

「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」の設置について

2020年11月17日
日本証券業協会

1. 趣旨

政府の成長戦略及び規制改革実施計画等において、非上場企業の資金調達の円滑化と手段の多様化に向けた検討が行われる旨、謳われており、金融庁では、金融審議会市場制度ワーキング・グループにおいて、成長資金の円滑な供給に向けた非上場株式等の発行・流通市場の見直し等について検討されているところである。

これら具体策の検討に当たっては、非上場株式取引制度が広く利用されるものとなるよう、市場関係者等のニーズを的確に把握し、それを踏まえた枠組みを検討していくことが重要であると考えられる。

については、本協会として、金融庁とも連携しつつ、市場関係者のニーズ等に基づいて非上場株式取引制度の課題・改善策について検討するため、自主規制会議の下部機関として「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」（以下「本懇談会」という。）を設置することとする。

2. 検討事項

次の内容に関し、市場関係者のニーズ等を踏まえつつ、検討を行う。

- ① 市場関係者（発行会社、投資家、市場仲介者）からの視点での我が国非上場株式取引制度の課題・改善策
- ② 海外制度を踏まえた我が国の非上場株式取引の発行市場・流通市場の在り方について
- ③ その他

3. 構成及び運営

- (1) 本懇談会の委員は、20名程度とする。
- (2) 本懇談会の委員は、会員の役職員、有識者、市場関係者により構成する。
- (3) 本懇談会には、委員から選任した座長を置く。
- (4) 本懇談会には、オブザーバーを置くことができる。
- (5) 本懇談会は、その検討状況について、適宜、自主規制会議及びエクイティ分科会に報告する。

4. 事務の所管

本懇談会の事務は、本協会自主規制本部エクイティ市場部が担当する。

以 上

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 委員名簿

2020年11月
日本証券業協会

座長	大崎	貞和	(株式会社野村総合研究所	未来創発センターフェロー)
委員	有吉	尚哉	(西村あさひ法律事務所	パートナー 弁護士)
〃	池田	祐久	(シャーマンアンドスターリング 外国法事務弁護士事務所	執行パートナー アジア統括/東京事務所代表 外国法事務弁護士)
〃	稲井田	洋右	(野村証券株式会社	常務)
〃	落合	雄介	(東海東京証券株式会社	常務執行役員)
〃	小池	圭吾	(みずほ証券株式会社	グローバル投資銀行部門 プロダクツ本部 副本部長)
〃	柴原	祐喜	(株式会社日本クラウドキャピタル	代表取締役 CEO)
〃	柴山	和久	(ウェルスナビ株式会社	代表取締役 CEO)
〃	島谷	治郎	(島大証券株式会社	代表取締役社長)
〃	関	雄太	(株式会社野村資本市場研究所	執行役員)
〃	辻	朋紀	(大和証券株式会社	常務執行役員)
〃	東後	澄人	(freee株式会社	取締役 CFO)
〃	永見	世央	(ラクスル株式会社	取締役 CFO)

- “ 藤 本 毅 (みらい証券株式会社 取締役)
 “ 松 尾 順 介 (桃山学院大学 経営学部経営学科
 大学院 経営学研究科教授)
 “ 松 本 季 子 (一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 理 事)
 “ 丸 山 隆 志 (フィデリティ投信株式会社 取締役 副社長
 最高投資責任者)
 “ 村 田 祐 介 (インキュベイトファンド株式会社 代表パートナー)
 “ 横 山 淳 (株式会社大和総研 金融調査部副部長兼
 制度調査課長)
 “ 吉 岡 秀 二 (SMBC 日興証券株式会社 執行役員)

【オブザーバー】

- 青 克 美 (株式会社東京証券取引所 執行役員)
 太 田 原 和 房 (金融庁企画市場局 市場課長)
 杉 江 潤 (一般社団法人投資信託協会 副会長専務理事)

以 上 23 名
 (敬称略 五十音順)

第1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

2020年11月30日（月）午後1時30分
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

- 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）

以上

「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」の運営について（案）

1. 会議について

本懇談会の会議については、非公開とする。

2. 会議の議事要旨について

(1) 取扱い

本懇談会の会議については、原則として、その概要を取りまとめた議事要旨を作成し、公開する（発言者の氏名は公表しない。）。

ただし、公開することにより当事者又は第三者の権利又は利益を害するおそれがあるもの、その他座長が必要と認めるものについては、非公開とする。

(2) 公開の方法

本懇談会委員の確認を経たうえで、協会員が閲覧可能な協会WANに掲載するとともに、一般のアクセスが可能な本協会のウェブサイトに掲載し、公開する。

3. 会議で使用した資料について

(1) 取扱い

本懇談会の会議で使用した資料については、原則として公開する。ただし、公開することにより当事者又は第三者の権利又は利益を害するおそれがあるもの、その他座長が必要と認めるものについては、非公開とする。

(2) 公開の方法

協会員が閲覧可能な協会WAN及び一般のアクセスが可能な本協会のウェブサイトに掲載し、議事要旨とあわせて公開する。

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1回資料）

事務局説明資料 －非上場株式の一層の活用－

2020年11月30日
日本証券業協会

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性・・・ P2
2. これまでの取組みとその効果・・・・・・・・・・・・・・・・ P14
3. 関係者から提起されている課題・・・・・・・・・・・・ P18
4. 課題解決のために検討すべき事項(例)タタキ台・・・・ P24

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

投資家に魅力があり企業価値向上に繋がる金融資本市場の整備として、
非上場株式の発行・流通市場の活性化が喫緊の課題



非上場企業の株式による
資金調達の円滑化・多様化

非上場株式の流通市場の活性化

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

日本の非上場株式は発展途上

非上場企業の株式による資金調達の円滑化・多様化

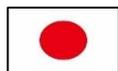


日本では、証券会社による私募等への関与がごくわずか
発行会社の私募等でのエクイティファイナンスも僅少



米国では、レギュレーションD、ルール144A、レギュレーションAなどの登録免除制度を整備し、株式の募集の総額に応じて負担を軽減した簡易な会社情報の開示等によって、一定の投資家保護を確保
発行会社の私募等でのエクイティファイナンスの額が大きい

非上場株式の流通市場の活性化



日本では、投資者保護の観点から、流通が制限的



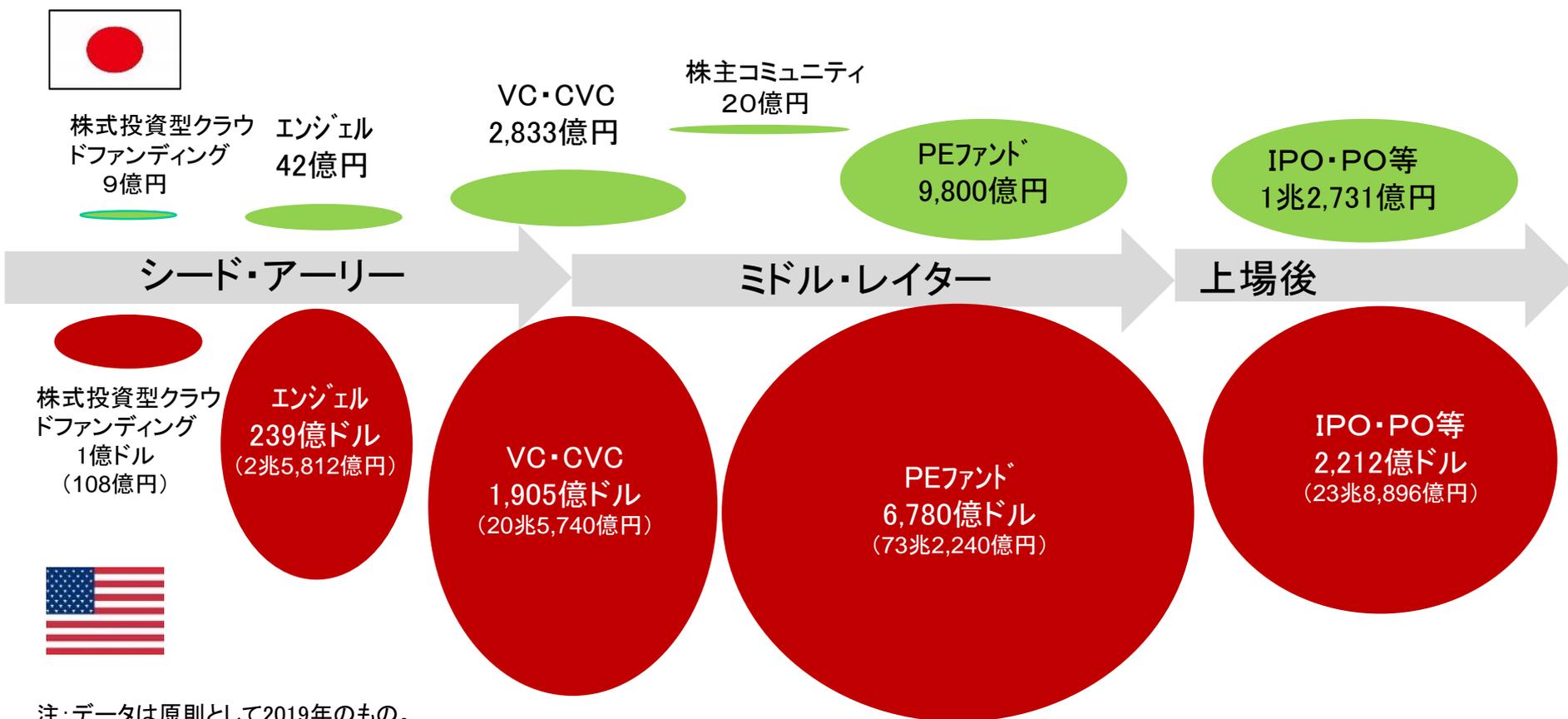
米国では、プラットフォームを介して非上場株式の取引が活発に取引が行われ、投資家層の厚みを増し、リスクマネー供給のエコシステムを形成

セカンダリー市場は世界的にも拡大傾向

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

米国では企業の各成長ステージに応じた資金調達が活況

企業の成長ステージに応じた株式による資金調達手段・金額



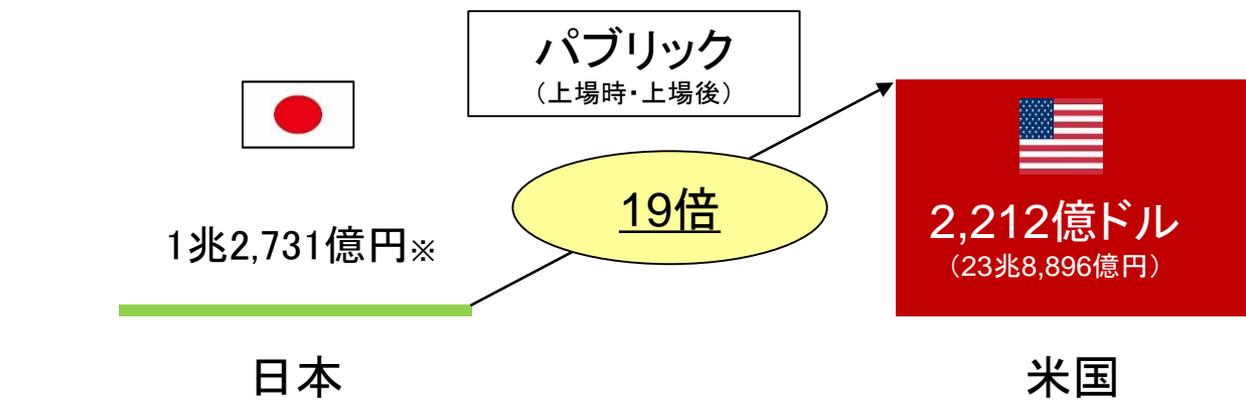
注: データは原則として2019年のもの。

(日本:エンジェルは2018年、株主コミュニティは2020年。米国:株式投資型クラウドファンディングは2016年から2018年末の累計)

