との関係等、移動株数、価格、移動理由
第三者割当等の概況	第三者割当等による株式等の発行の内容、取得者の概況、取得者の株式等の移動状況
株主の状況	氏名又は名称、住所、所有株式数、株式総数に対する所有株式数の割合

(参考5) 米国Form Dの記載事項

項目	記載事項
1. 会社概要	会社名、会社形態、設立の管轄、設立年(設立5年以上経過しているか)
2. 主たる事業所・連絡先	会社名、所在地、連絡先電話番号
3. 関係者	証券の発行に関連する者の勤務地、関係性(Executive Officer, Director, Promoter)
4. 業種	業種(選択式)
5. 会社規模	売上高又は純資産価値
6. 利用する登録免除制度	レギュレーションDルール504、ルール506(b)、ルール506(c)の別など(複数選択式)
7. 提出書類の類型	新規又は修正の別、販売開始日(提出時点で未販売であればその旨)
8. 募集期間	募集期間として1年以上を想定しているかどうか
9. 証券の種類	株式、社債、ファンド持分などの別(選択式)
10. 企業結合取引	M&AやExchange offer(株式対価TOB)に伴う募集かどうか
11. 最低投資金額	最低投資金額(記入式)
12. 販売報酬	販売報酬の受け手、関連するブローカー・ディーラー、勧誘を行う州
13. 募集・販売総額	募集総額(定めがない場合にはその旨)、既販売総額、募集残額
14. 投資家	自衛力認定投資家以外の投資家に販売する場合にはその旨及び自衛力認定投資家以外の人数、並びに既に投資している投資家の数
15. 販売手数料、ファインダーへの支払い	販売手数料及びファインダーへの支払額(見込みでも可)
16. 資金使途	募集金額のうち、上記3に該当する者への支払(予定)額

2. 特定投資家への非上場株式の勧誘ルールの整備

【制度改善策(案)】

- 本協会の自主規制規則において、特定投資家に対する非上場株式のプライマリー取引及びセカンダリー取引に関する勧誘ルールの整備する

勧誘ルールのイメージ	
対象投資家	特定投資家(いわゆるプロ成り投資家も含む)
対象株式	特定投資家向け有価証券(非上場株式)
対象取引	特定投資家向け取得勧誘、売付勧誘等
転売制限	証券会社と株式を取得する者等との間で、特定投資家以外の者への転売を行わない旨の契約を締結
取扱証券会社	社内規程の整備等、内部管理体制を確認したうえで、本協会が「取扱証券会社」を指定
取扱証券会社による 発行会社に対する審査	①発行会社の財務状況 ②発行会社の法令遵守状況を含めた社会性 ③反社会的勢力への該当性、反社会的勢力との関係の有無及び反社会的勢力との関係排除への仕組みとその運用状況 ④事業計画の妥当性、調達する資金の使途の妥当性 ※セカンダリーの場合は、上記④を除く
取引開始基準や説明義務 等	・対象投資家(特定投資家)について、投資経験、リスク許容度などの取引開始基準の必要性について検討 ・投資家に対する説明義務(非上場株式投資のリスク等) など ※顧客が反社会的勢力でないことの確認は、本協会の自主規制にて手当済

(参考6) 米国における非上場株式の自衛力認定投資家向け 発行・流通制度

○米国では自衛力認定投資家向けの簡素な開示で行える発行制度が整備されているが、日本には同様の制度は存在しない

	レギュレーションD	
	ルール506(b)	ルール506(c)
【発行(私募)】		
対象投資家	・自衛力認定投資家 ・洗練された非自衛力認定投資家 35人以内	自衛力認定投資家のみ
勧誘方法	制限あり (新聞、ネット掲載不可等)	一般勧誘可能
開示資料 (SECへのファイリング)	Form Dを募集開始後15日以内に 提出(適宜修正可)	Form Dを募集開始後15日以内に 提出(適宜修正可)
財務諸表の監査証明	自衛力認定投資家のみ勧誘する のであれば不要	不要
【流通】		
転売制限	あり	あり
転売方法	自衛力認定投資家への転売は可 能	自衛力認定投資家への転売は可 能

3. 発行会社の既存株主への非上場株式の勧誘ルールの整備

【制度改善策（案）】

- 特定投資家に対する非上場株式のプライマリー取引及びセカンダリー取引に関する勧誘ルールの整備にあたっては、株式の売却ニーズを持つと考えられる発行会社の既存株主による株式売却も認める

勧誘ルールのイメージ	
対象投資家(売り手)	発行会社の株主(主に設立時株主・役職員等を想定)
対象投資家(買い手)	特定投資家のみ(証券会社が自己の計算により取得することは可能)
対象株式	対象投資家(売り手)の保有する株式
対象取引	売り手:顧客による株式の売付け、買い手:特定投資家向け売付勧誘等に係る取引
転売制限	特定投資家への非上場株式の勧誘ルールと同様
取扱証券会社	
取扱証券会社による 発行会社に対する審査	
取引開始基準や説明義務等	

- 発行会社の株主(創業者等)による株式の売却ニーズについては、本懇談会でもご意見をいただいております。海外の取引プラットフォームにおいても主要な売り手となっている

●証券会社の関与ニーズについての整理・頂いたご意見

- ・発行会社の創業期メンバー等の資金化ニーズ等は存在
- ・ストックオプション等で株式を保有する従業員等にとって、ライフステージの変化等による株式の換金ニーズに対して、買い手とのマッチングなど証券会社等の関与を期待

●海外における非上場株式取引プラットフォームの台頭の背景

(本懇談会第2回会合 関委員(株)野村資本市場研究所)プレゼン資料 P5より抜粋)

- 上場企業に対する規制強化・上場に係るコストの増大
- 創業からIPOまでの期間長期化 + 「資金調達ラウンド」の回数増加
 - － シード、アーリーステージにおける投資家や従業員による株式売却ニーズ増大
 - － キャップテーブル(資本政策表)の複雑化と株主管理の重要性
- ユニコーン企業の増加

4. 特定投資家向けの非上場株式の流通市場の整備

	証券会社によるセカンダリー取引
対象株式	特定投資家向け有価証券(非上場株式)
対象者	・特定投資家 ・発行会社の既存株主については株式の売却のみ可
対象取引(注)	売買の媒介等 ※多数の注文による有価証券の需給を集約した提示気配に基づき売買を成立させていくようなPTSではなく、売り手と買い手のマッチングや売買の媒介等が中心

(注)証券会社は、セカンダリー取引と同じプラットフォーム上で特定投資家私募の取扱いを行うことも考えられる。

【制度改善策(案)】

○証券会社が特定投資家との間で「特定投資家向け有価証券(非上場株式)」のセカンダリー取引をウェブサイト上に取引の場を提供して行う場合、当局の認可が必要な私設取引システム運営業務(PTS)に該当しないなどの法解釈の明確化が必要

【留意事項】

・法令上、PTSの範囲から、特定投資家向け有価証券に係る行為が除外(法2条8項10号、令1条の9の3)されているが、その理由はプロ向け銘柄の取引を行う場を開設する場合には、投資者保護に万全を期す観点から、高度な自主規制機能を有する取引所や認可協会において行うことが適当であるという考え方が示されている(逐条解説2008年 金融商品取引法改正(商事法務))

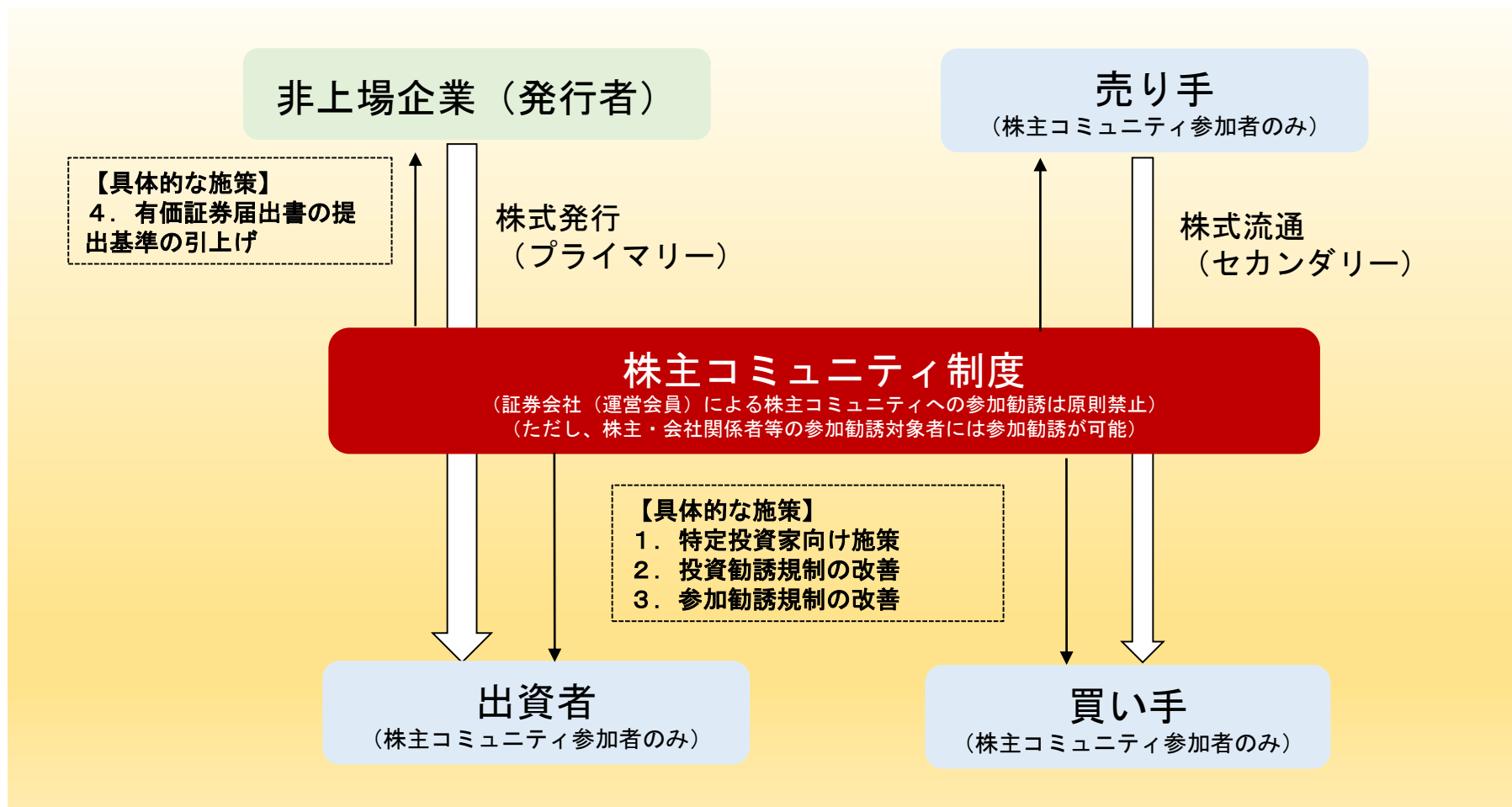
(参考8) 米国における非上場株式の取引プラットフォーム

- 米国では、レギュレーションDで発行された証券等の取引プラットフォームが存在
- 業務の内容により、ブローカー・ディーラーやATS (Alternative Trading System) として登録

	シェアーズポスト	ナスダック・プライベート・マーケット(NPM)	エクイティ・ゼン(Equity Zen)
業態	ATS及びBD(ブローカー・ディーラー)	ATS及びBD	BD(ブローカー・ディーラー)
設立年	2009年	2013年	2013年
買い手	自衛力認定投資家	NPMによる発行体への情報提供をもとに発行体が指定	自衛力認定投資家のみ
特色	- 当初は取引の相手方を探すための書き込みを行う掲示板サービスを提供していたが、現在はシェアーズポスト自身が取引に関与するものとしてATS及びBD登録を行っている。 - この他、ファンド運用、リサーチレポート発行、指数算出、非上場株式担保ローン提供等も行う。	- ナスダックとシェアーズポストによるジョイントベンチャーとして始動し、その後、非上場株式の売買プラットフォームの大手であったセカンドマーケット(2004年設立)を吸収。 - 非上場企業に対し、さまざまな流動性供給支援プログラムや株式管理ツールを提供。売り手や買い手の指定や、売却上限の設定など、発行体による条件設定がしやすい。	- レギュレーションDのルール506(b)に則り、買い手が自衛力認定投資家かどうかを確認したうえで取引が行われる。 - 発行体の役職員等が保有する株式を直接取引するだけでなく、当社のファンドが一旦株式を保有したうえで、投資家にファンド持分を販売するという取引形態も存在。 - 取引を行う前に、発行体に取引を承認してもらうことが必要であるため、市場的な意味合いは薄いと思われる。
取引実績(設立時からの累積)	50億ドル以上	240億ドル以上	不明