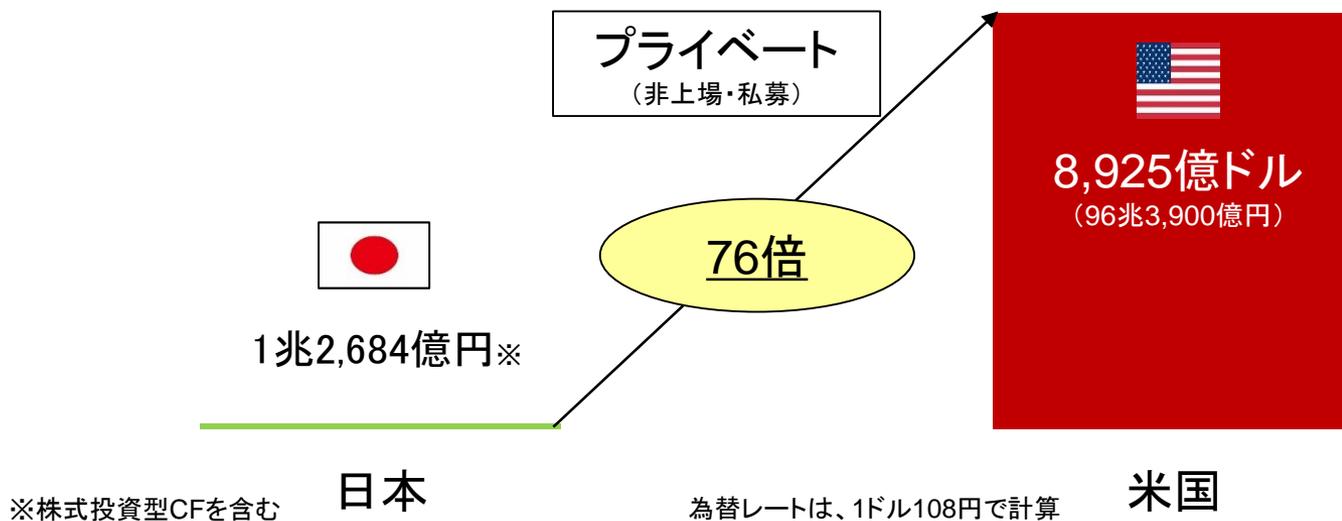
1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

米国では特にプライベート（非上場・私募）による資金調達が活況

株式による資金調達額比較<推計>（2019年）



※上場企業の第三者割当増資を含む



※株式投資型CFを含む

為替レートは、1ドル108円で計算

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

日本では、株主コミュニティ制度等以外では非上場株式の投資勧誘が原則として禁止されているため、セカンダリーは取引所市場に集中
米国では、取引所市場の他に、非上場株式取引プラットフォームなどが存在し、多層的な市場構造となっている

日本の市場構造



パブリックマーケット（上場株式）

取引所市場
東証：約3,700銘柄
地方取引所：108銘柄

株主コミュニティ：
21銘柄

米国の市場構造



取引所市場
（約4,300銘柄）
※米国国内企業のみ

OTCマーケット：約5,000銘柄
非上場株式取引プラットフォーム：数百社
州内で発行された株式の取引（社数不明）などが存在

プライベートマーケット（非上場株式）

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

非上場株式のセカンダリー取引は、世界的にも増加傾向にあり、近年は大きな伸びを見せている

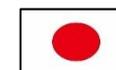


(出典) Collier Capital, "The Private Equity Secondary Market" より一部修正

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

日本では、非上場株式の取引に、証券会社等が関与できる範囲が限定的

企業の事業ステージにおける株式による資金調達手段・調達先



事業ステージ 手段・調達先	シード		アーリー		ミドル		レイター	
	前半	後半	前半	後半	前半	後半	前半	後半
エンジェル	■	■	■	■				
株式投資型CF		■	■	■				
VC			■	■	■	■	■	■
CVC					■	■	■	■
ファンド (PE/ソブリン/ミューチャル)						■	■	■
IPO							■	■
株主コミュニティ					■	■	■	■

証券会社等が関与（勧誘対象者や金額に制限あり）

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

米国では、創業直後から関与し、「死の谷」の期間を支えるエンジェル投資家から、アーリー期以降に投資を行うVC等まで、各事業ステージを支える投資家がシームレスに存在
ブローカー・ディーラーの関与できる範囲に制限は設けられていない

企業の事業ステージにおけるエクイティファイナンスの手段・調達先 

事業ステージ 手段・調達先	シード		アーリー		ミドル		レイター	
	前半	後半	前半	後半	前半	後半	前半	後半
エンジェル	■	■						
株式投資型CF		■	■	■				
VC			■	■	■	■	■	■
CVC					■	■	■	■
ファンド (PE/ソブリン/ミューチャル)						■	■	■
IPO							■	■

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

会社関係者、エンジェル投資家、法人投資家等の取引ニーズに応える必要はないか
あわせて株主コミュニティの参加勧誘対象者の範囲拡大などを行う必要はないか

プライマリー		●	セカンダリー	
発行時の条件	想定される取得者		金商法上の譲渡制限	想定される譲渡先
自己募集等	発起人、会社関係者（－）		なし	DD可能な投資家（ファンド等）（○）
少人数私募	DD可能な投資家（ファンド等）（○） 【勧誘規制の見直しの検討対象】 会社関係者、エンジェル投資家、 法人投資家等（×） ※取得時及び譲渡時ともに			【勧誘規制の見直しの検討対象】 エンジェル投資家、法人投資家等（×）
株式投資型CF（1億円未満募集）	一般投資家など（○）※		なし	？
株主コミュニティ向け募集	株主コミュニティ参加者（○）		なし （自主規制でコミュニティ内の譲渡に限定）	株主コミュニティ参加者（○）
株主コミュニティ向け少人数私募	【制度の見直しの検討対象】 ・参加勧誘対象者の範囲拡大			【制度の見直しの検討対象】 ・参加勧誘対象者の範囲拡大 ・利便性向上（既存株主は参加者としてコミュニティ内での売買を可としてはどうか）
適格機関投資家私募	適格機関投資家（○）		適格機関投資家への譲渡のみ可能	適格機関投資家（○）
特定投資家私募	【勧誘規制の見直しの検討対象】 エンジェル投資家、法人投資家等（×） ※取得時及び譲渡時ともに		特定投資家への譲渡のみ可能（証券会社等を通じた取引のみ可能）	【勧誘規制の見直しの検討対象】 エンジェル投資家、法人投資家（×）

（○）：日証協規則で勧誘可能、（×）：日証協規則で勧誘不可、（－）：取得時は証券会社等の関与は想定されない。譲渡時には日証協規則で勧誘不可
※株式投資型CFで取得した一般投資家について、譲渡時には日証協規則で勧誘不可

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

米国では、自衛力認定投資家等向けの取引ルールが活用されている

プライマリー 		セカンダリー	
発行時の条件	想定される取得者	譲渡制限	想定される譲渡先
出資・自己募集、 ストックオプション等	発起人、会社関係者、 エンジェル投資家等	一定期間後、譲渡可能	自衛力認定投資家等
レギュレーションD	自衛力認定投資家等		
ルール144A	適格機関投資家	ルール144A	適格機関投資家
株式投資型CF (107万ドルまで※)	企業を支援したい一般投資家 など	1年間の譲渡制限あり	一般投資家

※株式投資型CFの上限額について、SECは107万ドルから500万ドルに引き上げる規則の最終化を公表。

- 米国では、非上場株式のセカンダリー取引の場を運営するプラットフォームが存在し、FacebookやUber等のユニコーン企業の株式も取引実績あり
- ATS (Alternative Trading System) やブローカーディーラーの登録を受けた者等が運営

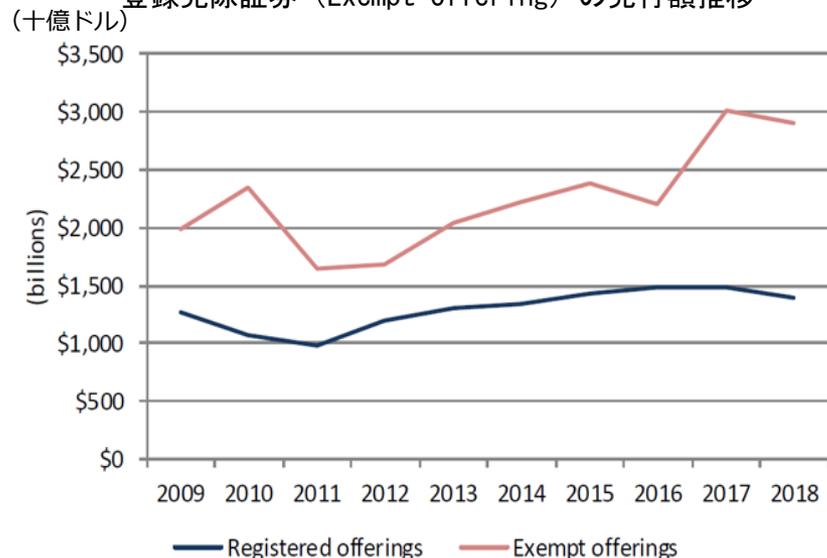
(非上場株式の取引プラットフォームの概要)

売り手	買い手	取引実績 (累計)
<ul style="list-style-type: none"> ・ 発行者の創業者、役職員 ・ シード・アーリー期の投資家 	<ul style="list-style-type: none"> ・ ファンド、VC、CVC、年金基金など ・ リスク許容度の高い個人投資家 (自衛力認定投資家) 	500億ドル以上

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性 (参考) 米国の非上場株式取引の現状

- 有価証券の募集を行う際には、証券をSECに登録して開示することが求められるが、SECへの登録をせずに発行できる登録免除制度が設けられている(レギュレーションD等)
- 米国では近年、SECに証券を登録せずに発行する登録免除制度の規制緩和が進められ、新規・成長企業の登録免除証券の発行が増加したことにより、登録証券の発行額を上回っている(登録免除証券は、レギュレーションDに基づいて発行されたものが過半を占める)
- レギュレーションDで発行された証券をブローカー・ディーラーが私募の取り扱いを行う場合には、FINRAの自主規制ルールによって規制が行われている

米国におけるSEC登録証券 (Registered Offerings) と登録免除証券 (Exempt Offering) の発行額推移



FINRAによる主な規制の概要

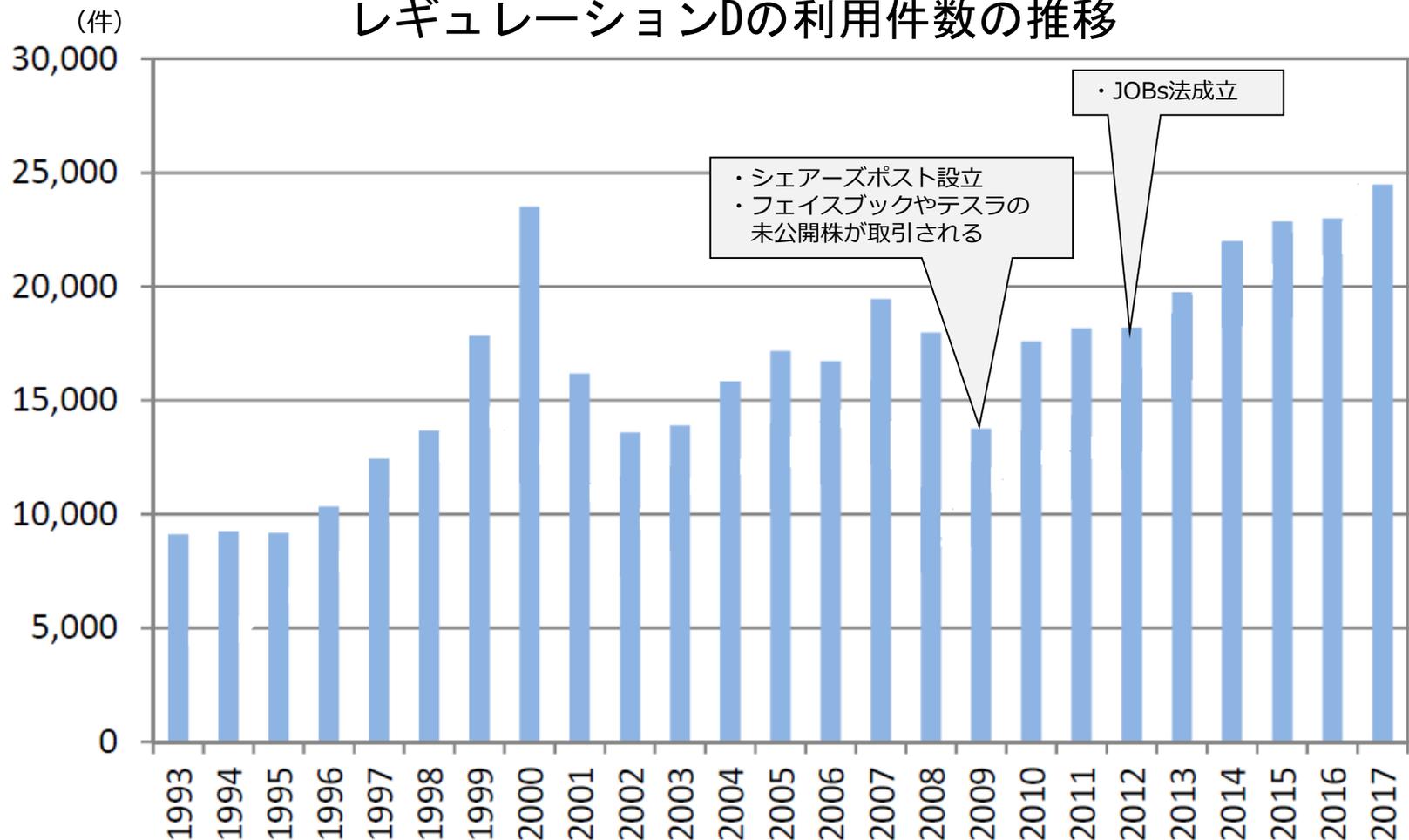
FINRAルール5122
<ul style="list-style-type: none"> ・ブローカー・ディーラーが自社等が発行した登録免除証券を販売する際には、覚書やタームシート、その他の資料を、顧客に配布する前にFINRAに提出しなければならない
FINRAルール5123
<ul style="list-style-type: none"> ・ブローカー・ディーラーは、私募が行われた最初の日から15日以内に、覚書やタームシート、その他の資料をFINRAに提出(資料が使われていない場合にはその旨を報告)しなければならない

(出典) SEC Concept Release on Harmonization of Securities Offering(2019)

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性 (参考) 米国におけるレギュレーションDの実績

○ レギュレーションDは1982年に導入された登録免除制度で、近年利用が増加傾向にある

レギュレーションDの利用件数の推移



(注) レギュレーションDによる証券の発行件数のうち、株式が約65%を占める(2009-2017年)

(出典) SEC, "Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009 - 2017," 2018.

2. これまでの取組みとその効果

2. これまでの取組みとその効果

○ 株式投資型クラウドファンディング制度と株主コミュニティ制度の創設(2015年)

金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書(2013年12月)

- 我が国においては、起業・新規ビジネスの創出が重要な課題であり、事業者が技術やアイデアを事業化する段階において、必要とされるリスクマネーの供給促進が重要



- 新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策として、クラウドファンディング等によるベンチャー企業への投資促進等について検討

- グリーンシート銘柄制度のインサイダー取引規制の適用に伴い、同制度の利用が低迷
- 一方で地域に根差した企業等の非上場株式等に関する一定の取引・換金ニーズは引き続き存在



- 地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応える場としての、グリーンシート銘柄制度に代わる新たな取引制度の在り方について検討

株式投資型クラウドファンディング制度の創設

- 金融商品取引法令の改正等
- 本協会自主規制規則の整備

株主コミュニティ制度の創設 (グリーンシート銘柄制度に代わる制度として創設)

- 本制度のインサイダー取引規制の適用除外化
(2015.5.28金融庁告示第32号)
- 本協会自主規制規則の整備

2. これまでの取組みとその効果

○ 両制度の概要

	株式投資型クラウドファンディング制度 (プライマリー)	株主コミュニティ制度 (プライマリー・セカンダリー)
制度の概要	インターネット上で行う1億円未満の募集 「共感」に基づき多数の人から少額(50万円) ずつお金を集める制度	証券会社が組成する株主コミュニティの参加者に限り 投資勧誘を認める制度
取扱業者数	6社(少額電子募集取扱業者)	6社(証券会社)
実績	<ul style="list-style-type: none"> 累積成立件数 : 144 件 累積発行総額 : 約 46 億円 (2015年5月～2020年10月末現在) 	<ul style="list-style-type: none"> 取引銘柄数 : 21 銘柄 累積売買金額 : 約 25 億円 私募の取扱い : 1件、20 億円 (2015年5月～2020年10月末現在)
制度改善	【金融商品取引法令の改正】 2016年 クレジットカード決済での投資の解禁 (上限10万円)	【自主規制規則の改正】 2019年 株主及び役職員への参加勧誘の解禁等 2020年 私募による資金調達の円滑化 公表情報の拡大 上場廃止銘柄の受け皿規定の整備 ⇒ 同制度での資金調達の利用促進 投資家へ提供できる情報の範囲が拡大され、 投資家が株主コミュニティへ参加するための 判断材料が多くなった。
課題	幅広いステージの非上場企業及び多様な投資家に利用される使い勝手のよい制度とすること⇒ 発行者1億円未満・投資家50万円以下の少額要件の見直し等	地域に根差した企業の非上場株式の換金場(セカンダリー)としての利用にとどまらず、幅広く非上場企業の資金調達場(プライマリー)として機能すること

2. これまでの取組みとその効果

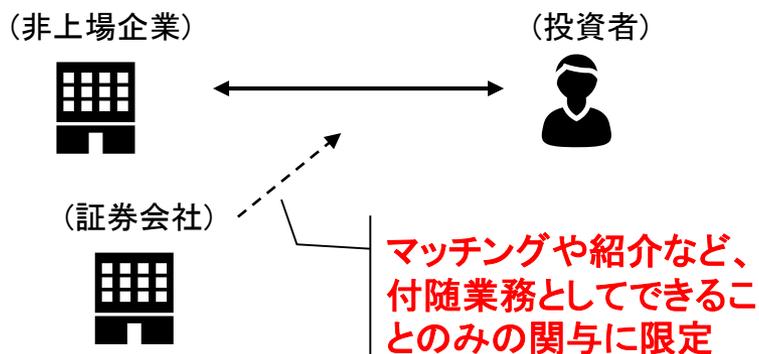
○ 店頭有価証券規則の改正(12月1日施行)

自ら企業価値評価等が可能な特定投資家(個人を除く)向けの勧誘ルールを整備

【経緯】

- スタートアップ企業によるコンスタントかつスピーディな多額の資金調達ニーズ
- CVCや海外ファンド等の大規模投資家からの非上場株式に対する投資ニーズの高まり
- 証券会社に対する関与ニーズ
 - ① 発行者の紹介にとどまらず、取引の最後まで関与してほしい
 - ② 複数の投資家が投資する案件で、書類や条件交渉の取りまとめしてほしい

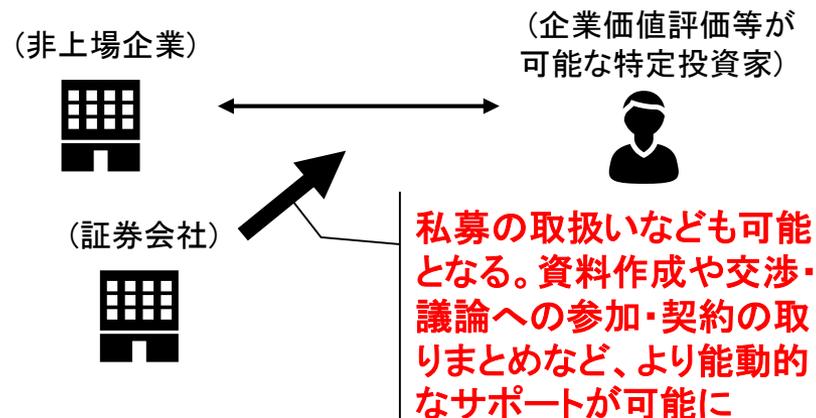
<現行>



課題:

- 証券会社のノウハウやリソースを頼れず、発行者や投資者の負担が大きい。
- 証券会社のサービスが限定され、非上場株式投資や企業の成長促進の環境醸成に貢献しにくい。

<改正後>



期待される効果:

- 証券会社が調達フローを効率化することにより、発行者は本業の成長に集中することが可能に。
- 非上場株式投資や企業の成長を促進する環境の醸成に寄与。

3. 関係者から提起されている課題

3. 関係者から提起されている課題

(1) 金融審議会 市場制度WG

○金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」では、成長資金の供給のあり方として、非上場株式等の発行・流通の活性化等について議論が行われる予定

背景

- コロナ後の新たな経済社会への変革に向けて、スタートアップ企業等によるイノベーションや既存事業の再編・再生が求められる中、このような企業の挑戦や構造変革を支える資本性資金の必要性が高まっている。
- こうした中、株式市場では資金流出額が資金調達額を上回っており、資本調達の間としての機能を十分に果たせていない。
- また、非上場株式等については、海外に比して取扱いが制限されており、資本調達手段として十分に活用されていないとの指摘がある。
- さらに、VC・PEファンドの市場規模は欧米に比して小さく、また、機関投資家からの資金を十分に呼び込めていない等の指摘もある。

検討課題

- 上場企業及び非上場企業に対する成長資金の円滑な供給に向け、投資家保護の観点に留意しつつ、取引所内外における資金の流れを多様化する方策についてどう考えるか。例えば、非上場株式等の発行・流通の活性化や、VC・PEファンドを通じた資金供給の円滑化を促すための方策についてどう考えるか。

(出典) 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」(第1回)、事務局説明資料(市場制度を巡る諸課題に関する検討)

3. 関係者から提起されている課題

(2) 規制改革推進会議①

政府の規制改革推進会議投資等WGにおいて、本協会の勧誘規制の見直しについて問題提起

規制改革推進会議投資等WG(第6回 令和2年2月12日) 増島専門委員提出資料(抜粋)

(日本のイノベーション・エコシステムの課題に対する打ち手一検討の視点)

- ・低金利を背景としたリスクマネー供給に対するアペタイトは、機関投資家にとどまらず拡大している
 - ー ファンドへの投資家層の拡大、エンジェル投資家層の拡大、代替的ファンディング手段への投資家層の拡大

(日本のイノベーション・エコシステムの強化にあたっての方策一現状と背景一)

証券会社による非上場会社の株式取扱いの解禁(又は緩和)を通じ、

①非上場会社のメガ調達実現と、②上場前の株式取引の円滑化を図るべき

<要望の背景>

- ・IPOまでの期間の長期化
 - ✓ 上場せずに多額の資金をグローバルに集めることができる市場環境
- ・初期投資家にエグジット機会を提供する必要性
 - ✓ 初期投資家にエグジット機会を提供することができるからこそ、IPOまでの時間を長くすることができユニコーンが生まれやすくなっている
- ・メガ投資を呼び込むにあたっての大きな希釈化を防止するためのセカンダリーアレンジメントの必要性
 - ✓ グローバルなメガ資金調達をリードすることができない日本のVCの現状からすると、プロフェッショナルによるメガ調達のアレンジメントサービスがユニコーン化には必須なのではないか？

※下線は日本証券業協会による

3. 関係者から提起されている課題 (2) 規制改革推進会議②

政府の規制改革実施計画において、「非上場株式等の流通市場の見直し」などについて閣議決定

規制改革推進会議投資等WG(第6回 令和2年2月12日) 増島専門委員提出資料(抜粋)

- ・非上場株式のセカンダリー取引の市場は世界的にも拡大しており、世界中でユニコーンベンチャーを生む土壌となっている
- ・世界では、非上場株式への流動性提供はインターネットを用いたマッチング方式(PTS、ATS方式)を採用しつつあり、日本は2周遅れの状況

⇒日本では(※非上場株式のセカンダリーは)「そもそも存在が許されない」マーケット/ビジネスとなっているが、グローバルスタートアップを生むための大きな障害になっているのではないか？

— 非上場株式の流動性を高めることで、スタートアップ企業が非上場のままで世界に打って出られる環境を整えるべきではないか

※は日本証券業協会による加筆



規制改革実施計画(令和2年7月17日 閣議決定)

スタートアップを促す環境整備のため、以下の3点が規制改革事項として盛り込まれた。

- ①プロ私募の要件
- ②株式型クラウドファンディングの金額上限の関連規制の見直し
- ③非上場株式等の流通市場の見直し

3. 関係者から提起されている課題

(3) 市場関係者等の意見

非上場株式の発行・流通市場の整備や証券会社等の関与について期待する声がある

経済産業省「令和元年度戦略的基盤技術高度化・連携事業 最終報告書」

- ・米国では、アーリー投資の回収を確実に行うために未上場株の流動性が重要視された結果、未上場株のセカンダリーマーケットが発達
- ・日米の環境差は大きく、米国からの投資を呼び込んだり日本のスタートアップ・エコシステムを進化させるためには、流動性を高めるための対策が必要

エンジェル投資家のニーズ(本協会によるヒアリング)

- ・日本ではIPO以外のエグジット事例が少ないため、途中での売却が難しいので、非上場株式の取引プラットフォームがあるとエグジット手段を多様化でき、投資家層の拡大につながるのではないか
- ・非上場株式の売買において、証券会社がマッチングや価格の算定の役割を果たしてほしい

発行者の資金調達ニーズ(本協会によるヒアリング)

- ・株式投資型クラウドファンディング制度において、発行価額の総額の上限規制や他の出資との合算要件があるため、希望する金額を調達することが難しい(株式投資型クラウドファンディング利用企業)
- ・株主コミュニティを利用したプロ投資家からの資金調達ニーズはある。また1億円以上の資金調達ニーズがあるので、有報の提出基準が引き上げられれば、開示コストがかからずに資金調達が可能となる(株主コミュニティ利用企業)
- ・1億円を超える資金調達ニーズがあるが、有価証券届出書の提出基準や株式投資型クラウドファンディングの上限規制によって機動的な資金調達が行いにくい。上限規制のない株主コミュニティを利用すれば1億円以上の資金調達が可能であるが、更に有価証券届出書の提出基準が引き上げられれば、株主コミュニティを活用した資金調達がより行いやすくなる(株主コミュニティ利用検討企業)