Ⅱ 株主コミュニティ制度の改善

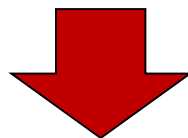
○. 株主コミュニティ制度の全体像と具体的な施策



1. 株主コミュニティ制度における特定投資家向け施策

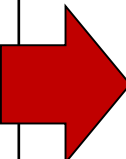
現状

- 株主コミュニティへの参加勧誘対象者は、「会社のことをよく知っている」と外形的にみなすことができる発行者の株主・元株主、発行者の役職員・元役職員、グループ会社の役職員等の「会社関係者」に限定
- 運営会員(証券会社)による参加勧誘が限定的で、参加者数及び売買が低迷



制度改善策(案)

- 株主コミュニティにおける取引を活性化させ、既存の株主コミュニティ銘柄企業のほか、さまざまな非上場企業に同制度を活用してもらうため、運営会員(証券会社)が、リスク許容度の高い「特定投資家」に対して株主コミュニティへの参加勧誘を可能としたうえで、特定投資家については株主コミュニティの全銘柄について一括して参加手続きを行うことを可能とする



これまでの株主コミュニティ制度は、「企業をよく知る者」を中心とした取引を想定した設計であったが、株主コミュニティの利活用を図る観点から、新たにリスクを許容できる特定投資家についても勧誘を認めるという考え方を導入する

証券会社からこれまで頂いた意見

- 地元企業の資金調達を手伝おうとしたときに、参加勧誘の対象者が既存の株主や社員等だけでは、新しい資金提供者を探すことは難しいと考える。一定のリスク許容度を有することが社内審査により確認できる投資者に対しても参加勧誘を行うことができればよい。
- 米国の自衛力認定投資家制度を参考として、一定額以上の金融資産を有する者等に対してのみ株主コミュニティへの参加勧誘を可能としてはどうか。
- 株主コミュニティへの参加勧誘については、特定投資家の範囲を拡大して勧誘可能とすることには、一定の効果があると思う。一般投資家への参加勧誘についても、証券会社が事前に適合性や資産状況を十分に審査した上で適切と認めた投資家には勧誘を認めるべき。
- 未上場株式の流動性向上に資する「参加投資家の裾野拡大」の意味でも、株主コミュニティにおいて証券会社が特定投資家へ参加勧誘を行うことを認めることへは賛成。
- 特定投資家のように資力がある方が参加することによって売買高が増加すれば、制度自体の認知も広がり、発行体も株主コミュニティを組成するメリットが一つでも増えることで銘柄数が増える可能性があるので、特定投資家に参加勧誘を認めることに異存はない。

発行会社からこれまで頂いた意見

- 証券会社がビジネス経験が豊富で余裕資金のある企業経営者や地元企業への投資に関心を持つ富裕層など、リスク許容度の高いプロ投資家に対して株主コミュニティへの参加勧誘ができるように制度を見直すことについて、賛同する。

現在の株主コミュニティ参加者

現行制度上の参加勧誘対象者

会社関係者

株主・元株主

など

上記以外で自発的に参加する者

企業のサービス利用者
(株主優待目的など)

など

参加勧誘対象とする「特定投資家」

ビジネス経験豊富で余裕
資金のある企業経営者

地元企業への投資に関心を持
つ富裕層

など

なお、特定投資家は、複数のコミュニティに横断的に参加することができるようにするなどの利便性向上策もあわせて検討してはどうか

現在の株主コミュニティ銘柄企業

旧グリーンシート・
旧フェニックス銘柄

上場廃止銘柄

大規模な非上場企業

株式投資型CF利用企業

など

株主コミュニティ制度の利用が想定される企業

株主数の多い大規模な非上場企業

費用対効果の関係から、上場廃止を
能動的に選択する企業

IPOを目指さない企業で、長期投資家の
参入を望む企業

地方発の新規企業で、地元企業や、地
元富裕層から広く資金調達を望む企業

など

2. 株主コミュニティ制度への投資勧誘規制の改善

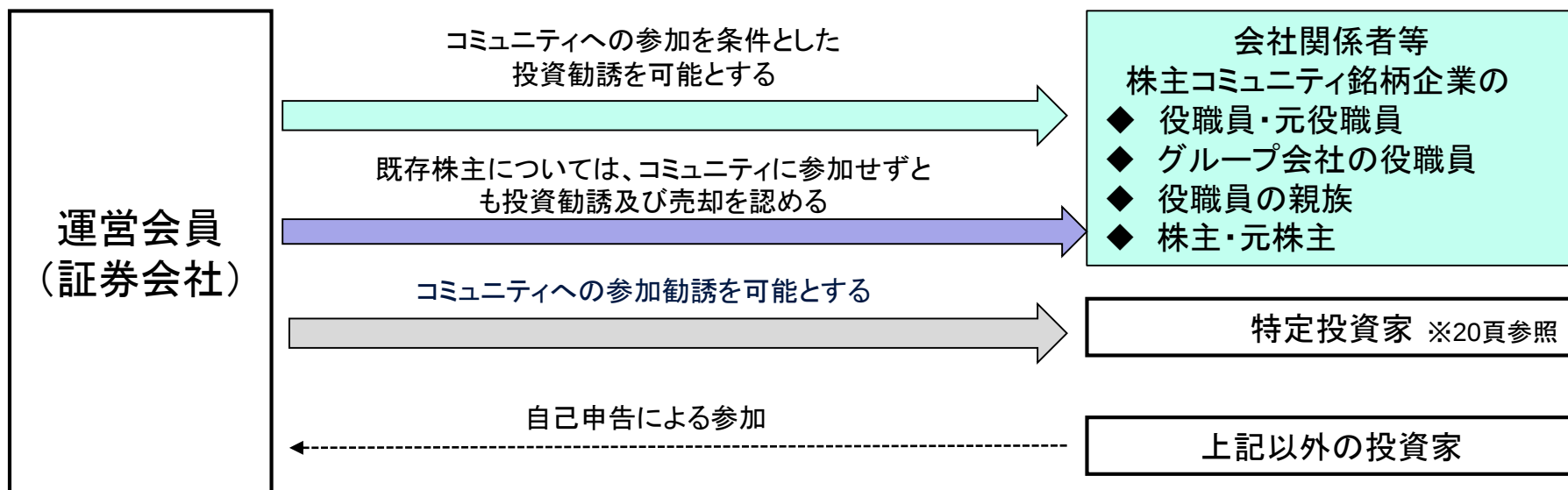
現状

- 株主コミュニティ銘柄の投資勧誘は当該株主コミュニティ銘柄の株主コミュニティに参加している投資者でなければ行うことができない
- 厳格な勧誘規制により、利用者が頭打ち



制度改善策(案)

- 株主コミュニティ銘柄の会社関係者等は、当該株主コミュニティ銘柄をよく知っている者であることから、株主コミュニティへの参加を条件とした投資勧誘を可能とする
- 既存株主が株式を売却をする場合については、コミュニティに参加せずとも投資勧誘を認める



3. 株主コミュニティ制度への参加勧誘規制の改善

現状

- 株主コミュニティへの参加勧誘は「会社のことをよく知っている」と外形的にみなすことができる会社関係者等以外の者には行うことができない
- 厳格な勧誘規制により、利用者が頭打ち

制度改善策(案)

- 株主コミュニティ銘柄が有価証券報告書提出会社等を発行している場合は、外部監査が実施されていること、又は既に広く情報が開示されることで投資家が会社のことをよく知ることができる銘柄であることを踏まえ、幅広い投資者への株主コミュニティへの参加勧誘を可能とする

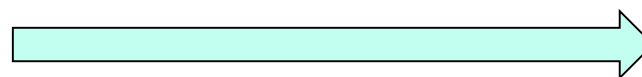
運営会員(証券会社)

株主コミュニティ銘柄

開示会社の銘柄

- ・有価証券報告書提出会社
- ・会社内容説明書の作成会社

上記以外の会社が発行する銘柄※
※前頁のとおり



会社関係者等以外の者以外の投資者への
コミュニティへの参加勧誘を可能とする

投資者

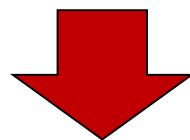


本改善と後述(33頁)する店頭規則6条の制度改善により、店頭規則6条に則って株式を発行した企業がその後のセカンダリーを目的として、株主コミュニティを活用しやすくなる。

4. 有価証券届出書の提出基準の引上げ

本懇談会において頂いた意見など

- 株主コミュニティを活用した資金調達の実績がほとんどないことが課題である。株主コミュニティ制度を利用した1億円以上の資金調達のニーズは多く寄せられている
- 有価証券届出書等の開示書類の緩和は首肯すべきものとする



制度改善策(案)

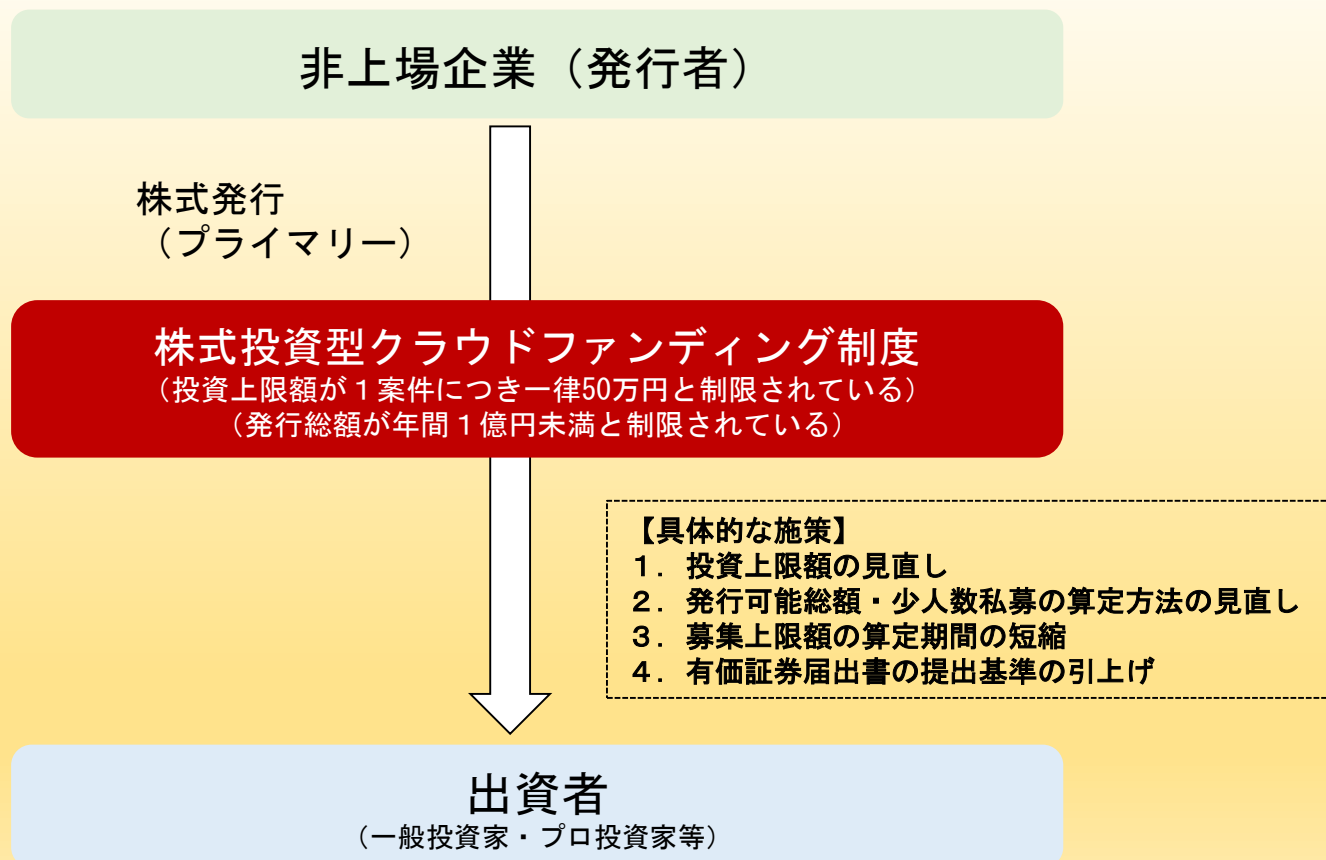
- 株主コミュニティ銘柄は流通性が限定されているため開示規制について一定程度緩和しても規制の趣旨を損なわないと考えられ、また運営会員による銘柄審査や情報提供が自主規制によって義務付けられていることから、株主コミュニティで5億円以下の資金調達を行う場合について、有価証券届出書等の提出を免除する【金商法第4条第1項各号】

現行制度:有価証券届出書等の提出(非開示会社の場合)

適格機関投資家私募 特定投資家私募 少人数私募	募集		
	1千万円以下	1千万円超～1億円未満	1億円以上
不要	不要	有価証券通知書	有価証券届出書 (監査報告書の添付が必要)

Ⅲ 株式投資型クラウドファンディング制度の改善

○. 株式投資型クラウドファンディング制度の全体像と具体的な施策



1. 投資上限額の見直し

投資家の投資上限額(50万円)のあり方の見直し

現状

- 株式投資型クラウドファンディングにおける投資上限額は、一般投資家・特定投資家の区別なく1案件につき一律50万円。このため、50万円以上の投資意向があり、かつ、リスク許容度の高い投資者にとっては、過剰な制約となっている。
- 一方、米国・英国においては、いわゆるプロ投資家については投資上限額が設けられていない。



制度改善策(案)