リスクマネーの供給のためには、市場の好循環を創り出すことが必要

4. 課題解決のために検討すべき事項(例)

タタキ台

(1) 特定投資家向け発行・流通市場の整備

- 特定投資家への非上場株式の勧誘解禁
- 特定投資家私募の開示規制の見直し
- 特定投資家向けの非上場株式の流通市場の整備 等

(2) 株主コミュニティ制度の拡大・資金調達の円滑化

- 参加勧誘対象者の拡大
- 有価証券届出書の提出基準の引上げ 等

(3) 株式投資型クラウドファンディング制度の改善

- 投資上限の見直し
- 少数私募の人数通算に係る開示規制の見直し
- 募集金額の少額要件の見直し
- 募集上限(1億円)の見直し 等

⇒ その他、非上場株式の発行・流通市場の活性化のため、議論すべき事項はあるか

4. 課題解決のために検討すべき事項（例）タタキ台 (1) 特定投資家向け発行・流通市場の整備

① 特定投資家への非上場株式の勧誘解禁

特定投資家について、非上場株式の投資勧誘を可能とする自主規制規則の改正

② 特定投資家私募の開示規制の見直し

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を整備（※）
（現在は告示が未整備で、TOKYO Pro Market以外での特定投資家私募が未想定）
米国のFormDを参考に、発行時には簡素な開示を求められないか

※特定投資家私募の際に提供・公表する「特定証券情報」の内容は金融庁長官が指定することとされているが、非上場株式に係る当該指定が行われていない。

③ 特定投資家向けの非上場株式の流通市場の整備

（PTSでなく）証券会社が、流通市場を提供する主体（プラットフォーム）となれるような法整備ができないか

4. 課題解決のために検討すべき事項（例）タタキ台 （2）株主コミュニティ制度の拡大・資金調達の円滑化

①参加勧誘対象者の拡大

(P26 ①特定投資家への非上場株式の勧誘解禁と併せて)

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てはどうか

株主コミュニティへの参加勧誘が可能な者（2020年12月1日以降）

- 株主
- 発行者の役職員
- 発行者の役職員の家族
- 発行者のグループ企業の役職員
- 元株主・元役職員

②有価証券届出書等の提出金額基準の引上げ

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とできないか

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 少数人数私募	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)

4. 課題解決のために検討すべき事項（例）タタキ台 (3) 株式投資型クラウドファンディング制度の改善

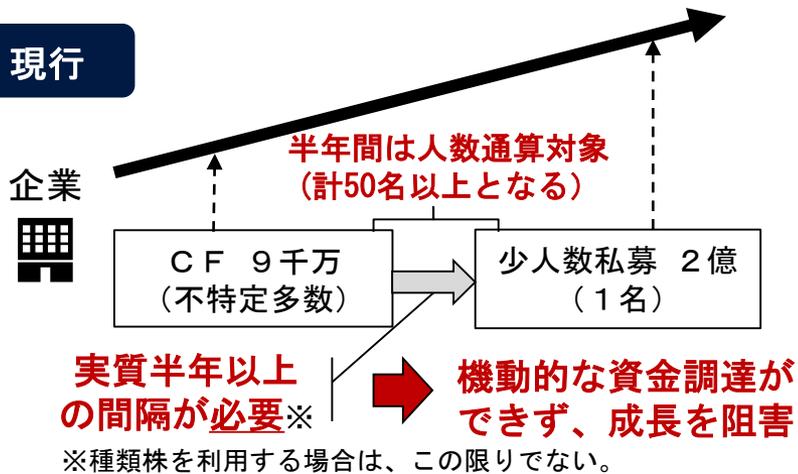
①投資上限の見直し

1投資家が1企業に対して株式投資型CFで投資する際には、50万円の投資上限
⇒ 投資上限について、特定投資家に限って撤廃できないか

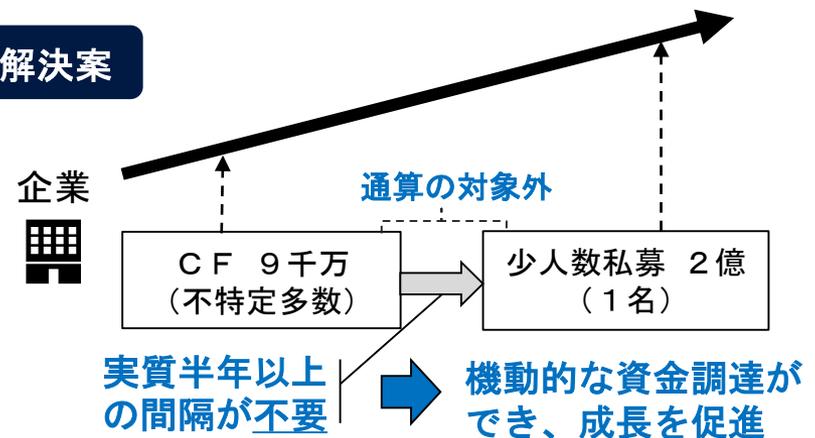
②少人数私募の人数通算に係る開示規制の見直し

少人数私募の人数通算規定について、株式投資型CFによる取得勧誘を除くことができないか

現行



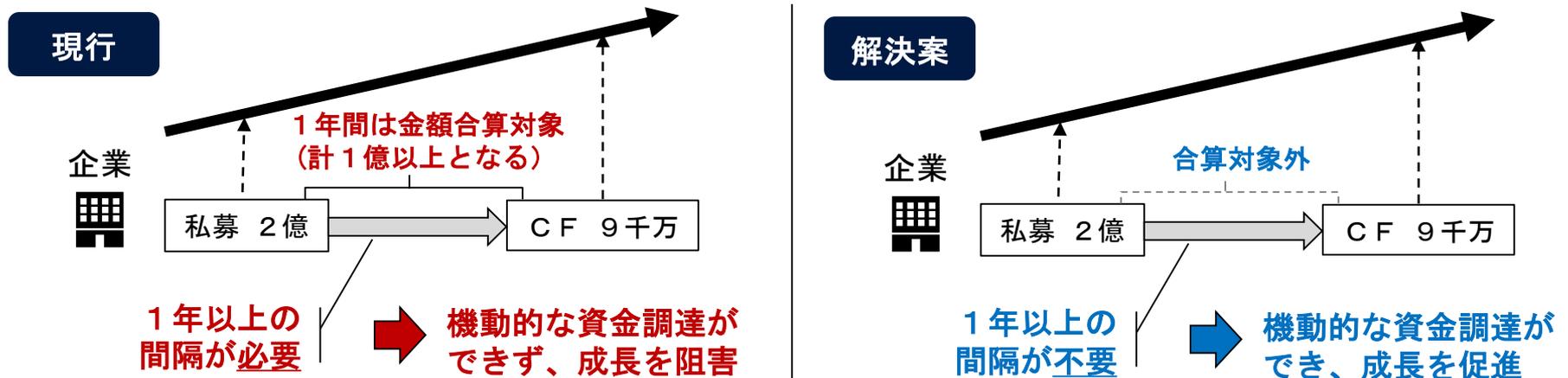
解決案



4. 課題解決のために検討すべき事項（例）タタキ台 (3) 株式投資型クラウドファンディング制度の改善

③ 募集金額の少額要件（通算要件）の見直し

募集金額の少額要件について、私募による発行価額を合算しないこととできないか



④ 募集上限（1億円）の見直し

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とすることができないか



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料 2 - 2

参考資料

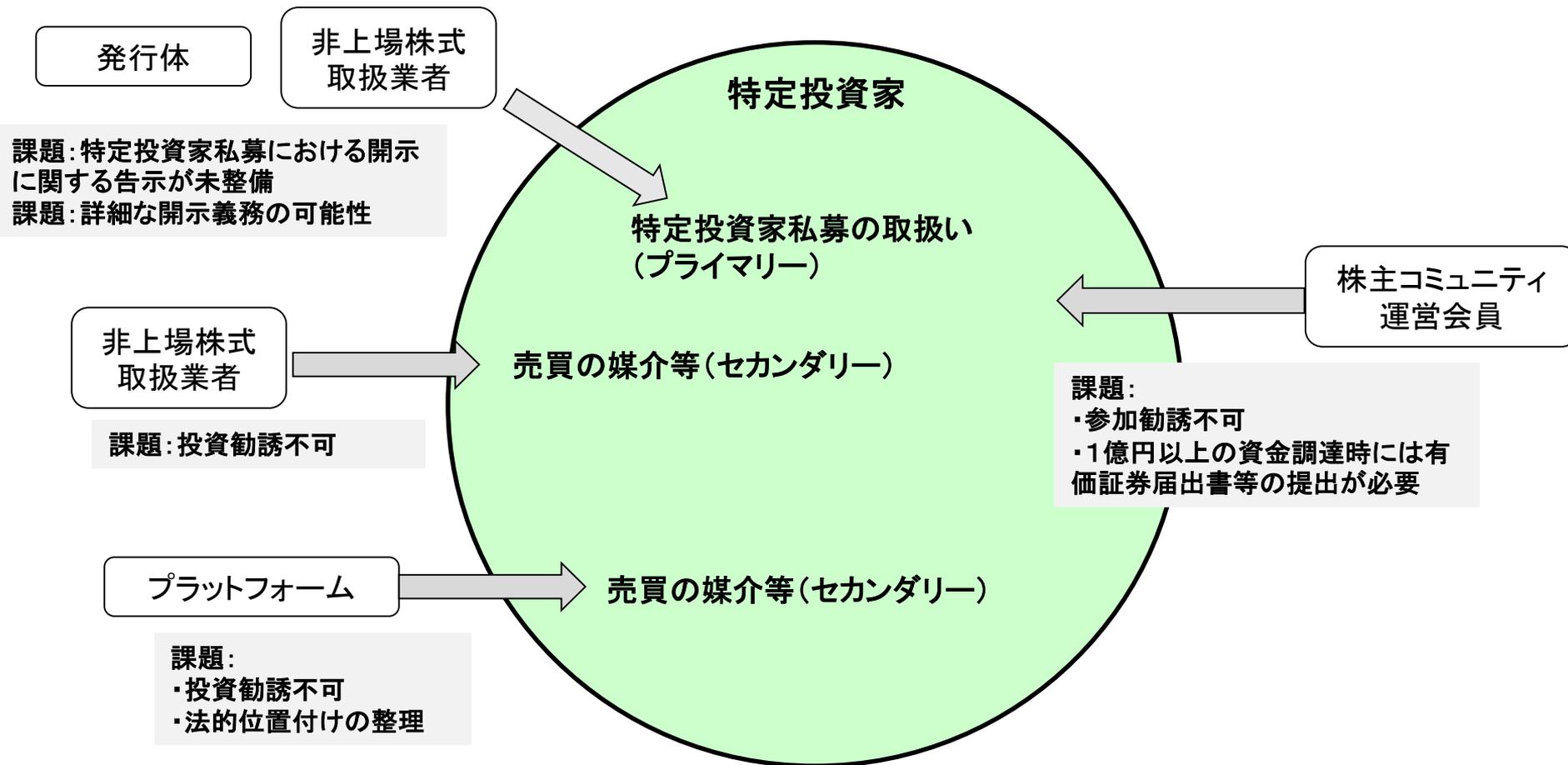
2020年11月30日
日本証券業協会

参考 1.	特定投資家向け投資勧誘解禁（イメージ案）	・ ・ ・ P2
参考 2.	非上場株式取引制度の沿革	・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ P6
参考 3.	株主コミュニティ制度	・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ P8
参考 4.	株式投資型クラウドファンディング	・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ P11
参考 5.	各国のユニコーン企業数	・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ P18
参考 6.	TOKYO PRO Marketと株主コミュニティの制度比較	・ P19
参考 7.	日米の株式による資金調達額の比較	・ ・ ・ ・ ・ ・ P20
参考 8.	米国における規制緩和の状況	・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ P21
参考 9.	米国における非上場株式の取引プラットフォーム	・ P22

(参考1) 特定投資家向け投資勧誘解禁 (イメージ案)

①全体像 (課題)

【非上場株式のプライマリー・セカンダリー取引】



【株式投資型クラウドファンディング(プライマリー)】

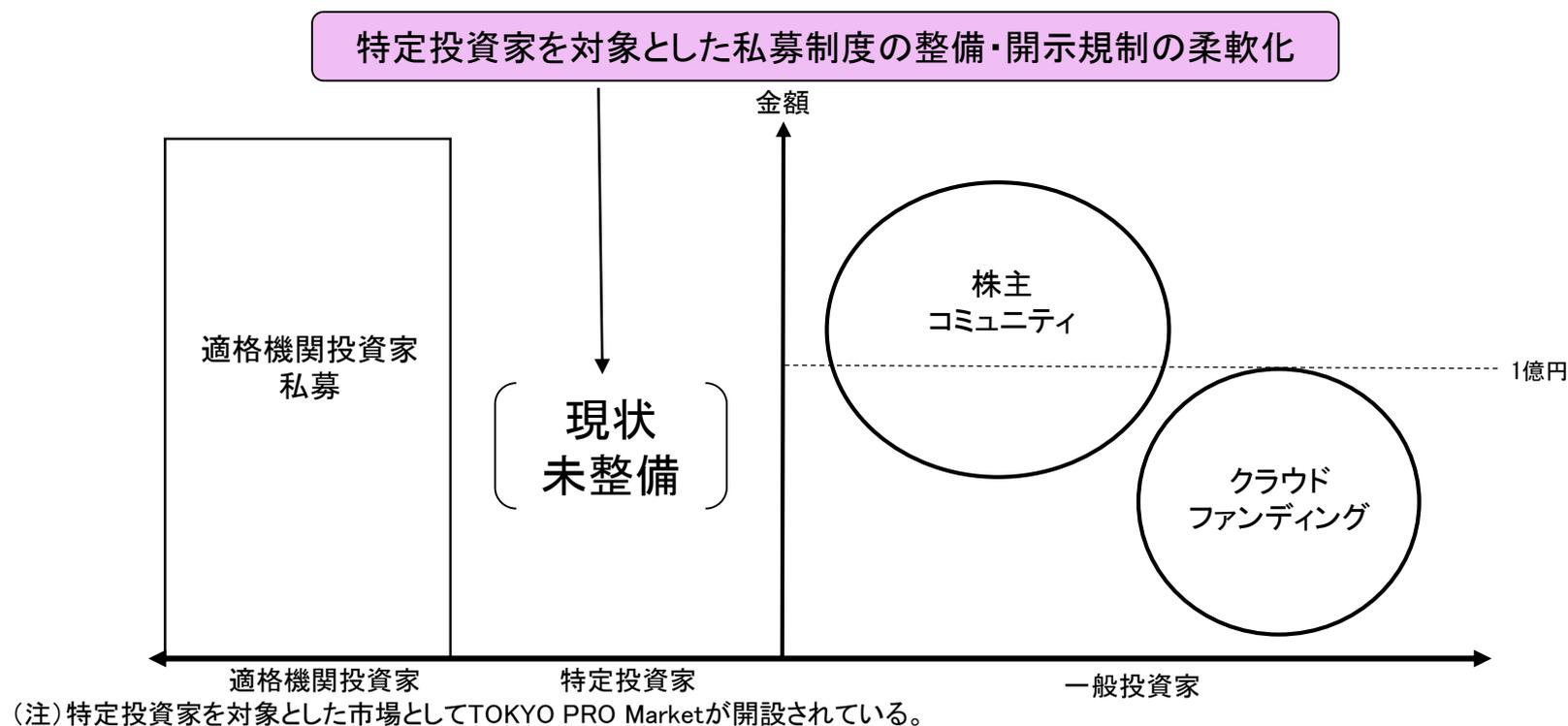
課題: (一般投資家、特定投資家ともに) 投資上限一律50万円までの制限

なお、募集金額1億円の少額要件の緩和についても検討が必要。ただし、少額要件が緩和されても、1億円以上の募集では有価証券届出書等の提出が必要となる

(参考1) 特定投資家向け投資勧誘解禁 (イメージ案)

② 発行市場

- TOKYO Pro Market以外でも特定投資家私募を行えるように告示を整備



○米国では、レギュレーションDを利用するものが多い。

(2017年レギュレーションD(506)の利用実績(社債等も含む) : 約3万7千件、総額1.8兆ドル超)

○証券を発行する際には、Form Dと呼ばれる簡易な様式に基づき開示が行われ、自衛力認定投資家のみ勧誘が行われる場合には、外部監査は必須とされていない。

Form Dで求められる主な内容

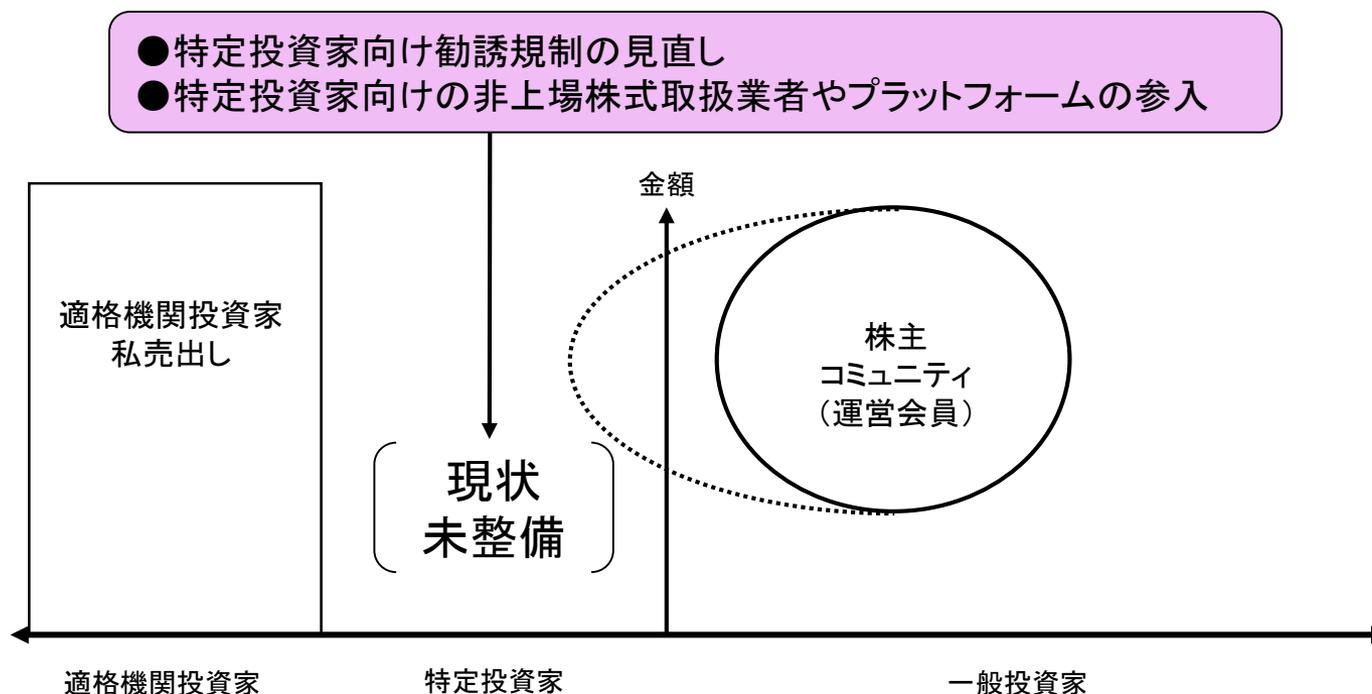
全4ページ程度の簡易な様式

(主な開示項目)

- ・会社名、所在地、設立州、連絡先、
会社形態(株式会社、LLCなど)、業種、売上高・純資産総額
- ・証券の発行に関与する役職員名
- ・利用する登録免除制度(Rule504、Rule506(c)などの別)
- ・募集期間
- ・M&A等に伴う証券発行か否か
- ・最低投資金額
- ・発行総額、既存の一般投資者数
- ・資金使途(販売手数料の総額、発行体関係者への支払額など)

○ 特定投資家私募による発行を促すため、セカンダリー市場を整備することが必要

○ セカンダリー市場を提供する非上場株式の取引プラットフォームについて、海外の状況も参考にしつつ、当初は証券会社でのマッチングを許容していくことが望ましいのではないか



(注) 特定投資家を対象とした市場としてTOKYO PRO Marketが開設されている。

(参考2) 非上場株式取引制度の沿革

1945年 1949年 1963年 1997年 2003年 2005年 2008年 2015年 2018年 2019年 2020年

いわゆる
集団売買

取引所が閉鎖されていた時期の取引所市場の代替的存在

店頭売買承認銘柄制度

⇒廃止 (東・大・名証に「市場二部」を創設)

店頭売買銘柄登録制度

⇒廃止 (ジャスダックは取引所に)

**1976年: 証取審の議論や大蔵省通達※を踏まえ、非上場株式の投資勧誘原則禁止へ
⇒1997年のグリーンシート銘柄制度の創設以後、投資者保護を前提に、
投資勧誘原則禁止の例外規定を順次創設**

グリーンシート銘柄制度

⇒廃止

フェニックス銘柄制度 ⇒廃止予定

グリーンシート・フェニックスの後継制度

 株主コミュニティ制度

譲渡制限付き店頭取扱有価証券の勧誘(店頭規則6条)

店頭有価証券の適格機関投資家に対する勧誘(店頭規則4条)

上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の勧誘(店頭規則8条)

 経営権移転取引勧誘
(店頭規則3条の2)

 企業価値評価等が可能な特定投資家に対する投資勧誘
(店頭規則4条の2)

 株式投資型クラウドファンディング制度

(参考2) 非上場株式取引制度の沿革

投資勧誘可能な制度	利用場面		概要	実績
	プライマリー	セカンダリー		
株主コミュニティ制度 (2015年5月～) 	○	○	証券会社が組成する株主コミュニティの参加者に限り、投資勧誘を認める制度（運営会員6社）	取引銘柄数（直近）：21銘柄 累計売買金額：約25億円 私募の取扱い：1件、20億円 (2015年5月～2020年10月30日現在)
譲渡制限付き店頭取扱有価証券の投資勧誘（店頭規則6条）（2003年4月～）	○		有報提出会社又は会社内容説明書作成会社が発行する非上場株式等について、譲渡制限付きで投資勧誘を認める制度	累積取扱件数：24件 累積発行総額：約9,251億円 (2003年4月～2020年10月現在)
店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘（店頭規則4条）（2003年4月～）	○	○	いわゆるプロ私募等	証券会社へのヒアリングによると年間数件程度
上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の投資勧誘（店頭規則8条）（2006年4月～）		○	上場会社が発行した非上場銘柄の売買	売買件数：32件 売買金額：約105億円 (直近1年間の状況：2019年10月～2020年9月末)
経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘（店頭規則3条の2）（2019年8月～） 		○	買付候補者への取引前調査の機会提供を前提に、経営権の移転等を目的とした取引に限り投資勧誘を認める制度	実績なし
株式投資型クラウドファンディング (2015年5月～) 	○		インターネット上の1億円未満の募集（取扱業者：6社）	累積成立件数：144件 累積発行総額：約46億円 (2015年5月～2020年10月末現在)
グリーンシート銘柄制度【廃止】 (1997年7月～2018年3月末)	○	○	協会へ届け出及び継続的な気配提示を行った銘柄の取引制度	累計売買金額：約220億円 (1999年8月～2018年3月末) 累計発行総額：約78億円（全期間）

(参考3) 株主コミュニティ制度

① 運営会員（証券会社）

「株主コミュニティの運営会員（証券会社）」は、現在6社

運営会員名	本店所在地	運営会員としての指定日
今村証券	石川県金沢市	2015年8月28日
島大証券	富山県富山市	2015年10月26日
大山日ノ丸証券	鳥取県鳥取市	2018年1月18日
野村証券	東京都中央区	2019年7月17日
みずほ証券	東京都千代田区	2018年3月7日
みらい証券	東京都中央区	2016年6月17日

運営会員名は50音順

(参考3)株主コミュニティ制度

②株主コミュニティ銘柄の概要 (20社、21銘柄)

	銘柄名	主な事業内容	本店所在地	運営会員 (証券会社)
1	北陸鉄道(株)	バス・鉄道	石川県金沢市	今村証券
2	YKK(株)	ファスニング・建材	東京都千代田区	今村証券、島大証券
3	富山地方鉄道(株) ※	鉄道	富山県富山市	今村証券、島大証券
4	(株)武井工業所	コンクリート製品	茨城県石岡市	みらい証券
5	(株)旅籠屋	宿泊施設	東京都台東区	みらい証券
6	北日本放送(株)	テレビ・ラジオ放送	富山県富山市	今村証券、島大証券
7	立山黒部貫光(株)	バス・ロープウェイ	富山県富山市	今村証券、島大証券
8	チッソ(株)	化学製品	大阪府大阪市	みずほ証券
9	(株)廣貫堂	医薬品	富山県富山市	今村証券、島大証券
10	FTI JAPAN(株)	食品	東京都千代田区	みらい証券
11	(株)アドメテック	医療機器	愛媛県松山市	みらい証券
12	三国商事(株)	金属製品	東京都港区	みらい証券
13	太陽毛絲紡績(株)	繊維	埼玉県川口市	みらい証券
14	日ノ丸自動車(株)	バス	鳥取県鳥取市	大山日ノ丸証券
15	(株)大生産業	不動産	滋賀県野洲市	みらい証券
16	福井鉄道(株)	鉄道・バス	福井県越前市	今村証券
17	北陸放送(株)	ラジオ・テレビ放送	石川県金沢市	今村証券
18	I&H(株)	医薬品	兵庫県芦屋市	みらい証券
19	フレッシュデザート(株)	食品	栃木県三川町	みらい証券
20	(株)トーハン	出版	東京都新宿区	野村証券