- いわゆるプロ投資家である特定投資家については、自身でリスクを踏まえた適切な投資額を判断できると考えられることから、投資上限額を見直す(金融審議会市場制度WGにおいて検討中)

(参考)株式投資型クラウドファンディング制度における投資上限の各国比較

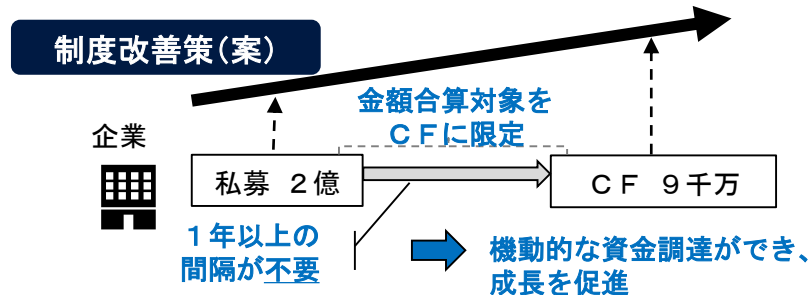
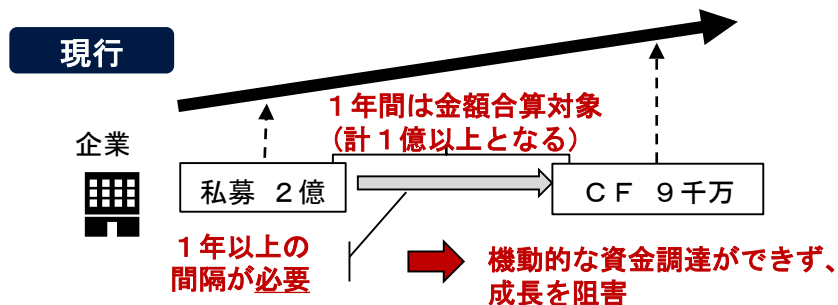
	日本	米国	英国
一般投資家	50万円 ※案件ごと 一般投資家と同様	年収・純資産により決定 ※年間通算 (a) 年収または純資産が10.7万ドル未満の場合、年収または純資産の大きい方の5%(2,200ドルを下限) (b) 年収および純資産が10.7万ドル以上の場合、年収または純資産の大きい方の10%(10.7万ドルを上限)	純資産の10% ※年間通算
プロ投資家		accredited investorについて制限なし	self-certified sophisticated investor、 富裕層等について制限なし

(出典)金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」(第6回) 事務局説明資料

2. 発行可能総額・少人数私募の算定方法の見直し

発行可能総額(1億円未満)の算定方法の見直し

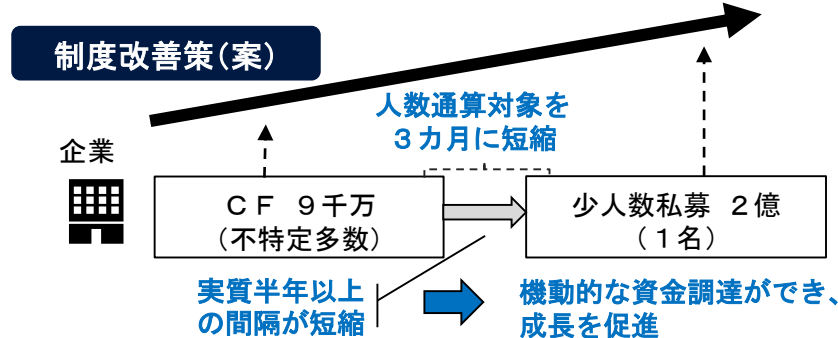
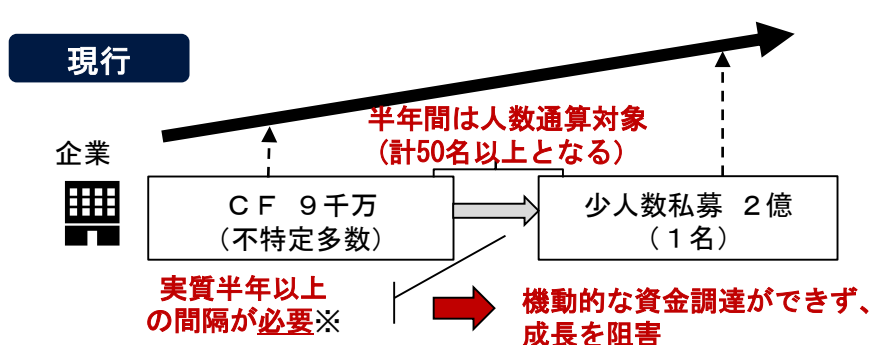
発行可能総額(1億円未満)算定にあたり合算の対象を投資型CFで調達した金額に限定【金商業等府令第16条の3第1項】



(金融審議会市場制度WGにおいて検討中)

少人数私募の人数算定方法の見直し

少人数私募の人数通算期間を6か月から3か月に短縮する【金商法施行令第1条の6】



(金融審議会市場制度WGにおいて検討中)

3. 募集上限額の算定期間の短縮

本懇談会において頂いた意見など

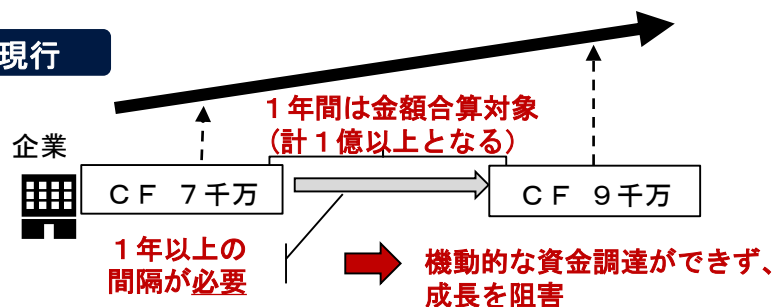
- 年間調達額の上限は撤廃しても良いのではないかと。上限を撤廃することにより必要な資金の調達が可能となると考えられる。
- 米国における制度改革のような、発行体にとって効率的に資金調達が行えるかつ投資家保護の水準を引き上げられるような要件緩和措置として、年間の調達額の緩和が考えられる。



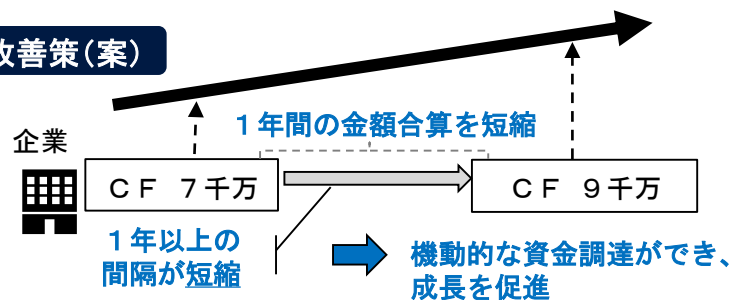
制度改革案(案)

- 株式投資型CFにおける発行可能総額(1億円未満)の算定期間1年間について、3カ月程度に短縮する【金商業等府令第16条の3第1項】
- 併せて、有価証券届出書の提出義務(1億円以上)の算定期間についても、1年間から3カ月程度に短縮する【開示府令第2条第5項第2号】

現行



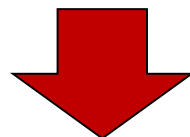
制度改革案(案)



4. 有価証券届出書の提出基準の引上げ

本懇談会において頂いた意見など

- 募集上限額を大幅に緩和又は撤廃していただく方が望ましい。
- 本制度がより活発に利用されるよう、投資上限・募集上限・開示規制等の緩和の方向で検討が進められるとよいと考える。



制度改善策(案)

- 株式投資型クラウドファンディングでは、取扱業者による発行会社への審査が自主規制によって義務付けられており、また、法令等により求められる情報提供の内容が定められているため、開示規制について一定程度緩和しても投資者保護上の問題が生じにくいと考えられることから、少額電子募集取扱業務における少額要件を5億円とするとともに、株式投資型クラウドファンディングで5億円以下の資金調達を行う場合について、有価証券届出書等の提出を免除する【金商法第4条第1項各号、金商法施行令第15条の10の3第1号】

現行制度：有価証券届出書等の提出(非開示会社の場合)

適格機関投資家私募 特定投資家私募 少人数私募	募集		
	1千万円以下	1千万円超～1億円未満	1億円以上
不要	不要	有価証券通知書	有価証券届出書 (監査報告書の添付が必要)

IV 店頭取扱有価証券に係る譲渡制限の見直し

○店頭取扱有価証券に係る譲渡制限の見直し

○店頭取扱有価証券の投資勧誘(店頭規則6条)

有価証券報告書等提出会社が発行する非上場株式等の募集等の取扱い等(プライマリー)に係る投資勧誘制度

現行制度: 店頭規則6条の要件

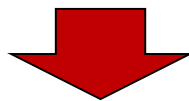
対象協会員	勧誘範囲	外部監査	開示	金額制限	譲渡制限 (※)
会員 特別会員	制限なし (一般投資家も対象)	必須	有価証券報告書又は 会社内容説明書等	—	2年間 (適格機関投資家への譲渡や 一部特例による譲渡は可能)

○店頭取扱有価証券の投資勧誘【店頭規則6条】(沿革)

- ・2003年3月、グリーンシート銘柄以外の転売制限付き店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等による投資勧誘の特例について整備
- ・本特例により、証券会社は一般投資家への店頭取扱有価証券の投資勧誘が可能となるが、本特例により取得した者(一般投資家を含む)は、2年間の譲渡制限(適格機関投資家への譲渡や一部特例による譲渡は可能)が課される
(グリーンシート銘柄以外の店頭取扱有価証券につき、転売を容易とすることについて投資者保護上の懸念があったため、同措置を講じている)

現状

- 取得後2年間の譲渡制限により、投資家の換金機会が奪われている(M&Aの際に譲渡できない等)
- 2年間の譲渡制限によって、セカンダリーとしての株主コミュニティ制度が活用されていない



制度改善策(案)

- 2年間の譲渡制限の撤廃

(※)ここでいう「譲渡制限」とは、法令や当事者間契約に定められているものを指すのではなく、日本証券業協会の自主規制による譲渡制限を指す

店頭有価証券 (投資勧誘原則禁止)

店頭取扱有価証券

(有価証券報告書の提出会社等が発行する銘柄のうち、
一定の要件を満たすもの)

下記以外の銘柄
※2年間の譲渡制限あり

フェニックス銘柄(2022年4月廃止予定)
譲渡制限なし

グリーンシート銘柄(廃止)
譲渡制限なし

(投資勧誘可能)

株主コミュニティ銘柄
譲渡制限なし
(投資勧誘可能)

株式投資型クラウド
ファンディング銘柄
譲渡制限なし
(投資勧誘可能)

※プロ向け等の勧誘制度を除く

ここでいう「譲渡制限」とは、法令や当事者間契約に定められているものを指すのではなく、日本証券業協会の自主規制による譲渡制限を指す

V その他

○ 投資信託を通じた非上場株式への投資を可能とするような環境整備

- 海外では非上場株式に投資を行う公募型の投資信託も存在しており、日本も同様の取組みが広がればよい。

○ 税制優遇策

- 地域に根差した優良企業やスタートアップ企業の資金調達や換金ニーズに応えるプラットフォームを構築するのであれば、英国の政府主導のEISとVCTスキームの導入が望ましい。

○ STO活用・海外投資家との取引活性化等

- 非上場株式取引プラットフォームはテクノロジーの進化により広がりのあるビジネスであるので、証券会社の関与のみならず、ITプラットフォーマー等の異業種の参入も視野に入れるべき。
- 株式投資型クラウドファンディングについて、上場株式に準じ、一般投資家からの幅広い投資を期待するのであれば、STOの取引基盤確立を優先すべき。ブロックチェーン技術を活用することで、IPO対比で発行・管理コストの低減や発行と流通を一つのプラットフォームで行えるメリットがある。
- 海外の取引所とのコネクタビリティを活用すれば、非上場株式やPEファンドを海外投資家へ販売できる新たな流通チャネルとすることが可能となり、非上場株式の国際化が図れる。

参考資料

関連条文等

○特定投資家関係（特定投資家の範囲）

特定投資家の定義（法）

【金融商品取引法】

（定義）

第2条

3 1 この法律において「特定投資家」とは、次に掲げる者をいう。

二 適格機関投資家

二 国

三 日本銀行

四 前三号に掲げるもののほか、第七十九条の二十一に規定する投資者保護基金その他の内閣府令で定める法人

特定投資家の範囲（府令）

【金融商品取引法】

（特定投資家の範囲）

第二十三条 法第二条第三十一項第四号に規定する内閣府令で定める法人は、次に掲げるものとする。

二 特別の法律により特別の設立行為をもって設立された法人

二 法第七十九条の二十一に規定する投資者保護基金

三 預金保険機構

四 農水産業協同組合貯金保険機構

五 保険業法第二百五十九条に規定する保険契約者保護機構

六 特定目的会社

七 金融商品取引所に上場されている株券の発行者である会社

八 取引の状況その他の事情から合理的に判断して資本金の額が五億円以上であると見込まれる株式会社

九 金融商品取引業者又は法第六十三条第五項に規定する特例業務届出者である法人

十 外国法人

○特定投資家関係（プロなり特定投資家）

プロなり特定投資家

【金融商品取引法】

（特定投資家以外の顧客である個人が特定投資家とみなされる場合）

第三十四条の四 次に掲げる個人（適格機関投資家を除く。）は、金融商品取引業者等に対し、契約の種類ごとに、当該契約の種類に属する金融商品取引契約に関して自己を特定投資家として取り扱うよう申し出ることができる。