2020年11月16日現在

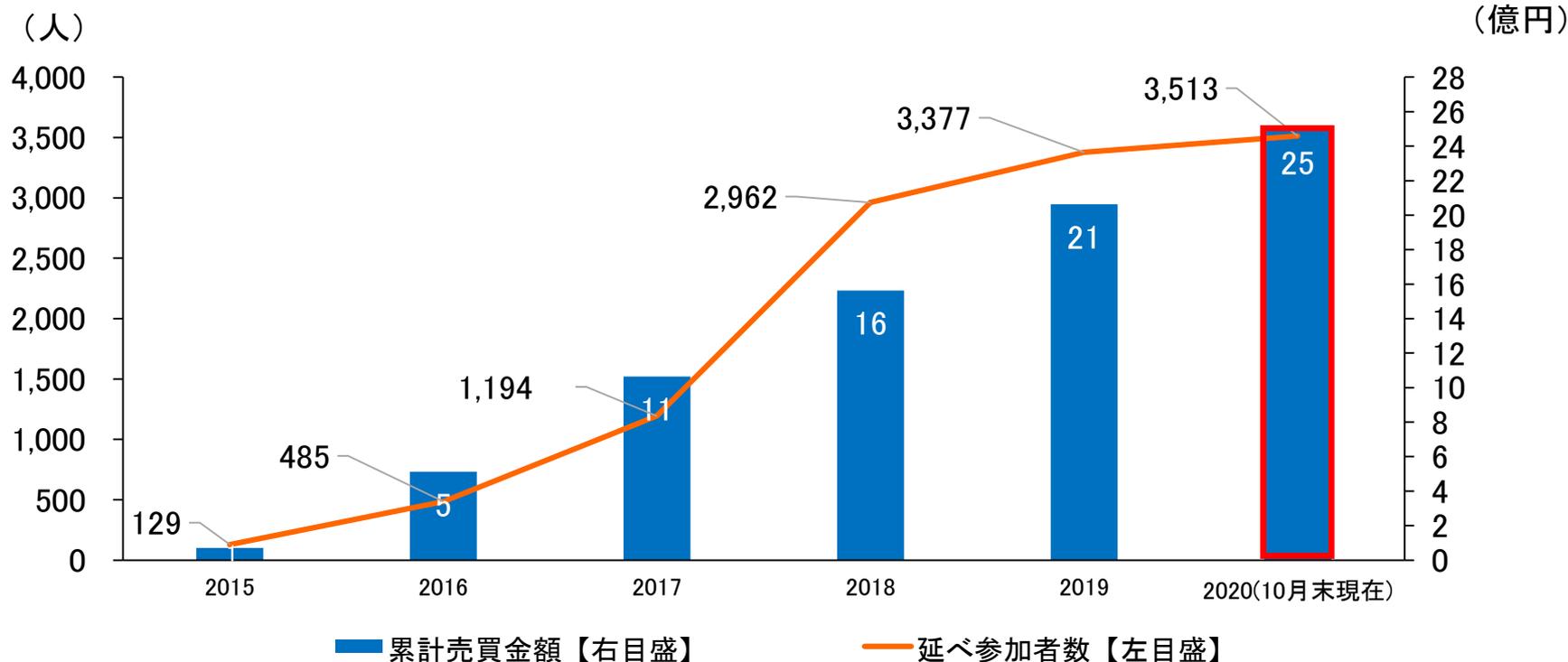
銘柄名は、累積売買金額順

※富山地方鉄道は普通株と第2普通株の2銘柄存在

(参考3) 株主コミュニティ制度

③ 取扱状況（売買）の推移

累計売買金額は約25億円、延べ参加者数は3,513人（2020年10月30日現在）



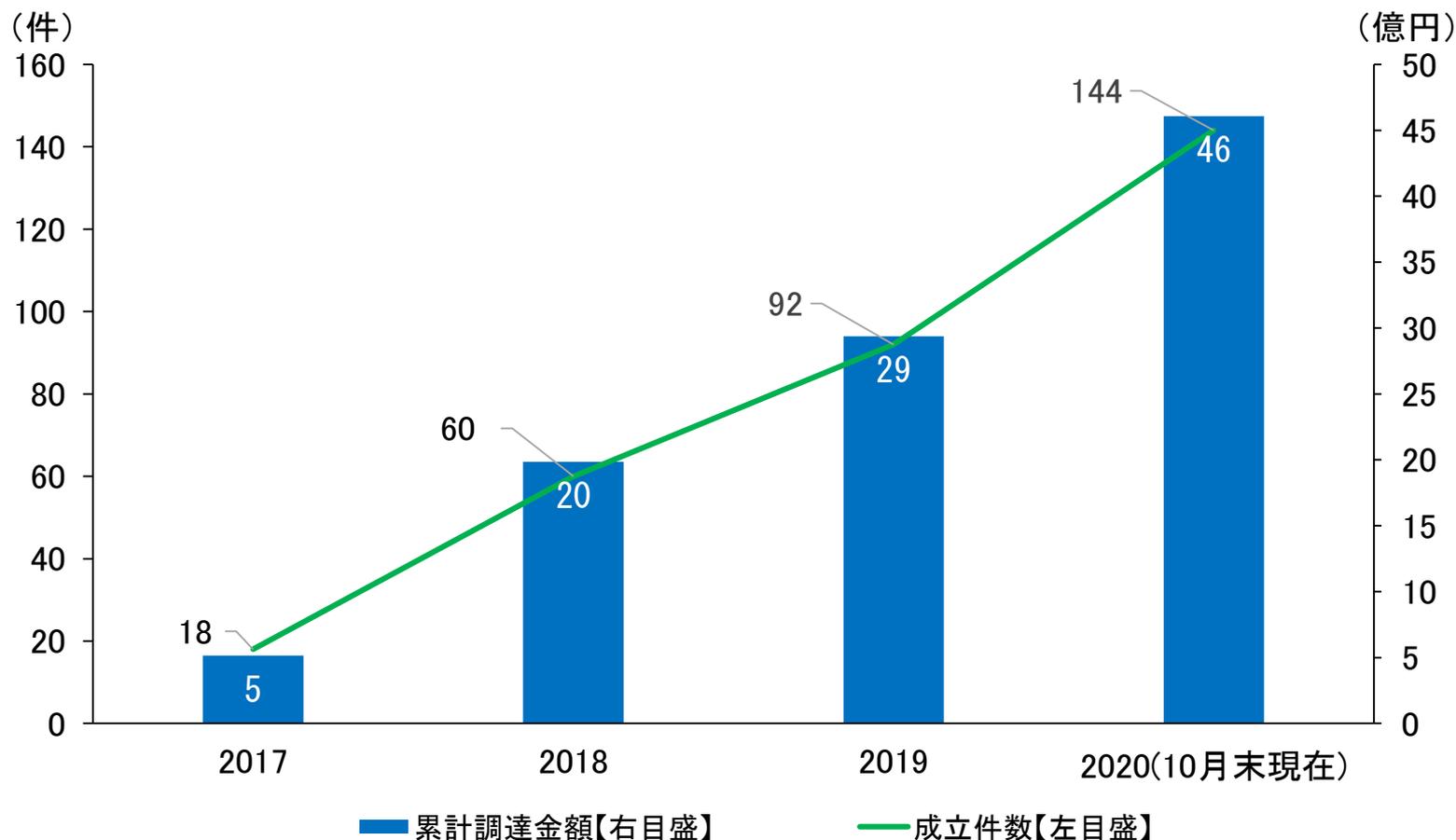
(参考) 株主コミュニティ銘柄（発行会社）

銘柄（発行会社） （20社、21銘柄）	北陸鉄道(株)、YKK(株)、富山地方鉄道(株)※、(株)武井工業所、(株)旅籠屋、北日本放送(株)、立山黒部貫光(株)、チッソ(株)、(株)廣貫堂、FTI JAPAN(株)、(株)アドメテック、三国商事(株)、太陽毛絲紡績(株)、日ノ丸自動車(株)、(株)大生産業、福井鉄道(株)、北陸放送(株)、I&H(株)、フレッシュデザート(株)、(株)トーハン （累積売買金額順） ※富山地方鉄道は普通株式と第二普通株式の2銘柄
解散銘柄（発行会社） （8銘柄）	阪神調剤ホールディングス(株)、深川製磁(株)、プラス・テク(株)、(株)金沢名鉄丸越百貨店、(株)ホクコン、(株)Kips、日商平野(株)、(株)福邦銀行（累積売買金額順）

(参考4) 株式投資型クラウドファンディング

① 取扱状況の推移

- 2017年4月に取扱いが開始され、2020年10月末現在の取扱状況は、累計取扱件数212件（うち144件成立）、累計調達金額は46億円を突破。また、同年10月末現在、取扱業者は6社となっている。



(参考4) 株式投資型クラウドファンディング

② 株式投資型クラウドファンディング取扱業者

取扱業者名	有価証券の種類	取扱件数 (成立件数)	発行価額 － (1件平均)	新規発行株数/個数 累計 (1件平均)	発行総額 累計 (1件平均)
日本クラウドキャピタル (2016. 11. 1～)	株式	145件	—	17,381,626株	3,352,113千円
		(102件)	(24,679円)	(170,408株)	(32,864千円)
	新株予約権	25件	—	37,140個	371,400千円
		(14件)	(10,000円)	(2,653個)	(26,529千円)
DANベンチャーキャピタル (2017. 9. 1～)	株式	21件	—	62,680株	178,450千円
		(11件)	(40,538円)	(5,698株)	(16,223千円)
ユニコーン (2019. 2. 1～)	株式	10件	—	22,324株	390,700千円
		(7件)	(36,714円)	(3,189株)	(55,814千円)
SBI エクイティクラウド (2019. 8. 15～)	株式	1件	—	5,650株	28,250千円
		(1件)	(5,000円)	(5,650株)	(28,250千円)
イークラウド (2020. 4. 24～)	株式	1件	—	4,990株	49,900千円
		(1件)	(10,000円)	(4,990株)	(49,900千円)
エメラダ (2017. 11. 1-2019. 10. 25)	新株予約権	9件	—	3,385個	236,950千円
		(8件)	(70,000円)	(423個)	(29,619千円)
合計	株式＋ 新株予約権	212件	—	—	4,607,763千円
		(144件)	(27,327円)	—	(31,998千円)