- 一 商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約を締結した営業者である個人（内閣府令で定めるものを除く。）その他これに類するものとして内閣府令で定める個人
 - 二 前号に掲げるもののほか、その知識、経験及び財産の状況に照らして特定投資家に相当する者として 内閣府令で定める要件 に該当する個人
- 2 金融商品取引業者等は、前項の規定による申出を受けた場合には、当該申出をした個人（以下この条において「申出者」という。）に対し、前条第二項第四号イ及びロに掲げる事項を記載した書面を交付するとともに、申出者が前項各号に掲げる者のいずれかに該当することを確認しなければならない。
- （以下略）

【金融商品取引業等に関する内閣府令】

（特定投資家として取り扱うよう申し出ることができる個人）

第六十二条 法第三十四条の四第一項第二号に規定する 内閣府令で定める要件 は、次に掲げる要件の全てに該当することとする。

- 一 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、承諾日（法第三十四条の四第六項において準用する法第三十四条の三第二項第一号に規定する承諾日をいう。次号、次条第二項、第六十四条第二項第五号及び第六十四条の二において同じ。）における申出者（法第三十四条の四第二項に規定する申出者をいう。以下この条及び第六十四条において同じ。）の資産の合計額から負債の合計額を控除した額が三億円以上になると見込まれること。
 - 二 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、承諾日における申出者の資産（次に掲げるものに限る。）の合計額が三億円以上になると見込まれること。
 - イ 有価証券（ホに掲げるもの及びヘに掲げるもの（不動産特定共同事業法（平成六年法律第七十七号）第二条第九項に規定する特例事業者と締結したものに限る。）を除く。）
 - ロ デリバティブ取引に係る権利
- ハ～ト （略）
- 三 申出者が最初に当該金融商品取引業者等との間で法第三十四条の四第一項の規定による申出に係る契約の種類に属する金融商品取引契約を締結した日から起算して一年を経過していること。

○特定投資家関係（特定投資家私募等）

特定投資家私募（法）

【金融商品取引法】

（定義）

第2条

3 この法律において、「有価証券の募集」とは、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘（これに類するものとして内閣府令で定めるもの（次項において「取得勧誘類似行為」という。）を含む。以下「取得勧誘」という。）のうち、当該取得勧誘が第一項各号に掲げる有価証券又は前項の規定により有価証券とみなされる有価証券表示権利、特定電子記録債権若しくは同項各号に掲げる権利（電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。）に表示される場合（流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合を除く。）に限る。以下「電子記録移転権利」という。）（次項及び第六項、第二條の三第四項及び第五項並びに第二十三條の十三第四項において「第一項有価証券」という。）に係るものである場合に於ては第一号及び第二号に掲げる場合、当該取得勧誘が前項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利（電子記録移転権利を除く。次項、第二條の三第四項及び第五項並びに第二十三條の十三第四項において「第二項有価証券」という。）に係るものである場合に於ては第三号に掲げる場合に該当するものをいい、「有価証券の私募」とは、取得勧誘であつて有価証券の募集に該当しないものをいう。

一 多数の者（適格機関投資家（有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者をいう。以下同じ。）が含まれる場合に於て、当該有価証券がその取得者である適格機関投資家から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当するときは、当該適格機関投資家を除く。）を相手方として行う場合として政令で定める場合（特定投資家のみを相手方とする場合を除く。）

二 前号に掲げる場合のほか、次に掲げる場合のいずれにも該当しない場合

イ 適格機関投資家のみを相手方として行う場合に於て、当該有価証券がその取得者から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合

ロ 特定投資家のみを相手方として行う場合に於て、次に掲げる要件の全てに該当するとき（イに掲げる場合を除く。）。

（1）当該取得勧誘の相手方が国、日本銀行及び適格機関投資家以外の者である場合に於ては、金融商品取引業者等（第三十四條に規定する金融商品取引業者等をいう。次項、第四條第一項第四号及び第三項、第二十七條の三十二の二並びに第二十七條の三十四の二において同じ。）が顧客からの委託により又は自己のために当該取得勧誘を行うこと。

（2）当該有価証券がその取得者から特定投資家等（特定投資家又は非居住者（外国為替及び外国貿易法（昭和二十四年法律第二百二十八号）第六條第一項第六号に規定する非居住者をいい、政令で定める者に限る。）をいう。以下同じ。）以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当すること。

ハ 前号に掲げる場合並びにイ及びロに掲げる場合以外の場合（当該有価証券と種類を同じくする有価証券の発行及び勧誘の状況等を勘案して政令で定める要件に該当する場合を除く。）であつて、当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ないものとして政令で定める場合

三 その取得勧誘に応じることにより相当程度多数の者が当該取得勧誘に係る有価証券を所有することとなる場合として政令で定める場合

○特定投資家関係（特定投資家私募等）

特定投資家私募（政令）

【金融商品取引法施行令】

（取得勧誘において特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合等）

第一条の五の二 法第二条第三項第二号ロ（2）に規定する政令で定める者は、次のいずれかに該当する者とする。

- 一 当該有価証券を証券関連業者（金融商品取引業者等（法第三十四条に規定する金融商品取引業者等をいう。第四十四条を除き、以下同じ。）又は外国証券業者（法第五十八条に規定する外国証券業者をいう。以下同じ。）をいう。次号において同じ。）の媒介、取次ぎ又は代理によつて居住者（外国為替及び外国貿易法（昭和二十四年法律第二百二十八号）第六条第一項第五号前段に規定する居住者をいう。以下同じ。）から取得する非居住者（同項第六号に規定する非居住者をいう。以下同じ。）
 - 二 当該有価証券を証券関連業者又は他の非居住者から取得する非居住者
- 2 法第二条第三項第二号ロ（2）に規定する政令で定める場合は、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める場合とする。
 - 一 株券等 次に掲げる要件の全てに該当する場合
 - イ 当該株券等と同一種類の有価証券として内閣府令で定めるものが法第二十四条第一項各号（法第二十七条において準用する場合を含む。）に掲げる有価証券のいずれにも該当しないこと。
 - ※法第二十四条第一項各号に掲げる有価証券とは有価証券報告書の提出基準に該当するもの
 - ロ 次の（1）又は（2）に掲げる場合の区分に応じ、当該（1）又は（2）に定める要件に該当すること。
 - （1）当該株券等に係る権利が、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示される場合 当該財産的価値を特定投資家等（法第二条第三項第二号ロ（2）に規定する特定投資家等をいう。以下同じ。）以外の者に移転することができないようにする技術的措置その他の内閣府令で定める措置がとられていること。
 - （2）（1）に掲げる場合以外の場合 当該株券等の発行者と当該株券等の取得勧誘に応じて当該株券等を取得しようとする者（以下この号において「取得者」という。）との間及び当該取得勧誘を行う者と当該取得者との間において、当該取得者が取得した当該株券等を特定投資家等以外の者に譲渡を行わない旨その他の内閣府令で定める事項を定めた譲渡に係る契約を締結することを取得の条件として、取得勧誘が行われること。
 - 二 新株予約権証券等 （略）
 - 三 前二号に掲げる有価証券以外の有価証券 前号に準じて内閣府令で定める要件に該当する場合

○特定投資家関係（特定投資家私募等）

特定投資家私募（内閣府令）

【定義府令】

（特定投資家向け売付け勧誘等に係る有価証券の譲渡に関する措置等）

第十三条の五 令第一条の八の二第一号ロ（１）及び第二号ロ（１）に規定する内閣府令で定める措置は、次項第二号イからニまでに掲げる場合を除き、当該財産的価値を特定投資家等以外の者に移転することができないようにする技術的措置とする。

2 令第一条の八の二第一号ロ（２）及び第二号ロ（２）に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項（第二号に掲げる事項にあつては、当該契約の当事者が定めないこととした事項を除く。）とする。

ニ 当該買付けを行おうとする者が当該売付け勧誘等に応じて買い付けた当該有価証券を特定投資家等以外の者に譲渡しないこと。

ニ 次に掲げる場合には、当該買付けを行おうとする者が当該売付け勧誘等に応じて買い付けた当該有価証券を特定投資家等以外の者に譲渡することができること。

イ 公開買付けに応じて株券等を公開買付者に対して譲渡する場合

ロ 令第二条の十二の四第二項第四号に規定する役員等に対して同号イからホまでに掲げる有価証券を譲渡する場合

ハ 当該有価証券の発行者又はその特定役員若しくは当該特定役員の被支配法人等に対して譲渡する場合

ニ 当該有価証券の発行者の総株主等の議決権の百分の五十を超える議決権（社債等振替法第百四十七条第一項又は第百四十八条第一項（これらの規定を社債等振替法第二百二十八条第一項、第二百三十五条第一項、第二百三十九条第一項及び第二百七十六条（第二号に係る部分に限る。）において準用する場合を含む。）の規定により発行者に対抗することができない株式又は出資に係る議決権を含む。）に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する会社に対して譲渡する場合

3 第十一条の二第三項及び第四項の規定は、前項第二号ハに掲げる場合について準用する。

○特定投資家関係（特定投資家私募等）

特定投資家私売出し（法）

【金融商品取引法】

（定義）

第2条

4 この法律において「有価証券の売出し」とは、既に発行された有価証券の売付けの申込み又はその買付けの申込みの勧誘（取得勧誘類似行為に該当するものその他内閣府令で定めるものを除く。以下「売付け勧誘等」という。）のうち、当該売付け勧誘等が第一項有価証券に係るものである場合にあっては第一号及び第二号に掲げる場合、当該売付け勧誘等が第二項有価証券に係るものである場合にあっては第三号に掲げる場合に該当するもの（取引所金融商品市場における有価証券の売買及びこれに準ずる取引その他の政令で定める有価証券の取引に係るものを除く。）をいう。

一 多数の者（適格機関投資家が含まれる場合であつて、当該有価証券がその取得者である適格機関投資家から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当するときは、当該適格機関投資家を除く。）を相手方として行う場合として政令で定める場合（特定投資家のみを相手方とする場合を除く。）

二 前号に掲げる場合のほか、次に掲げる場合のいずれにも該当しない場合

イ 適格機関投資家のみを相手方として行う場合であつて、当該有価証券がその取得者から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合

ロ 特定投資家のみを相手方として行う場合であつて、次に掲げる要件の全てに該当するとき（イに掲げる場合を除く。）。

（1）当該売付け勧誘等の相手方が国、日本銀行及び適格機関投資家以外の者である場合にあっては、金融商品取引業者等が顧客からの委託により又は自己のために当該売付け勧誘等を行うこと。

（2）当該有価証券がその取得者から特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当すること。

ハ 前号に掲げる場合並びにイ及びロに掲げる場合以外の場合（当該有価証券と種類を同じくする有価証券の発行及び勧誘の状況等を勘案して政令で定める要件に該当する場合を除く。）であつて、当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ないものとして政令で定める場合

三 その売付け勧誘等に応じることにより相当程度多数の者が当該売付け勧誘等に係る有価証券を所有することとなる場合として政令で定める場合

特定投資家私売出し（政令）

【金融商品取引法施行令】

（売付け勧誘等において特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合）

第一条の八の二 法第二条第四項第二号ロ（２）に規定する政令で定める場合は、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める場合とする。

二 株券等 次に掲げる要件の全てに該当する場合

イ 当該株券等と同一種類の有価証券として内閣府令で定めるものが法第二十四条第一項各号（法第二十七条において準用する場合を含む。）に掲げる有価証券のいずれにも該当しないこと。

ロ 次の（１）又は（２）に掲げる場合の区分に応じ、当該（１）又は（２）に定める要件に該当すること。

（１）当該株券等に係る権利が、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示される場合 当該財産的価値を特定投資家等以外の者に移転することができないようにする技術的措置その他の内閣府令で定める措置がとられていること。

（２）（１）に掲げる場合以外の場合 当該株券等の売付け勧誘等を行う者と当該売付け勧誘等に応じて当該株券等の買付けを行おうとする者（以下この号において「買付者」という。）との間において、当該買付者が買い付けた当該株券等を特定投資家等以外の者に譲渡を行わない旨その他の内閣府令で定める事項を定めた譲渡に係る契約を締結することを買付けの条件として、売付け勧誘等が行われること。

二 新株予約権証券等 （略）

三 前二号に掲げる有価証券以外の有価証券 前号に準じて内閣府令で定める要件に該当すること。

○特定投資家関係（特定投資家私募等）

特定投資家私売出し（内閣府令）

【定義府令】

（特定投資家向け売付け勧誘等に係る有価証券の譲渡に関する措置等）

第十三条の五 令第一条の八の二第一号ロ（１）及び第二号ロ（１）に規定する内閣府令で定める措置は、次項第二号イからニまでに掲げる場合を除き、当該財産的価値を特定投資家等以外の者に移転することができないようにする技術的措置とする。