※ 2020年10月末までに募集が終了した案件を対象に集計。取扱実績のある業者のみ記載。

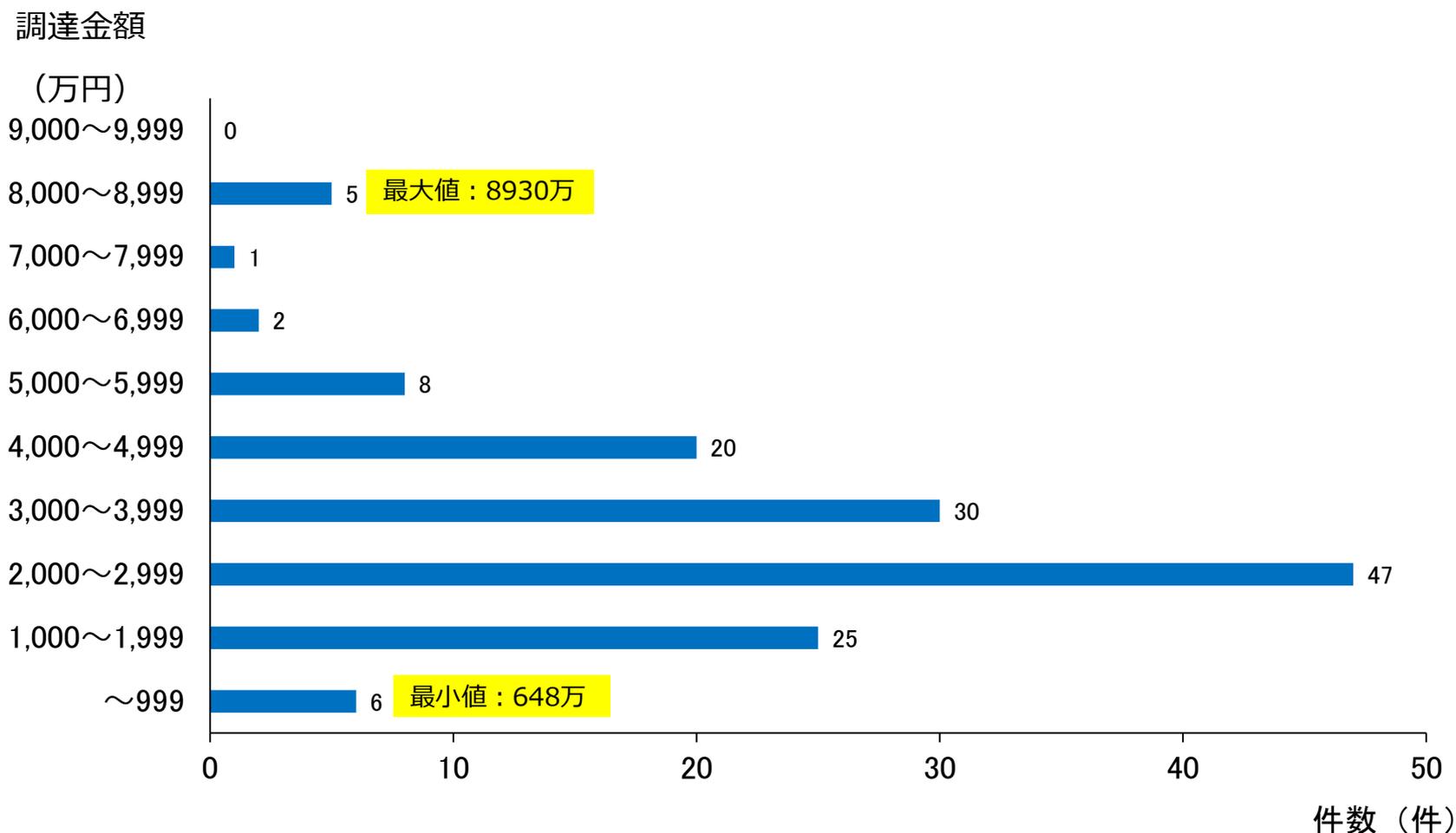
※ 上記のほか、Angel Funding (旧商号：ユニバーサルバンク) (2018. 10. 15～) が本協会の特定業務会員として加入している。

※ 「発行価額」、「新規発行株数/個数」及び「発行総額」については、成立案件分のみを記載。

※ 「1件平均」は、それぞれの項目につき「成立件数」で除して得た値。

(参考4) 株式投資型クラウドファンディング ③ 調達金額の分布

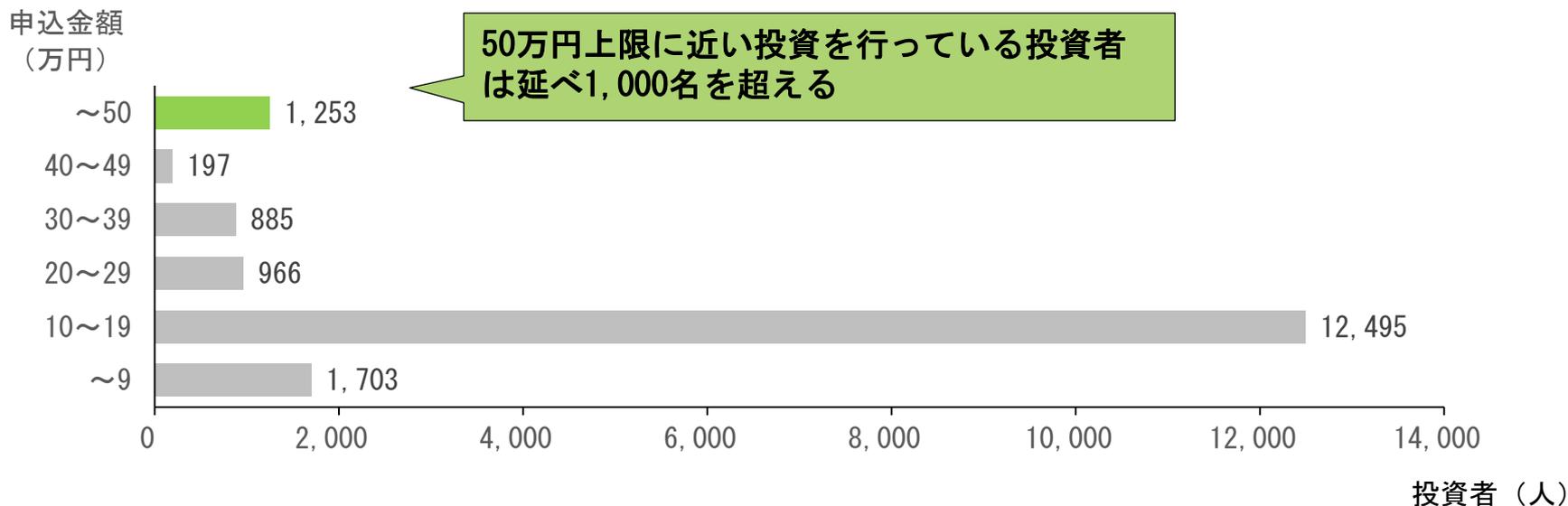
● 発行者による調達金額（発行総額）の分布（2020年10月末時点で募集が終了した案件のうち、成立案件計144件）



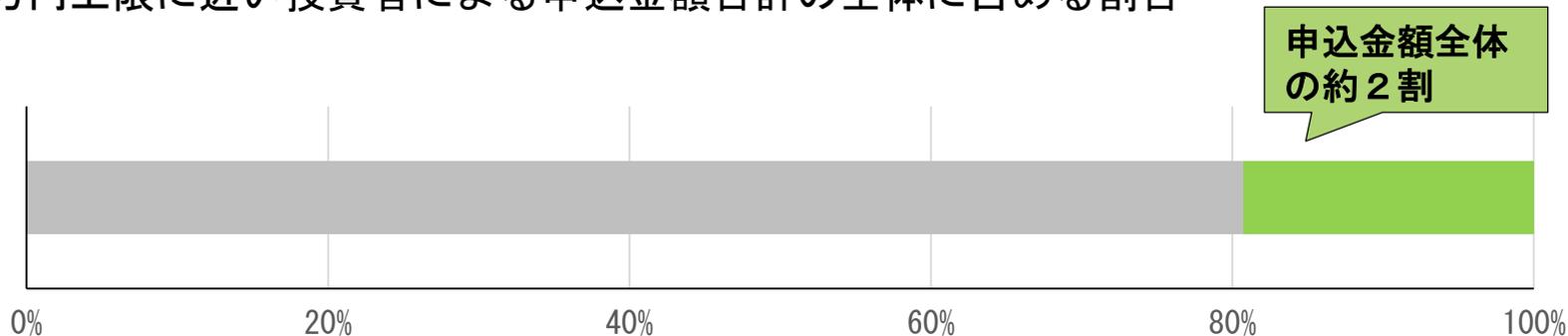
(参考4) 株式投資型クラウドファンディング

④ 申込金額の分布

● 投資者一人当たり申込金額の分布 (2019年12月末時点で募集が終了した案件のうち、成立案件92件、投資者計17,499人)



● 50万円上限に近い投資者による申込金額合計の全体に占める割合



(参考4) 株式投資型クラウドファンディング

⑤ 私募の実施状況

● 株式投資型クラウドファンディング後の私募の実施状況 (2019年12月末時点)

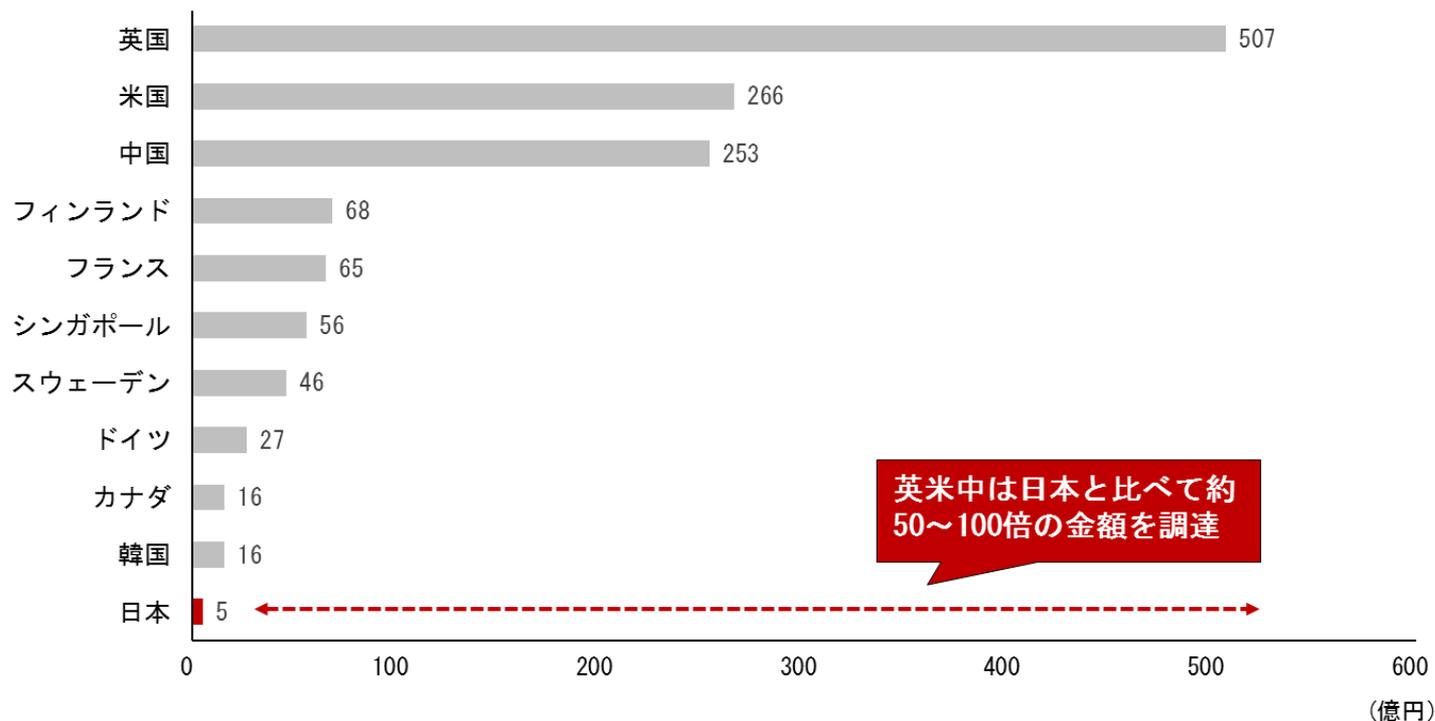
		適格機関投資家私募		少人数私募		特定投資家私募
実施時期	CF実施後6カ月未満	0件		1件 (種類株利用)		0件
	CF実施後1年未満	2件		8件		0件
	CF実施後1年後以降	0件		10件		0件
投資者の属性		事業会社	2名	事業会社	8名	—
				エンジェル	7名	
		VC (金融系)	1名	VC	1名	
				その他	5名	

➡ クラウドファンディングとその他の募集形態を利用した短期間の連続した資金調達実績あり
 (CF後の私募の件数 21件 / CF成立件数 92件)
 ※複数回実施している会社があるため、数字は延べ件数

(参考4) 株式投資型クラウドファンディング

⑥ 国際比較

○ 2017年における株式投資型クラウドファンディングの調達金額の各国比較



出所：ケンブリッジ・ジャッジ・ビジネス・スクール (<https://www.jbs.cam.ac.uk/facultyresearch/centres/alternative-finance/publications/>) の公表資料「Shifting Paradigms: The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report」、 「Reaching new heights: The 3rd Americas Alternative Finance Industry Report (2018)」、 「The 3rd Asia Pacific Region Alternative Finance Report」、 「5th UK Alternative Finance Industry Report」を基に日本証券業協会作成。円換算は2017年末の終値を使用。

(参考4) 株式投資型クラウドファンディング

⑥ 国際比較

● 日米英の株式投資型クラウドファンディングの制度比較

	日本	米国	英国
年間調達上限額	1億円	107万ドル	なし
年間投資上限額 (制度通算)	なし	2,200~10万7,000ドル (年収・純資産の低い方を基準にして算出)	純資産の10% (一般投資家のみ)
(銘柄ごと)	50万円	なし	なし
取得後の譲渡制限	なし	取得日から1年間 (相続等例外あり)	なし