2 令第一条の八の二第一号ロ（２）及び第二号ロ（２）に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項（第二号に掲げる事項にあつては、当該契約の当事者が定めないこととした事項を除く。）とする。

一 当該買付けを行おうとする者が当該売付け勧誘等に応じて買い付けた当該有価証券を特定投資家等以外の者に譲渡しないこと。

二 次に掲げる場合には、当該買付けを行おうとする者が当該売付け勧誘等に応じて買い付けた当該有価証券を特定投資家等以外の者に譲渡することができること。

イ 公開買付けに応じて株券等を公開買付者に対して譲渡する場合

ロ 令第二条の十二の四第二項第四号に規定する役員等に対して同号イからホまでに掲げる有価証券を譲渡する場合

ハ 当該有価証券の発行者又はその特定役員若しくは当該特定役員の被支配法人等に対して譲渡する場合

ニ 当該有価証券の発行者の総株主等の議決権の百分の五十を超える議決権（社債等振替法第百四十七条第一項又は第百四十八条第一項（これらの規定を社債等振替法第二百二十八条第一項、第二百三十五条第一項、第二百三十九条第一項及び第二百七十六条（第二号に係る部分に限る。）において準用する場合を含む。）の規定により発行者に対抗することができない株式又は出資に係る議決権を含む。）に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する会社に対して譲渡する場合

3 第十一条の二第三項及び第四項の規定は、前項第二号ハに掲げる場合について準用する。

特定投資家私募における特定証券情報（法）

【金融商品取引法】

（特定証券情報の提供又は公表）

第二十七条の三十一 特定投資家向け取得勧誘その他第四条第一項本文の規定の適用を受けない有価証券発行勧誘等のうち政令で定めるもの（以下この条及び第六章の二において「特定取得勧誘」という。）又は特定投資家向け売付け勧誘等（当該特定投資家向け売付け勧誘等に係る有価証券が特定投資家向け有価証券に該当する場合であつて、少数の者を相手方として行う場合として政令で定める場合に該当するものを除く。）その他第四条第一項本文、第二項本文若しくは第三項本文の規定の適用を受けない有価証券交付勧誘等のうち政令で定めるもの（以下この条及び第六章の二において「特定売付け勧誘等」という。）は、当該特定取得勧誘又は特定売付け勧誘等（以下「特定勧誘等」という。）に係る有価証券の発行者が、当該有価証券及び当該発行者に関して投資者に明らかにされるべき基本的な情報として内閣府令で定める情報（以下「特定証券情報」という。）を、次項に定めるところにより、当該特定勧誘等が行われる時までに、その相手方に提供し、又は公表しているものでなければ、することができない。

2 特定証券情報の提供又は公表をしようとする発行者は、当該特定証券情報を、内閣府令で定めるところにより、自ら若しくは他の者に委託して提供し、又はインターネットの利用その他の方法により公表しなければならない。

3 次条第一項の規定により既に内閣府令で定める期間継続して発行者情報（同項に規定する発行者情報をいう。以下この項において同じ。）を公表している発行者は、前項の規定により特定証券情報を提供し、又は公表しようとする場合において、当該特定証券情報に、内閣府令で定めるところにより、その者に係る直近の発行者情報及び同条第三項に規定する訂正発行者情報（以下「参照情報」という。）を参照すべき旨を表示したときは、特定証券情報のうち発行者に関する情報として内閣府令で定める情報の提供又は公表をしたものとみなす。

4 第二項の規定により特定証券情報の提供又は公表をした発行者は、当該提供又は公表をした日から一年を経過する日までの間（公益又は投資者保護に欠けることがないものと認められる場合として内閣府令で定める場合には、内閣府令で定める期間）において、当該特定証券情報に訂正すべき事項があるときは、内閣府令で定めるところにより、これを訂正する旨の情報（以下「訂正特定証券情報」という。）の提供又は公表をしなければならない。

5 第二項の規定により特定証券情報の公表をした発行者は、当該特定証券情報の公表をした日から一年を経過する日までの間（公益又は投資者保護に欠けることがないものと認められる場合として内閣府令で定める場合には、内閣府令で定める期間）、当該特定証券情報（訂正特定証券情報を公表した場合には、当該訂正特定証券情報を含む。）を継続して公表しなければならない。

○特定投資家関係（特定証券情報）

特定投資家私募における特定証券情報（府令）

【証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令】

（特定証券情報の内容）

第二条 法第二十七条の三十一第一項に規定する内閣府令で定める情報は、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める情報とする。ただし、第一号又は第二号に掲げる有価証券について、当該情報とすることが公益又は投資者保護のため適当でないと認められる場合には、金融庁長官の指示するところによるものとする。

- 一 特定上場有価証券（法第二条第三十三項に規定する特定上場有価証券をいう。）又はその発行者が特定取引所金融商品市場（同条第三十二項に規定する特定取引所金融商品市場をいう。以下この号において同じ。）に上場しようとする有価証券（以下「特定上場有価証券等」という。） 当該特定上場有価証券等を上場し、又は上場しようとする特定取引所金融商品市場を開設する金融商品取引所（同条第十六項に規定する金融商品取引所をいう。以下同じ。）の定める規則（以下「特定取引所規則」という。）において定める情報
- 二 特定店頭売買有価証券（令第二条の十二の四第三項第二号に規定する特定店頭売買有価証券をいう。以下この号において同じ。）又はその発行者が認可金融商品取引業協会（法第二条第十三項に規定する認可金融商品取引業協会をいう。以下この号において同じ。）に特定店頭売買有価証券として登録しようとする有価証券（以下「特定店頭売買有価証券等」という。） 当該特定店頭売買有価証券等を登録し、又は登録しようとする認可金融商品取引業協会の定める規則（以下「特定協会規則」という。）において定める情報

三 前二号に掲げる有価証券以外の有価証券 金融庁長官が指定する情報

2 前項各号に定める情報には、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める事項に関する情報を含むものとする。

- 一 有価証券（次号に掲げる有価証券を除く。） 次に掲げる事項（当該有価証券の発行者が既に一年間継続して企業内容等の開示に関する内閣府令（昭和四十八年大蔵省令第五号）第九条の三第二項に規定する有価証券報告書（当該有価証券が外国債等の発行者の内容等の開示に関する内閣府令（昭和四十七年大蔵省令第二十六号）第一条第一号に規定する外国債等である場合には、同令第六条の二第二項に規定する有価証券報告書）を提出している場合は、その旨並びにイ及びロに掲げる事項）

イ 当該情報が特定証券情報である旨

ロ 当該有価証券に関する事項

ハ 当該有価証券の発行者が発行者である当該有価証券以外の有価証券に関する事項

ニ 当該有価証券の発行者（国又は地方公共団体を除く。）の事業及び経理に関する事項

二 （略）

（特定証券情報の提供又は公表の方法）

第三条 特定証券情報の提供又は公表をしようとする発行者は、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める方法により行わなければならない。

- 一 特定上場有価証券等 特定取引所規則において定める公表の方法
- 二 特定店頭売買有価証券等 特定協会規則において定める公表の方法
- 三 前二号に掲げる有価証券以外の有価証券 金融庁長官が指定する方法

○特定投資家関係（特定証券情報の虚偽記載等）

虚偽の特定証券情報に係る賠償責任（法）

【金融商品取引法】

（虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任）

第十八条 有価証券届出書のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、当該有価証券届出書の届出者は、当該有価証券を当該募集又は売出しに応じて取得した者に対し、損害賠償の責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者がその取得の申込みの際記載が虚偽であり、又は欠けていることを知っていたときは、この限りでない。

2 （略）

（虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任）

第二十一条の二 第二十五条第一項各号（第五号及び第九号を除く。）に掲げる書類（以下この条において「書類」という。）のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、当該書類の提出者は、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類（同項第十二号に掲げる書類を除く。）の提出者又は当該書類（同号に掲げる書類に限る。）の提出者を親会社等（第二十四条の七第一項に規定する親会社等をいう。）とする者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者又は処分した者に対し、第十九条第一項の規定の例により算出した額を超えない限度において、記載が虚偽であり、又は欠けていること（以下この条において「虚偽記載等」という。）により生じた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者又は処分した者がその取得又は処分の際虚偽記載等を知っていたときは、この限りでない。

2～6 （略）

（虚偽の特定証券等情報に係る賠償責任）

第二十七条の三十三 第十八条第一項、第十九条、第二十条及び第二十一条（第一項第三号、第二項第二号及び第三号並びに第三項を除く。）の規定は、特定証券等情報（特定証券情報、第二十七条の三十一第三項の規定の適用を受ける特定証券情報に係る参照情報又は訂正特定証券情報（当該訂正特定証券情報に係る参照情報を含む。）をいう。以下同じ。）について準用する。（以下略）

（虚偽の特定情報に係る賠償責任）

第二十七条の三十四 第二十一条の二から第二十二条までの規定は、特定情報（特定証券等情報又は発行者等情報（発行者情報又は訂正発行者情報をいう。以下同じ。）をいう。第二十七条の三十五第一項において同じ。）について準用する。（以下略）

○特定投資家関係（特定証券情報の虚偽記載等）

虚偽の特定証券情報の提供による課徴金（法）

【金融商品取引法】

（虚偽のある特定証券等情報の提供又は公表をした発行者等に対する課徴金納付命令）

第百七十二条の十 重要な事項につき虚偽の情報があり、又は提供し、若しくは公表すべき重要な事項に関する情報が欠けている特定証券等情報（以下この条、第百七十二条の十二第一項、第百七十八条第二十項及び第百八十五条の七第十五項において「虚偽等のある特定証券等情報」という。）を提供し、又は公表した発行者が、当該虚偽等のある特定証券等情報に係る特定勧誘等（特定売付け勧誘等にあつては、当該発行者が所有する有価証券の特定売付け勧誘等に限る。）により有価証券を取得させ、又は売り付けたときは、内閣総理大臣は、次節に定める手続に従い、当該発行者に対し、第一号に掲げる額（当該虚偽等のある特定証券等情報が公表されていない場合にあつては、当該額に第二号に掲げる数を乗じて得た額）の課徴金を国庫に納付することを命じなければならない。

一・二 （略）

2 （略）

（虚偽のある発行者等情報の提供又は公表をした発行者に対する課徴金納付命令）

第百七十二条の十一 発行者が、重要な事項につき虚偽の情報があり、又は提供し、若しくは公表すべき重要な事項に関する情報が欠けている発行者等情報（以下この項、次条第一項、第百七十八条第二十一項及び第百八十五条の七第十五項において「虚偽等のある発行者等情報」という。）を提供し、又は公表したときは、内閣総理大臣は、次節に定める手続に従い、当該発行者に対し、第一号に掲げる額（当該虚偽等のある発行者等情報が公表されていない場合にあつては、当該額に第二号に掲げる数を乗じて得た額）に相当する額の課徴金を国庫に納付することを命じなければならない。ただし、発行者の事業年度が一年である場合以外の場合においては、当該額に当該事業年度の月数を十二で除して得た数を乗じて得た額に相当する額の課徴金を国庫に納付することを命じなければならない。

一・二 （略）

2 （略）

虚偽の特定証券情報の提供による刑事罰（法）

【金融商品取引法】

第百九十七条 次の各号のいずれかに該当する者は、十年以下の懲役若しくは千万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する。

一～四 （略）

四の二 第二十七条の三十一第二項の規定による特定証券情報（同条第三項の規定の適用を受ける特定証券情報の場合には、当該特定証券情報に係る参照情報を含む。）、同条第四項の規定による訂正特定証券情報（当該訂正特定証券情報に係る参照情報を含む。）、第二十七条の三十二第一項若しくは第二項の規定による発行者情報又は同条第三項の規定による訂正発行者情報であつて、重要な事項につき虚偽のあるものの提供又は公表をした者

五・六 （略）

2 （略）

○特定投資家関係（PTSへの該当性）

PTSへの該当性（法、政令）

【金融商品取引法】

（定義）

第2条

8 この法律において「金融商品取引業」とは、次に掲げる行為（その内容等を勘案し、投資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定めるもの及び銀行、優先出資法第二条第一項に規定する協同組織金融機関（以下「協同組織金融機関」という。）その他政令で定める金融機関が行う第十二号、第十四号、第十五号又は第二十八条第八項各号に掲げるものを除く。）のいずれかを業として行うことをいう。

十 有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの（取り扱う有価証券の種類等に照らして取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場（第六十七条第二項に規定する店頭売買有価証券市場をいう。）以外において行うことが投資者保護のため適当でないと認められるものとして政令で定めるものを除く。）

イ 競売買の方法（有価証券の売買高が政令で定める基準を超えない場合に限る。）

ロ 金融商品取引所に上場されている有価証券について、当該金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場における当該有価証券の売買価格を用いる方法

ハ 第六十七条の十一第一項の規定により登録を受けた有価証券（以下「店頭売買有価証券」という。）について、当該登録を行う認可金融商品取引業協会が公表する当該有価証券の売買価格を用いる方法

ニ 顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法

ホ イからニまでに掲げるもののほか、内閣府令で定める方法

【金融商品取引法施行令】

（電子情報処理組織を使用した取引業務から除かれるもの）

第一条の九の三 法第二条第八項第十号に規定する政令で定めるものは、特定投資家向け有価証券（法第四条第三項第四号に掲げるもの（第二条の十二の四第三項第一号又は第三号に掲げるものを除く。）及び開示が行われている場合（法第四条第七項に規定する開示が行われている場合をいう。）に該当するものを除く。）の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として法第二条第八項第十号イからホまでに掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うものとする。

○特定投資家関係（PTSへの該当性）

PTSへの該当性（府令）

【定義府令】

（私設取引システム運営業務の売買価格の決定方法）

第十七条 法第二条第八項第十号ホに規定する内閣府令で定める方法は、次に掲げる方法とする。

- 一 顧客の提示した指値が、取引の相手方となる他の顧客の提示した指値と一致する場合に、当該顧客の提示した指値を用いる方法
- 二 金融商品取引業者が、同一の銘柄に対し自己又は他の金融商品取引業者等の複数の売付け及び買付けの気配を提示し、当該複数の売付け及び買付けの気配に基づく価格を用いる方法（複数の金融商品取引業者等が恒常的に売付け及び買付けの気配を提示し、かつ当該売付け及び買付けの気配に基づき売買を行う義務を負うものを除く。）

○特定投資家関係（PTSへの該当性）

PTSへの該当性（金融庁監督指針）

IV-4-2 承認及び届出等

IV-4-2-1 認可

私設取引システム（Proprietary Trading System；PTS）は取引所類似の機能を有しており、そのためこれを運営する業務は、金商法においても旧証券取引法から引き続き認可制を維持することとされた。こうしたことを踏まえ、金商法第2条第8項第10号に規定する業務の認可については、以下の留意事項を踏まえて検討することが必要である。

①私設取引システムに該当するか否かを判断する際には、次の点に留意するものとする。

イ. 取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場における有価証券の売買の取次ぎを行い、又は他の単一の金融商品取引業者に有価証券の売買の取次ぎを行うシステムについては、私設取引システム及び取引所金融商品市場等に該当しないものとする。

（注）例えば、金商業等府令第70条の2第7項に規定する価格その他の取引の条件の決定又はこれに類似する行為を行うものを使用して行う同項に規定する取次ぎは、基本的に、私設取引システム及び取引所金融商品市場等に該当しない。一方、当該取次ぎであっても、システム内で注文の集約又は相殺等を行うような場合は、私設取引システム又は取引所金融商品市場等に該当する可能性がある。

ロ. 顧客との間で有価証券の売買を行う自己対当売買のシステムであっても、多数の注文による有価証券の需給を集約した提示気配に基づき売買を成立させていくものについては、私設取引システム又は取引所金融商品市場等に該当する場合がある。

ハ. 株価や金融情報を提供している金融商品取引業者や情報ベンダーについても、複数の金融商品取引業者等が提示している気配に一覧性があり（気配の競合）、専用情報端末の配布や注文・交渉のためのリンク等の設定をはじめとする取引条件に係る合意手段が提供されている場合には、金融商品取引業（媒介）に該当し、かつPTS業務の認可を併せて要することに留意する。

○株主コミュニティ関係（自主規制規則）

株主コミュニティの参加勧誘・投資勧誘（自主規制規則）

【株主コミュニティに関する規則】

（株主コミュニティへの参加手続及び参加に関する勧誘の禁止）

第9条 運営会員は、投資者から株主コミュニティへの参加の申出を受けた場合を除き、当該投資者に係る当該株主コミュニティへの参加の手続を行ってはならない。

2 運営会員は、株主コミュニティへの参加に関する勧誘を行ってはならない。ただし、当該勧誘の相手方が次のいずれかに該当する者であることを確認できた場合は、この限りでない。

- 1 当該株主コミュニティ銘柄の保有者
- 2 当該株主コミュニティ銘柄の発行者の役員又は従業員
- 3 前2号に掲げる者であった者
- 4 第2号に掲げる者の配偶者又は二親等内の親族
- 5 当該株主コミュニティ銘柄の発行者の被支配会社等（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（以下「定義府令」という。）第6条第3項に規定する被支配会社等をいう。）又は関係会社（定義府令第7条第2項に規定する関係会社をいう。）の役員又は従業員

3 （略）

（株主コミュニティの参加者以外の者に対する投資勧誘の禁止）

第16条 運営会員は、自社が運営会員となっている株主コミュニティの参加者以外の者に対して、当該株主コミュニティに係る株主コミュニティ銘柄の投資勧誘を行ってはならない。

（株主コミュニティの参加者以外の者に対する投資勧誘の特例）

第16条の3 第16条の規定にかかわらず、運営会員は、株主コミュニティの参加者以外の者（第9条第2項各号に掲げる者に限る。）に対して、当該株主コミュニティに参加することを当該株主コミュニティ銘柄の取得の条件とした場合に限り、当該株主コミュニティ銘柄の少数人数私募（金商法第2条第3項第2号ハに規定する取得勧誘をいう。）の取扱いを行うことができる。この場合、投資勧誘の相手方となる顧客は、株主コミュニティへの参加前であっても参加者とみなして、第10条、第12条第3項、第14条、第15条、第16条の2第1項及び第31条の規定を適用する。

有価証券届出書の提出（法）

【金融商品取引法】

（募集又は売出しの届出）

第四条 有価証券の募集（特定組織再編成発行手続を含む。第十三条及び第十五条第二項から第六項までを除き、以下この章及び次章において同じ。）又は有価証券の売出し（次項に規定する適格機関投資家取得有価証券一般勧誘及び第三項に規定する特定投資家等取得有価証券一般勧誘に該当するものを除き、特定組織再編成交付手続を含む。以下この項において同じ。）は、発行者が当該有価証券の募集又は売出しに関し内閣総理大臣に届出をしているものでなければ、することができない。ただし、次の各号のいずれかに該当するものについては、この限りでない。

一 有価証券の募集又は売出しの相手方が当該有価証券に係る次条第一項各号に掲げる事項に関する情報を既に取得し、又は容易に取得することができる場合として政令で定める場合における当該有価証券の募集又は売出し

二 有価証券の募集又は売出しに係る組織再編成発行手続又は組織再編成交付手続のうち、次に掲げる場合のいずれかに該当するものがある場合における当該有価証券の募集又は売出し（前号に掲げるものを除く。）

イ 組織再編成対象会社が発行者である株券（新株予約権証券その他の政令で定める有価証券を含む。）に関して開示が行われている場合に該当しない場合

ロ 組織再編成発行手続に係る新たに発行される有価証券又は組織再編成交付手続に係る既に発行された有価証券に関して開示が行われている場合

三 その有価証券に関して開示が行われている場合における当該有価証券の売出し（前二号に掲げるものを除く。）

四 外国で既に発行された有価証券又はこれに準ずるものとして政令で定める有価証券の売出し（金融商品取引業者等が行うものに限る。）のうち、国内における当該有価証券に係る売買価格に関する情報を容易に取得することができることその他の政令で定める要件を満たすもの（前三号に掲げるものを除く。）

五 発行価額又は売出価額の総額が一億円未満の有価証券の募集又は売出しで内閣府令で定めるもの（前各号に掲げるものを除く。）

○株主コミュニティ関係（有価証券届出書の提出基準）

【企業内容等の開示に関する内閣府令】

（届出を要しない有価証券の募集又は売出し）第二条 （略）

5 法第四条第一項第五号に規定する発行価額又は売価額の総額が一億円未満の有価証券の募集又は売出しで内閣府令で定めるものは、次に掲げるものの以外の募集又は売出しとする。

一 募集又は売出しに係る有価証券が新株予約権証券である場合で、当該新株予約権証券の発行価額又は売価額の総額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額が一億円以上となる場合における当該募集又は売出し

二 募集又は売出しに係る有価証券の発行価額又は売価額の総額（当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発行価額又は売価額の総額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額。以下この条、第九条の二第二号から第五号まで、第十九条第二項第一号から第二号の二まで及び第十四条の十五第二項において同じ。）に、当該募集又は売出しを開始する日前一年以内に行われた募集又は売出し（令第二条の十二に規定する場合に該当するもの、法第四条第一項の規定による届出をしたもの及び当該届出前にしたもの並びに発行登録追補書類を提出したもの及び当該提出前にしたものを除く。）に係る当該有価証券と同一の種類の有価証券（この条において新株予約権付社債券は、第一条第二号の規定にかかわらず、同条第一号二に掲げる有価証券又は法第二条第一項第十七号に掲げる有価証券であつて第一条第一号二に掲げる有価証券の性質を有するものと同一の種類の有価証券とみなす。）の発行価額又は売価額の総額を合算した金額が一億円以上となる場合における当該募集又は売出し

三 募集（令第一条の六に規定する要件に該当することにより募集に該当することとなつた場合に限る。）に係る有価証券の発行価額の総額に、当該有価証券の発行される日以前六月以内に発行された同種の新規発行証券（同条に規定する同種の新規発行証券をいう。第九条の二において同じ。）の発行価額の総額を合算した金額が一億円以上となる場合における当該募集

三の二 売出し（令第一条の八の三に規定する要件に該当することにより売出しに該当することとなつた場合に限る。）に係る有価証券の売価額の総額に、当該有価証券の売付け勧誘等（法第二条第四項に規定する売付け勧誘等をいう。以下同じ。）が行われる日以前一月以内に売付け勧誘等（他の者が行つたものを除く。）が行われた同種の既発行証券（令第一条の八の三に規定する同種の既発行証券をいう。第九条の二第三号の二及び第十九条第二項第一号において同じ。）の売価額の総額を合算した金額が一億円以上となる場合における当該売出し

四 同一の種類の有価証券でその発行価額又は売価額の総額が一億円未満である二組以上の募集又は売出しが並行して行われ、かつ、これらの募集又は売出しに係る有価証券の発行価額又は売価額の総額の合計額が一億円以上となる場合におけるそれぞれの募集又は売出し

五 発行価額若しくは売価額の総額が一億円以上である有価証券の募集若しくは売出し又は第二号に規定する募集若しくは売出しと並行して行われるこれらの募集又は売出しに係る有価証券と同一の種類の有価証券の募集又は売出し

六 法第十条第一項（法第二十七条において準用する場合を含む。）の規定による届出の効力の停止の処分又は法第十一条第一項（法第二十七条において準用する場合を含む。）の規定による届出の効力の停止の処分、発行登録の効力の停止の処分若しくは期間の延長の処分を受けた届出者が、これらの処分を受けている期間内に新たに行う有価証券の募集又は売出し

七 法第二十三条の十第三項（法第二十七条において準用する場合を含む。）の規定による発行登録の効力の停止の処分又は法第二十三条の十一第一項（法第二十七条において準用する場合を含む。）の規定による発行登録の効力の停止の処分、届出の効力の停止の処分若しくは期間の延長の処分を受けた登録者が、これらの処分を受けている期間内に新たに行う有価証券の募集又は売出し

八 本邦の金融商品取引所に発行株式（発行優先出資を含む。以下同じ。）を上場しようとする会社（指定法人を含む。以下この号において同じ。）又は認可金融商品取引業協会に発行株式を店頭売買有価証券として登録しようとする会社（既に本邦の他の金融商品取引所に発行株式が上場されている会社又はいずれかの認可金融商品取引業協会に発行株式が店頭売買有価証券として登録されている会社を除く。第八条第二項において同じ。）で、継続開示会社でないものが行う当該金融商品取引所又は当該認可金融商品取引業協会の規則による発行株式の募集又は売出し

○株主コミュニティ関係 (流通性が制限されていると認められる銘柄)

流通性が制限されていると認められる銘柄（法、金融庁告示）

【金融商品取引法】 (認可協会への報告)

第六十七条の十八 協会員（第一号から第三号までに掲げる場合にあつては、店頭売買有価証券市場を開設する認可協会の協会員に限る。）は、次の各号に掲げる場合において当該各号に定める事項を、内閣府令で定めるところにより、その所属する認可協会に報告しなければならない。

一～三 (略)

四 自己の計算において行う取扱有価証券（当該認可協会がその規則において、売買その他の取引の勧誘を行うことを禁じていない株券、新株予約権付社債券その他内閣府令で定める有価証券（金融商品取引所に上場されている有価証券、店頭売買有価証券及び当該規則において流通性が制限されていると認められる有価証券として内閣総理大臣が定めるものを除く。）をいう。以下同じ。）の売買又は媒介、取次ぎ若しくは代理を行う取扱有価証券の売買が成立した場合 当該売買に係る有価証券の種類、銘柄、価格、数量その他内閣府令で定める事項

五～八 (略)

【金融庁告示第三十二号：「流通性が制限されていると認められる銘柄」】

金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号）第六十七条の十八第四号の規定に基づき、認可協会の規則において流通性が制限されていると認められる有価証券として定めるものは、「株主コミュニティに関する規則」（日本証券業協会自主規制規則）第二条第五号に規定する株主コミュニティ銘柄とし、平成二十七年五月二十九日から適用する。