● 規制の見直しに関する海外当局の最近の動向

米国

- 2017年10月、米財務省レポートで募集金額上限・投資金額上限の引上げ等を提案
- 2019年6月、米SECが登録免除の規制枠組み全体の見直しに関するパブコメを実施
- 2020年11月、登録免除規制の一部改正の最終化を公表
 - ✓ 発行総額：107万ドル→**500万ドル**
 - ✓ 投資総額：自衛力認定投資家の上限撤廃、年収・純資産の**高い方**を基準に算出 など

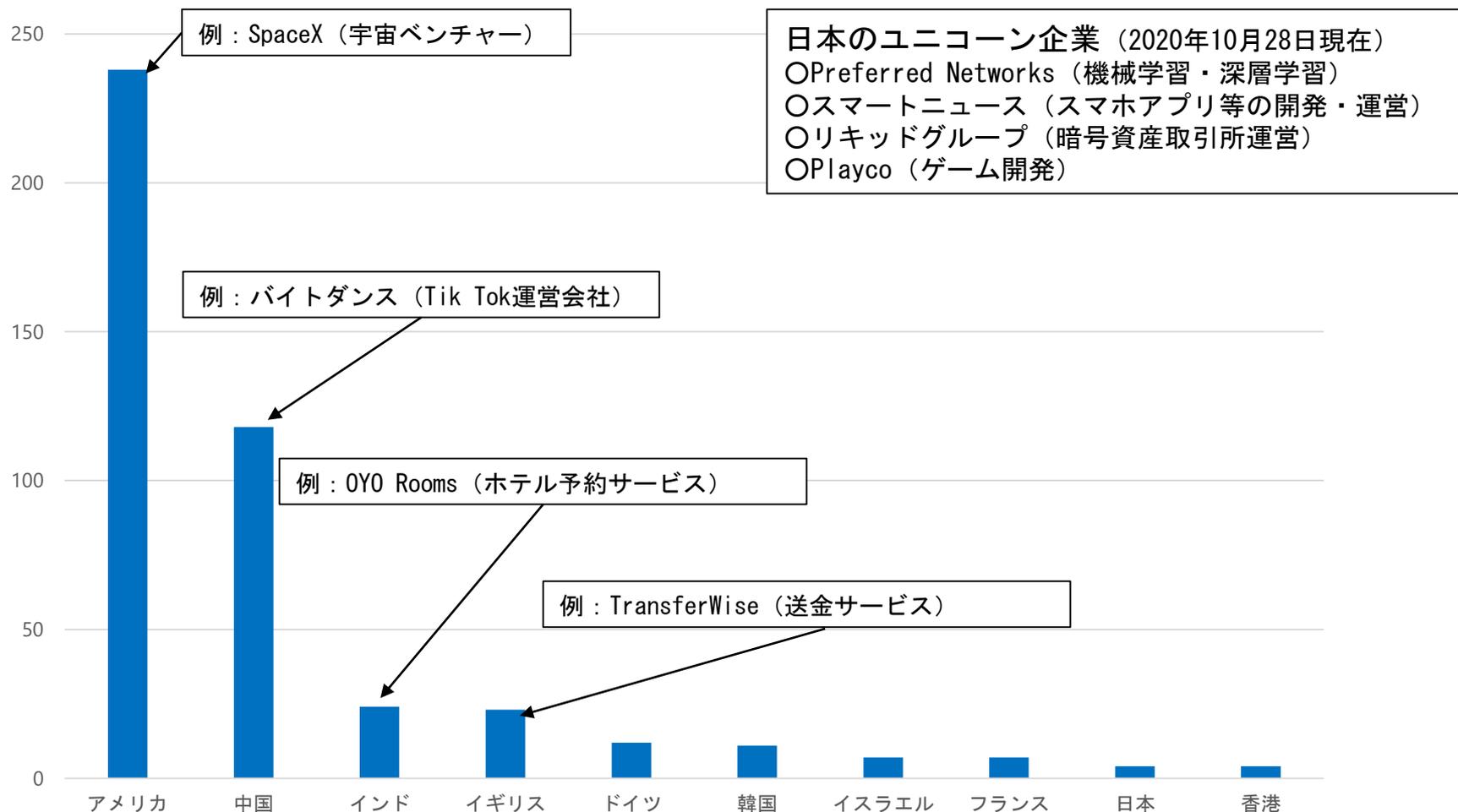
EU

- 2019年12月、欧州議会・理事会により、EU域内のクラウドファンディングの統一基準策定等について暫定的に合意（今後、議会承認などが必要）
 - ✓ 発行総額：**500万ユーロ**
 - ✓ 投資総額：**制限なし**。ただし、1,000ユーロ又は純資産の5%を超える場合に注意喚起 など

出所：野村資本研究所「英国の株式投資型クラウドファンディング—拡大の背景にある政府・業者の取り組み—」、米財務省「A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets」(2017年12月)、米SEC「SEC Seeks Public Comment on Ways to Harmonize Private Securities Offering Exemptions」(2019年6月)、「SEC Proposes Rule Changes to Harmonize, Simplify and Improve the Exempt Offering Framework」(2020年3月)、欧州議会「EU rules to boost European crowdfunding platforms agreed」(2019年12月)

(参考5) 各国のユニコーン企業数

○世界には500社弱のユニコーン企業が存在するものの、日本企業には4社にとどまる



出所：CB InsightのHP (2020年10月28日現在) より日本証券業協会作成

(参考6) TOKYO PRO Marketと株主コミュニティの 制度比較



	TOKYO PRO Market	株主コミュニティ
対象投資家	・ 特定投資家に限定（一般投資家による売買は原則不可）	・ コミュニティ参加者に限定（個人・法人問わず参加は可能）
上場・組成銘柄数	36社（2020年11月1日時点）	21社（2020年11月1日時点）
上場・組成に伴う 数値基準	・ なし（東証から認証を受けたJ-Adviser（※1）が上場適格性の可否を判断）	・ なし（運営会員（※2）が審査を行い、株主コミュニティ組成の可否を判断）
流通性・利用場面	<p>【流通性】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 対象投資家が特定投資家に限定され、流通性は低い。 <p>【利用場面】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 特定投資家限定の市場のため、個人が参加できず、利用場面が限られる 	<p>【流通性】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 流通性の制限が前提の制度 <p>【利用場面】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資家属性の限定はない。例えば特定投資家でない者からの資金調達や個人間の事業承継及び相続など様々な取引で利用可能な制度
適時開示義務	必要（TDnetを利用（年間12万円の利用料））	不要
外部監査	必要	継続開示会社等の場合は必要
上場又は組成に係る 発行会社の費用 （概略）	<ul style="list-style-type: none"> ・ 新規上場料 300万円 ・ 年間上場料 48～408万円（時価総額ベース） ・ 新株発行等に伴う料金 新株発行価格×発行株式数×万分の9 売価×売出株式数×万分の1 ・ J-Adviserとの契約に係る費用 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 運営会員によって異なる（費用を徴収する会員3社、しない会員3社） ・ ある運営会員は「新規取扱審査料」及び「年間運営手数料」といった形で発行会社から費用を徴収しているが、合算しても300万円未満。
保振の利用	有（保振利用料が発生）	無

（※1）アイ・アールジャパン、イチ・エス、SMBG日興、GCA FAS、大和、宝印刷、日本M&Aセンター、野村、フィリップ、みずほ、三菱UFJモルガン・スタンレーの11社

（※2）今村、島大、大山日ノ丸、野村、みずほ、みらいの6社

(参考7) 日米の株式による資金調達額の比較

	日本 		米国 
株式投資型CF	9億円	12倍	1億ドル (108億円)
エンジェル	42億円	614倍	239億ドル (2兆5,812億円)
VC・CVC	2,833億円	73倍	1,905億ドル (20兆5,740億円)
株主コミュニティ	20億円	—	—
PEファンド	9,800億円	74倍	6,780億ドル (73兆2,240億円)
IPO・PO等	1兆2,731億円 (うち、公募2,197億円、第三者割当等9,104億円、 新株予約権行使1,430億円)	19倍	2,212億ドル (23兆8,896億円)

注: データは原則として2019年(日本:エンジェルは2018年、株主コミュニティは2020年。米国:株式投資型クラウドファンディングは2016年から2018年末の累計)

(出典) 日本 株式投資型CF: 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報」

エンジェル: みずほ情報総研「令和元年度 中小企業実態調査事業」

VC・CVC: 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2019年度 ベンチャーキャピタル等投資動向速報」

株主コミュニティ: 日本証券業協会「株主コミュニティ銘柄の統計情報」

PEファンド: 一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会「日本におけるプライベート・エクイティ市場の概観」

IPO・PO等: 日本取引所グループ「上場会社資金調達(年間)」

米国 株式投資型クラウドファンディング: SEC, "Report to the Commission Regulation Crowdfunding, June 18, 2019"

エンジェル: Center for Venture Research, "THE ANGEL MARKET IN 2019"

VC・CVC: "NVCA 2020 Yearbook," Data Provided by PitchBook

PEファンド: Pitchbook, "2019 Annual US PE Breakdown"

IPO・PO等: SIFMA, "Capital Markets Fact Book 2019"

(参考8) 米国における規制緩和の状況

○登録免除制度の上限額の引上げ（2020年11月2日公表）

		現行	改正後
Reg A	Tier 1	2,000万ドル 転売上限額 600万ドル（募集額の30%）	現行どおり
	Tier 2※	5,000万ドル 転売上限額 1,500万ドル（募集額の30%）	7,500万ドル 転売上限 2,250万ドル
Reg D ルール504		500万ドル	1,000万ドル
Reg CF		107万ドル	500万ドル

※Tier 2 の上限は2年ごとにSECが見直すことを求められている。

注：主として自衛力認定投資家向けのReg D ルール506(b)・(c)や適格機関投資家向けのルール144Aには上限額がない。

○自衛力認定投資家の範囲拡大（2020年8月26日公表）

資産や所得といった定量的な基準に加えて、資格基準でも自衛力認定投資家として認められることとなった

個人における自衛力認定投資家の基準（赤字：今回追加部分）

（純資産基準）	100万ドル以上を保有する者
（所得基準）	過去2年間の所得が20万ドル以上で、今年も同等の所得が見込める者
（資格基準）	SECが認めた資格を保有する者（資格の具体例：シリーズ7、82、65）

(参考9) 米国における非上場株式の取引プラットフォーム①

	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)	Forge
業態	ATS及びBD(ブローカー・ディーラー)	ATS及びBD	サイト運営者 ※BD登録がなく、仲介を行う提携先がBD登録
設立年	2009年	2013年	2014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
特色	<ul style="list-style-type: none"> 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。 	<ul style="list-style-type: none"> 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。 	<ul style="list-style-type: none"> サイト運営者は直接金商業を行わず、提携BDが取引の仲介を行っている。 実際に株式を取引せず従業員等の既存株主が所有する株式の価値と連動した金額を、相手方の投資家に支払う契約を締結する仕組み(資産担保ローンに類似)などを提供している。
取引実績(設立時からの累積)	50億ドル以上	240億ドル以上	26億ドル以上(2020年3月時点)

※2020年5月、シェアーズポストとForgeは合併することを発表した。

(参考9) 米国における非上場株式の取引プラットフォーム②

	エクイティ・ゼン (Equity Zen)	ザンバト (Zanbato)
業態	BD(ブローカー・ディーラー)	ATS及びBD
設立年	2013年	2010年
買い手	自衛力認定投資家のみ	ヘッジファンド・富裕層等
特色	<ul style="list-style-type: none"> 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。 	<ul style="list-style-type: none"> BDではあるものの、取引はすべてATSに参加する銀行や証券会社経由(仲介のみ)であり、取引所に近いモデル(100以上のトレーディングデスク)。 1取引あたりの平均投資額は1,000万ドルを超えるため、取引参加者はヘッジファンド等もしくは富裕層の個人に限定されている。 取引金額が大きいため、取引される企業もレイター/プレIPO段階のものが多い。
取引実績(設立時からの累積)	不明	290億ドル以上

「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」の今後のスケジュール

日 程	検討テーマ（予定）
第1回（11月30日開催） 13時30分～15時	<ul style="list-style-type: none">・ 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	<ul style="list-style-type: none">・ 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	<ul style="list-style-type: none">・ 資金調達側からみた取引制度の課題・解決策（スタートアップ企業、地方企業からのプレゼン）・ 意見交換
第4回（4月開催予定）	<ul style="list-style-type: none">・ 投資家側からみた取引制度の課題・解決策（エンジェル、VC、PEファンド、機関投資家からのプレゼン）・ 意見交換
第5回（5月開催予定）	<ul style="list-style-type: none">・ 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、STO等の新しいプラットフォーム等からのプレゼン）・ 意見交換
第6回（6月開催予定）	<ul style="list-style-type: none">・ 論点整理の取りまとめ