平成二十七年五月二十八日
金融庁長官細溝清史

○株式投資型クラウドファンディング（業規制）

株式投資型CFにおける投資金額の少額要件（業規制）

【金融商品取引法】

（第一種少額電子募集取扱業者についての登録等の特例）

第二十九条の四の二 （略）

2～9 （略）

10 第一項、第二項、第五項、第七項及び前項の「第一種少額電子募集取扱業務」とは、電子募集取扱業務（第二条第一項第九号に掲げる有価証券（金融商品取引所に上場されていないものに限り、政令で定めるものを除く。以下この項において同じ。）の募集の取扱い又は私募の取扱いであつて、当該有価証券の発行価額の総額及び当該有価証券を取得する者が払い込む額が少額であるものとして政令で定める要件を満たすものに限る。以下この項において同じ。）又は電子募集取扱業務に関して顧客から金銭の預託を受けることをいう。

【金融商品取引法施行令】

（発行価額の総額及び有価証券を取得する者が払い込む額が少額である有価証券の募集の取扱い等）

第十五条の十の三 法第二十九条の四の二第十項及び第二十九条の四の三第四項に規定する政令で定める要件は、次に掲げるものとする。

一 （略）

二 取得する者が払い込む額として内閣府令で定める方法により算定される額が五十万円以下であること。

【金融商品取引業等に関する内閣府令】

（発行価額の総額及び有価証券を取得する者が払い込む額の算定の方法）

第十六条の三 （略）

2 令第十五条の十の三第二号に規定する内閣府令で定める方法は、募集又は私募に係る有価証券に対する個別払込額（有価証券を取得する者がそれぞれ払い込む額をいい、当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額を合算した金額とする。以下この項において同じ。）に、当該有価証券の募集又は私募に係る払込みが行われた日前一年以内に応募又は払込みを行った同一の発行者による当該有価証券と同一の種類の有価証券の募集又は私募に係る個別払込額を合算する方法とする。

【株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則】

（払込額が少額要件を満たしていることの確認）

第13条 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務により店頭有価証券を取得させようとする顧客からの払込額が、金商法施行令第15条の10の3第2号に掲げる要件を満たすものであることを確認しなければならない。

（適切な配分）

第15条 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務を行うに当たっては、投資需要の動向等を十分に勘案したうえで、当該株式投資型クラウドファンディング業務に係る店頭有価証券の配分が、公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資者に偏ることのないよう努めなければならない。

少人数私募の人数通算（開示規制）①

【金融商品取引法】

（定義）

第二条（略）

3 この法律において、「有価証券の募集」とは、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘（これに類するものとして内閣府令で定めるもの（次項において「取得勧誘類似行為」という。）を含む。以下「取得勧誘」という。）のうち、当該取得勧誘が第一項に掲げる有価証券又は前項の規定により有価証券とみなされる有価証券表示権利若しくは特定電子記録債権（次項及び第六項、次条第四項及び第五項並びに第二十三条の十三第四項において「第一項有価証券」という。）に係るものである場合に於ては第一号及び第二号に掲げる場合、当該取得勧誘が前項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利（次項、次条第四項及び第五項並びに第二十三条の十三第四項において「第二項有価証券」という。）に係るものである場合に於ては第三号に掲げる場合に該当するものをいい、「有価証券の私募」とは、取得勧誘であつて有価証券の募集に該当しないものをいう。

一 （略）

二 前号に掲げる場合のほか、次に掲げる場合のいずれにも該当しない場合

イ・ロ （略）

ハ 前号に掲げる場合並びにイ及びロに掲げる場合以外の場合（当該有価証券と種類を同じくする有価証券の発行及び勧誘の状況等を勘案して政令で定める要件に該当する場合を除く。）であつて、当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ないものとして政令で定める場合

【金融商品取引法施行令】

（取得勧誘が少人数向け勧誘に該当しないための要件）

第一条の六 法第二条第三項第二号ハに規定する政令で定める要件は、当該有価証券の発行される日以前六月以内に、当該有価証券と同一種類の有価証券として内閣府令で定める他の有価証券（その発行の際にその取得勧誘が同号イに掲げる場合及び第二条の十二に規定する場合に該当するものであつた有価証券並びにその発行の際にその取得勧誘が有価証券の募集に該当し、かつ、当該有価証券の募集に関し法第四条第一項の規定による届出又は法第二十三条の八第一項（法第二十七条において準用する場合を含む。）に規定する発行登録追補書類の提出が行われた有価証券を除く。以下この条において「同種の新規発行証券」という。）が発行されており、当該有価証券の取得勧誘を行う相手方（当該有価証券の取得勧誘を行う相手方が適格機関投資家であつて、当該有価証券が第一条の四に定める場合に該当するときは、当該適格機関投資家を除く。）の人数と当該六月以内に発行された同種の新規発行証券の取得勧誘を行つた相手方（当該同種の新規発行証券の取得勧誘を行つた相手方が適格機関投資家であつて、当該同種の新規発行証券が第一条の四に定める場合に該当するときは、当該適格機関投資家を除く。）の人数との合計が五十名以上となることとする。

少人数私募の人数通算（開示規制）②

【金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令】

（同一種類の有価証券等）

第十条の二 令第一条の四第一号ロ、第二号ロ及びハ並びに第三号イ及びロ、第一条の五の二第二項第一号イ、第一条の七第二号イ（２）、ロ（２）及び（３）並びにハ（１）及び（２）、第一条の七の四第一号ロ、第二号ロ及びハ並びに第三号イ及びロ、第一条の八の二第一号イ並びに第一条の八の四第三号イ（２）、ロ（２）及び（３）並びにハ（１）及び（２）に規定する同一種類の有価証券として内閣府令で定めるものは、当該有価証券及び当該有価証券と発行者が同一で、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める事項が同一である有価証券とする。

一 転換特定社債券（資産流動化法に規定する転換特定社債券をいう。） 次に掲げる事項

イ 償還期限及び利率（割引の方法により発行されるものにあつては、償還期限）

ロ 金額を表示する通貨（当該有価証券に係る金額を表示するものについて単一の通貨で表示することとされている場合に限る。第十七号ロ及び第十八号ロにおいて同じ。）

ハ （略）

二・三 （略）

四 新株予約権付社債券（会社法第二百四十九条第二号に掲げる新株予約権付社債券をいう。第十三条の三第二項第一号において同じ。）

次に掲げる事項

イ 第一号イ及びロに掲げる事項

ロ 新株予約権の行使により発行され、又は移転される株式一株の発行価額並びに株式に係る剰余金の配当、残余財産の分配、株式の買受け及び議決権を行使することができる事項（以下この項において「株式に係る剰余金の配当等」という。）の内容

五～八 （略）

九 株券 株式に係る剰余金の配当等の内容

十 新株予約権証券 新株予約権の行使により発行され、又は移転される株式に係る剰余金の配当等の内容

十一～二十六 （略）

2 令第一条の六及び第一条の八の三に規定する当該有価証券と同一種類の有価証券として内閣府令で定める他の有価証券は、当該有価証券と発行者が同一で、前項各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める事項が同一である有価証券とする。

3 （略）

○株式投資型クラウドファンディング（業規制等）

株式投資型CFにおける募集金額の少額要件（業規制等）

【金融商品取引法】

（第一種少額電子募集取扱業者についての登録等の特例）

第二十九条の四の二 （略）

2～9 （略）

10 第一項、第二項、第五項、第七項及び前項の「第一種少額電子募集取扱業務」とは、電子募集取扱業務（第二条第一項第九号に掲げる有価証券（金融商品取引所に上場されていないものに限り、政令で定めるものを除く。以下この項において同じ。）の募集の取扱い又は私募の取扱いであつて、当該有価証券の発行価額の総額及び当該有価証券を取得する者が払い込む額が少額であるものとして政令で定める要件を満たすものに限る。以下この項において同じ。）又は電子募集取扱業務に関して顧客から金銭の預託を受けることをいう。

【金融商品取引法施行令】

（発行価額の総額及び有価証券を取得する者が払い込む額が少額である有価証券の募集の取扱い等）

第十五条の十の三 法第二十九条の四の二第十項及び第二十九条の四の三第四項に規定する政令で定める要件は、次に掲げるものとする。

一 発行価額の総額として内閣府令で定める方法により算定される額が一億円未満であること。

二 （略）

【金融商品取引業等に関する内閣府令】

（発行価額の総額及び有価証券を取得する者が払い込む額の算定の方法）

第十六条の三 令第十五条の十の三第一号に規定する内閣府令で定める方法は、募集又は私募に係る有価証券の発行価額の総額（当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発行価額の総額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額。以下この項において同じ。）に、当該有価証券の募集又は私募を開始する日前一年以内に同一の発行者により行われた募集又は私募及び当該有価証券の募集又は私募と申込期間（第七十条の二第二項第四号に規定する申込期間をいう。）の重複する同一の発行者により行われる募集又は私募に係る当該有価証券と同一の種類（法第二条第一項第九号に掲げる有価証券であるか同条第二項の規定により有価証券とみなされる同項第五号又は第六号に掲げる権利であるかの別をいう。次項において同じ。）の有価証券の発行価額の総額を合算する方法とする。

2 （略）

【株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則】

（発行者についての審査）

第4条 （略）

2 （略）

3 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務に係る店頭有価証券の募集又は私募が金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という。）第15条の10の3第1号に掲げる要件を満たすものでなければ、株式投資型クラウドファンディング業務を行ってはならない。

4 （略）

募集金額の通算要件（開示規制）

【金融商品取引法】

（募集又は売出しの届出）

第四条 有価証券の募集（特定組織再編成発行手続を含む。第十三条及び第十五条第二項から第六項までを除き、以下この章及び次章において同じ。）又は有価証券の売出し（次項に規定する適格機関投資家取得有価証券一般勧誘及び第三項に規定する特定投資家等取得有価証券一般勧誘に該当するものを除き、特定組織再編成交付手続を含む。以下この項において同じ。）は、発行者が当該有価証券の募集又は売出しに関し内閣総理大臣に届出をしているものでなければ、することができない。ただし、次の各号のいずれかに該当するものについては、この限りでない。

一～四 （略）

五 発行価額又は売出価額の総額が一億円未満の有価証券の募集又は売出しで内閣府令で定めるもの（前各号に掲げるものを除く。）

【企業内容等の開示に関する内閣府令】

（届出を要しない有価証券の募集又は売出し）

第二条 （略）

2～4 （略）

5 法第四条第一項第五号に規定する発行価額又は売出価額の総額が一億円未満の有価証券の募集又は売出しで内閣府令で定めるものは、次に掲げるもの以外の募集又は売出しとする。

一 （略）

二 募集又は売出しに係る有価証券の発行価額又は売出価額の総額（当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発行価額又は売出価額の総額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額。以下この条、第九条の二第二号から第五号まで、第十九条第二項第一号から第二号の二まで及び第十四条の十五第二項において同じ。）に、当該募集又は売出しを開始する日以前一年以内に行われた募集又は売出し（令第二条の十二に規定する場合に該当するもの、法第四条第一項の規定による届出をしたもの及び当該届出前にしたもの並びに発行登録追補書類を提出したもの及び当該提出前にしたものを除く。）に係る当該有価証券と同一の種類の有価証券（この条において新株予約権付社債券は、第一条第二号の規定にかかわらず、同条第一号二に掲げる有価証券又は法第二条第一項第十七号に掲げる有価証券であつて第一条第一号二に掲げる有価証券の性質を有するものと同一の種類の有価証券とみなす。）の発行価額又は売出価額の総額を合算した金額が一億円以上となる場合における当該募集又は売出し

取扱業者における情報提供の内容及び発行者審査（業規制等）

【金融商品取引法】

第四十三条の五 金融商品取引業者等は、第三条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券（第二十九条の二第一項第六号に規定する政令で定めるものを除く。）について電子募集取扱業務を行うときは、内閣府令で定めるところにより、第三十七条の三第一項の規定により交付する書面に記載する事項のうち電子募集取扱業務の相手方の判断に重要な影響を与えるものとして内閣府令で定める事項について、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であつて内閣府令で定めるものにより、これらの有価証券について電子募集取扱業務を行う期間中、当該相手方が閲覧することができる状態に置かなければならない。

【金融商品取引業等に関する内閣府令】

第百四十六条の二

1・2 （略）

3 法第四十三条の五に規定する内閣府令で定める事項は、法第三十七条の三第一項第四号に掲げる事項の概要、同項第五号に掲げる事項、第八十二条第三号及び第五号に掲げる事項並びに第八十三条第一項第三号から第七号までに掲げる事項とする。

4 （略）

【株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則】

（発行者についての審査）

第4条 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務を行うに当たっては、店頭有価証券について、第17条の規定により当該会員等が策定した社内規則に従って、あらかじめ次の各号に掲げる事項について厳正に審査を行わなければならない。

1 発行者及びその行う事業の実在性

2 発行者の財務状況

3 発行者の事業計画の妥当性

4 発行者の法令遵守状況を含めた社会性

5 反社会的勢力への該当性、反社会的勢力との関係の有無及び反社会的勢力との関係排除への仕組みとその運用状況

6 当該会員等と発行者との利害関係の状況

7 当該店頭有価証券に投資するに当たってのリスク

8 調達する資金の使途

9 目標募集額（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）第70条の2第2項第3号に規定する目標募集額をいう。以下同じ。）が発行者の事業計画に照らして適当なものであること。

2 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務を行うに当たっては、発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、当該株式投資型クラウドファンディング業務により行う資金調達としてふさわしいか否か及び当該発行者において法令に基づき会社情報が作成されているか否かについて特に留意するとともに、当該審査の結果、株式投資型クラウドファンディング業務として行うことが適当と認められない場合には、これを行ってはならない。

3・4 （略）

○店頭取扱有価証券に係る譲渡制限の見直し関係 (自主規制規則)



非上場株式に関する勧誘規制（自主規制規則）

【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、第 4 条、第 6 条若しくは第 8 条、「株主コミュニティに関する規則」又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」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。

(店頭取扱有価証券の投資勧誘)

第 6 条 協会員は、店頭取扱有価証券（第 2 条第 4 号ロ又はニに該当する店頭取扱有価証券を除く。以下同じ。）に譲渡制限を付すことを取得の条件として、当該店頭取扱有価証券の募集、売出し（金商法第 13 条第 1 項の規定により目論見書を作成しなければならないものに限る。以下この項において同じ。）、私募若しくは私売出し（金商法第 2 条第 4 項第 2 号イからハまでのいずれかに該当する売付け勧誘等という。以下同じ。）（以下「募集等」という。）の取扱い又は売出し若しくは私売出し（以下「募集等の取扱い等」という。）に係る投資勧誘を行うことができる。

2 前項の譲渡制限は、当該店頭取扱有価証券の取引所金融商品市場への上場日の前日又はその取得の日以後 2 年間を経過する日の前日のいずれか早い日まで、適格機関投資家以外に譲渡してはならない。ただし、次のいずれかに該当する場合であって、かつ、譲渡することが適当であると当該譲渡の前に協会員が認めるときは、この限りでない。

- 1 取得者がその経営の著しい不振により取得した店頭取扱有価証券を譲渡する場合
- 2 その他社会通念上やむを得ないと認められる場合

3・4（略）

○店頭取扱有価証券に係る譲渡制限の見直し関係 (自主規制規則)

会社内容説明書の要件に関する規定（自主規制規則）

【店頭有価証券に関する規則】

（会社内容説明書の要件）

第 5 条 会社内容説明書は、発行会社において作成するものとし、第 1 号から第 4 号までに掲げる要件又は第 1 号から第 3 号まで及び第 5 号に掲げる要件を満たしたものとする。

1 店頭有価証券が株券等（上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていないものを除く。）である場合は、企業内容等の開示に関する内閣府令に定める有価証券報告書のうち「企業情報」の記載事項に準拠して記載されていること。ただし、財務諸表及び連結財務諸表については、当該店頭有価証券の発行会社が第 2 条第 4 号イの規定に該当せず、かつ、次に掲げる場合は、それぞれ次のとおりとする。

イ 発行会社が設立後 2 事業年度未満である場合 第 1 期の財務諸表又は連結財務諸表並びに事業計画の概要及びその実現性等が記載されていること。

ロ 発行会社が設立後 2 事業年度以上である場合 次の(1)又は(2)のいずれかが記載されていること。

(1) 直前 2 事業年度の財務諸表又は連結財務諸表

(2) 直前事業年度の財務諸表又は連結財務諸表並びに事業計画の概要及びその実現性等

2 店頭有価証券が上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていない株券等である場合は、次に掲げる事項が記載されていること。なお、二に掲げる事項に代えて、当該発行会社が内閣総理大臣に提出した直近の有価証券報告書を記載することを妨げない。

イ 当該株券等の概要

ロ 当該発行会社が発行する上場株券とは異なる特徴

ハ 当該株券等に投資するに当たってのリスク

ニ 当該発行会社に関する情報は E D I N E T（金商法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システムをいう。）を参照すべき旨

ホ その他当該店頭有価証券についての説明に必要と認められる事項

3 財務諸表及び連結財務諸表が金商法第 193 条に規定する内閣総理大臣が一般に公正妥当であると認められるところに従って内閣府令で定める用語、様式及び作成方法又は計算書類等が「会社計算規則」に準拠して記載されていること。

4 財務諸表及び連結財務諸表について公認会計士又は監査法人により金商法に準ずる監査が行われ、又は計算書類等について会社法に基づく会計監査人による監査若しくはこれに準じる監査が行われ、かつ、その総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が、記載されている財務諸表若しくは連結財務諸表又は計算書類等に添付されていること。

5 （略）

○投資信託財産への非上場株式の組入れ（投信協規則）

投資信託財産への非上場株式の組入れ（投資信託協会規則）

【投資信託等の運用に関する規則】

（組入株式等の範囲）

第11条 投資信託財産が組入れる株式は、次のいずれかに該当するものに限るものとする。

- （1）金融商品取引所（金商法第2条第16項に規定する金融商品取引所をいう。）又は外国金融商品市場に上場されているもの及び外国において開設されている店頭売買金融商品市場に登録等をされているもの
- （2）未上場株式又は未登録株式のうち、金商法又は会社法（平成17年法律第86号）若しくはこれらに準じて開示が行われているもので細則に定める要件を満たすもの（外国で発行される株式でこれらと同様のものとして自主規制委員会が定める株式を含む。）

【投資信託等の運用に関する規則に関する細則】

（未上場株式、未登録株式の要件）

第2条 規則第11条第2号に規定する細則で定める要件を満たすものは、次の各号に掲げるいずれかの要件を満たすものとする。

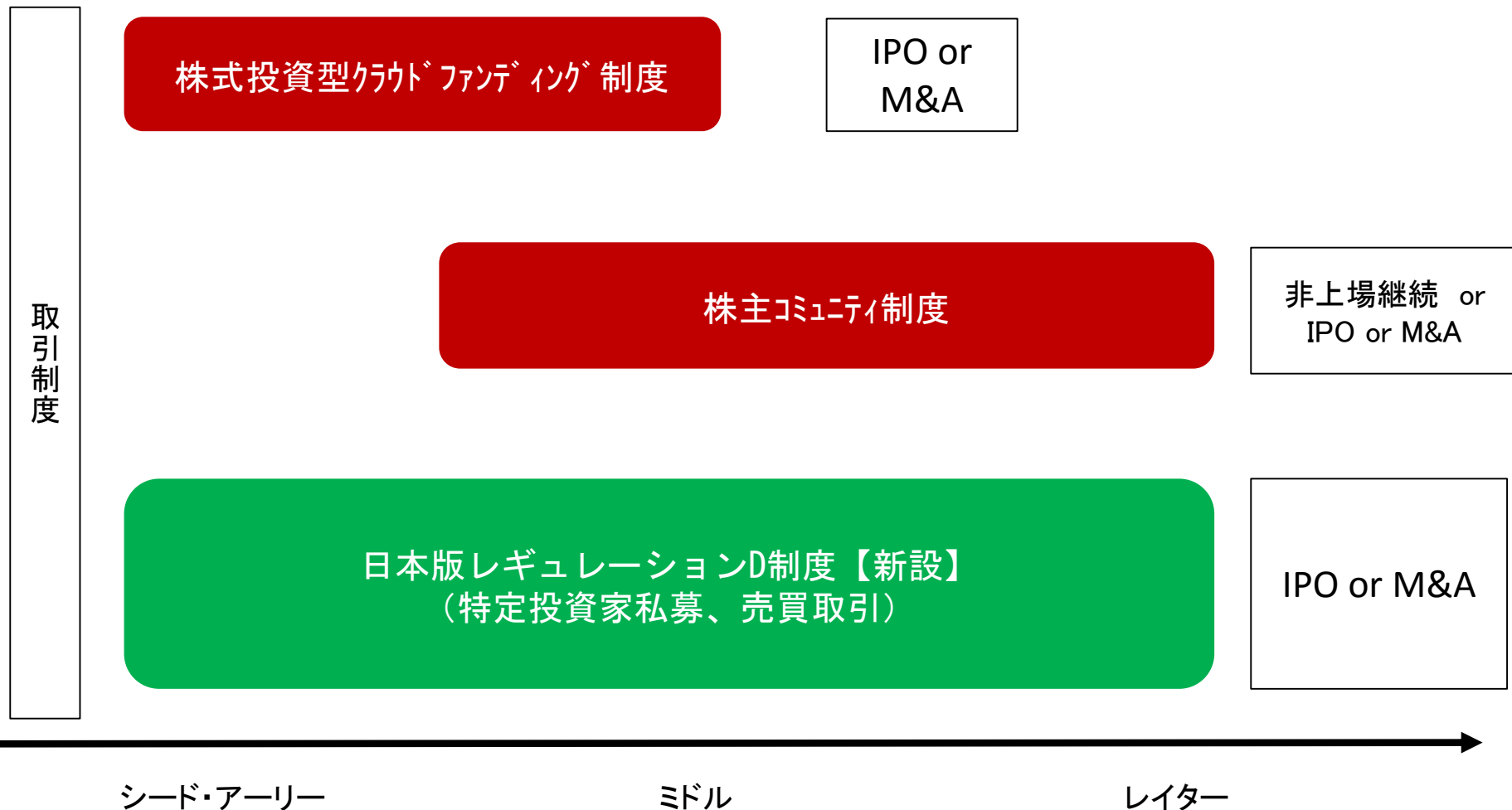
- （1）金商法第24条の規定に基づき有価証券報告書（金商法第5条に規定する有価証券届出書を含む。）を提出している会社で、当該有価証券報告書に総合意見が適正である旨の監査報告書が添付されている会社の発行するものであること
- （2）公認会計士又は監査法人により、会社法（平成17年法律第86号）に基づく監査が行われ、かつ、その総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等が入手できる会社の発行するものであること
- （3）公認会計士又は監査法人により、金商法又は会社法に準ずる監査が行われ、かつ、その総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等を入手できるものであって、今後も継続的に開示が見込める会社の発行するものであること

【投資信託財産の評価及び計理等に関する規則】

（未上場株式の評価）

第14条 未上場株式（上場予定株式を除く。）は、第一種金融商品取引業者（金商法第28条第1項に規定する第一種金融商品取引業を行なう者をいう。以下同じ。）等から提示される気配相場で評価し、計算日に気配相場が提示されない場合には、計算日の直近の日に提示された気配相場で評価するものとする。

2 気配相場が発表されなくなった日から起算して1ヵ月を経過しても気配相場の発表が行なわれていない場合には、気配相場が発表されるまでの間は、直近の気配相場又は直近に発表された決算期の純資産価額に基づき算出した1株当たりの価額のいずれか低い価額で評価するものとする。



(参考)金融審議会等における議論の状況

(参考)金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」(第6回) 令和3年2月18日開催

「事務局説明資料(成長資金の供給のあり方に関する検討)」

P5 「非上場企業への資本性資金の流れ」

特にプロ投資家・法人プロ投資家等に関して「指摘されている主な課題」(一部抜萃)

プロ投資家

個人によるプロ投資家制度の利用は限定的。

➤個人のプロ投資家の基準は適切か。

➤プロ投資家制度の「使い勝手」(利用メリット)について見直すべき点はないか。

非上場株式のセカンダリー取引

欧米では機関投資家等の中での非上場株式の譲渡が行われることで、

①企業が非上場のまま時間をかけて成長することが可能になっている。

②投資家は投資回収の機会を見込むことができ、当初の(プライマリー)投資を行いやすくなっている。

➤我が国でも非上場企業への資金供給を行いやすくする観点から、投資家の投資回収機会を充実させるためにはどうすればよいか。

証券会社

非上場株式の投資勧誘は原則として禁止されており(日証協規則)、非上場株式の仲介は基本的に担っていない。

➤証券会社にどのような役割が期待されるのか

(参考)成長戦略会議(第8回)配付資料 令和3年3月17日開催

論点案P1

○我が国の資本市場は、未上場の企業への投資について、個人投資家による投資手段が限定され、VC以外の投資家の裾野が狭く、セカンダリー取引も小規模なものとなっている。未上場のスタートアップへのリスクマネーの流れを太くする観点から、特定投資家の範囲の拡大の検討など、諸制度の整備を検討すべきではないか。

資料5

日 程	検討テーマ（予定）
第1回（11月30日開催） 13時30分～15時00分	・ 非上場株式の取引制度・関係者から提起されている諸課題について（事務局説明） ・ 本懇談会における検討課題や検討の進め方について（フリーディスカッション）
第2回（1月29日開催） 13時30分～15時30分	・ 欧米における非上場株式の取引制度（シンクタンクからのプレゼン）・意見交換
第3回（2月25日開催） 14時30分～16時30分	・ 資金調達側からみた取引制度の課題・解決策（発行者からのプレゼン）・意見交換
第4回（4月23日開催） 15時00分～17時00分	・ 投資家側からみた取引制度の課題・解決策（投資家からのプレゼン） ・ 米国でのプライベートプレースメントについて（証券会社からのプレゼン） ・ 意見交換
第5回（5月20日開催予定） 14時30分～16時30分	・ 仲介者側からみた取引制度の課題・解決策（証券会社、ECF業者等からのプレゼン）・意見交換
第6回（6月2日開催予定） 14時30分～16時30分	・ 報告書（論点整理）の取りまとめ