

第 36 回 非上場株式等の取引及び私募制度等に関するワーキング・グループ

2025 年 9 月 25 日（木）14 時 00 分
証 券 団 体 会 議 室
（ 太 陽 生 命 日 本 橋 ビ ル 12 階 ）

議 案

1. 「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」の検討結果等について
2. セカンダリー取引に関する検討①

以 上

「スタートアップ企業等への
成長資金供給等に関する懇談会」
報告書の概要

2025年9月5日

懇談会報告書のポイント

スタートアップ企業等への資金供給等のあり方 (全体像)		・スタートアップ企業等への投資の位置付け ⇒ リスクを正しく理解し、かつリスク許容度のある投資者による、自己責任に基づく投資が前提 ・スタートアップ企業等への資金供給者 ⇒ シード期ではエンジェル投資家やSPVスキーム(※)等のビークルを通じた投資の拡大が、アーリー期以降では大規模投資家等や投資信託等による投資の拡大が重要 一方、投資者の裾野拡大の観点から上記以外の「リスク許容度・投資判断能力のある投資者」による投資の拡大も必要 ・セカンダリー市場の整備 ⇒ スタートアップ企業等が非上場のままで成長するために不可欠 ・市場仲介者の役割 ⇒ 現状、原則勧誘禁止の自主規制を前提に個別の制度に基づく仲介のほか、大規模投資家等による投資の際にFA業務や紹介などによる支援も大きな役割
KGI・参考指標		・KGI:「市場仲介者が関与する資金調達額を2027年度までに1,800億円とすること」 ※ 非上場の段階においても、市場仲介者が現状のIPOの資金調達と同等程度の役割を果たすことを目指し、「現状のIPOによる資金調達額(2024年:1,741億円)と同等額(1,800億円)」を目標値として設定 ・KGIを達成する上での参考指標 ⇒ 非上場会社のセカンダリー取引の状況、J-Shipsの利用状況、非上場株式を組み込んだSPVスキーム・投資信託等ビークルを通じた資金調達額、未公開株に関する苦情相談件数
大規模投資家等		・大規模投資家等の市場参加促進のため、以下の推進施策の検討を期待 ⇒ VCの魅力向上、アセットオーナーの運用対象資産の多様化、官民ファンドの活用、オープンイノベーション促進税制の対象拡大、PE課税特例の見直し、市場関係者によるアドバイザリー・サービス等の更なる取組み
SPVスキーム・投資信託・エンジェル投資家		・SPVスキーム、投資信託、エンジェル投資家による投資拡大のための推進施策として、以下の検討を期待 ⇒ SPVスキームのモデル契約の整備、非流動性資産を組み込んだ投信の規制緩和・新たな組成・販売の枠組み、スタートアップ企業等への投資を税制面から促進する取組み
リスク許容度・投資判断能力のある投資者等	プライマリー	・J-Shipsの利活用拡大(特定証券情報等の見直し、取引制約の緩和等) ・特定投資家による投資の活性化(特定投資家の移行要件の弾力化等) ・準特定投資家(特定投資家の移行要件を満たす投資者)を対象とする勧誘・取引制度に係るルール整備
	セカンダリー	・対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者等に限られる場合、取次型登録PTS及び株主コミュニティにおける価格情報の公表等の見直し
	原則勧誘禁止	・非上場株式の原則勧誘禁止を見直し、日証協の規則に定める取引制度※に基づく勧誘へ転換 ※J-Shipsや株式投資型クラウドファンディングなど
制度周知等		・積極的な周知活動の実施、効果的な周知活動・推進施策について検討

※ 「SPVスキーム」とは、複数の投資家による特定少数のスタートアップ企業等へのシンジケート投資を、投資家が直接的な株主にはならない形で実現するために、LLC(Limited Liability Company:合同会社)等のSPV(Special Purpose Vehicle)を利用した投資スキームをいう。米国や欧州のスタートアップ企業等への投資において活用されている。

スタートアップ企業等への資金供給等のあり方(全体像)

1. スタートアップ企業等への投資の位置付け

スタートアップ企業等への投資には「事業の不確実性」「情報の非対称性」「換金機会の限定」「不公正取引規制の適用外」等のリスクや特性があり、リスクを正しく理解し、かつリスク許容度のある投資者による、自己責任に基づく投資が前提。

2. スタートアップ企業等への資金供給者

資金供給者として、日本においてはシード期を支えるエンジェル投資家による投資やSPVスキームなどのビークルを通じた投資の拡大が重要であり、また、アーリー期以降においては大規模投資家等による投資や投資信託等のビークルを通じた投資の拡大が特に重要(※)。一方で、投資者の裾野拡大の観点から上記以外の「リスク許容度・投資判断能力のある投資者」による投資の拡大も必要。

※ これは、市場仲介者を通じた資金供給に限らず、広くスタートアップ企業等への成長資金の供給全般に妥当するものと考えられる。

3. セカンダリー市場

現状、日本においてセカンダリー市場はほとんど存在しないが、プライマリー投資者のExit多様化や資金供給ハードル低下に寄与し、従業員のストックオプション換金場として重要な機能も持つ。また、VCやSPVスキームといったファンド持分の取引を可能とするセカンダリー市場の整備も重要であり、スタートアップ企業等が非上場のまま成長するには不可欠。プライマリー市場と併せセカンダリー市場の活性化に向けた取組みが必要。

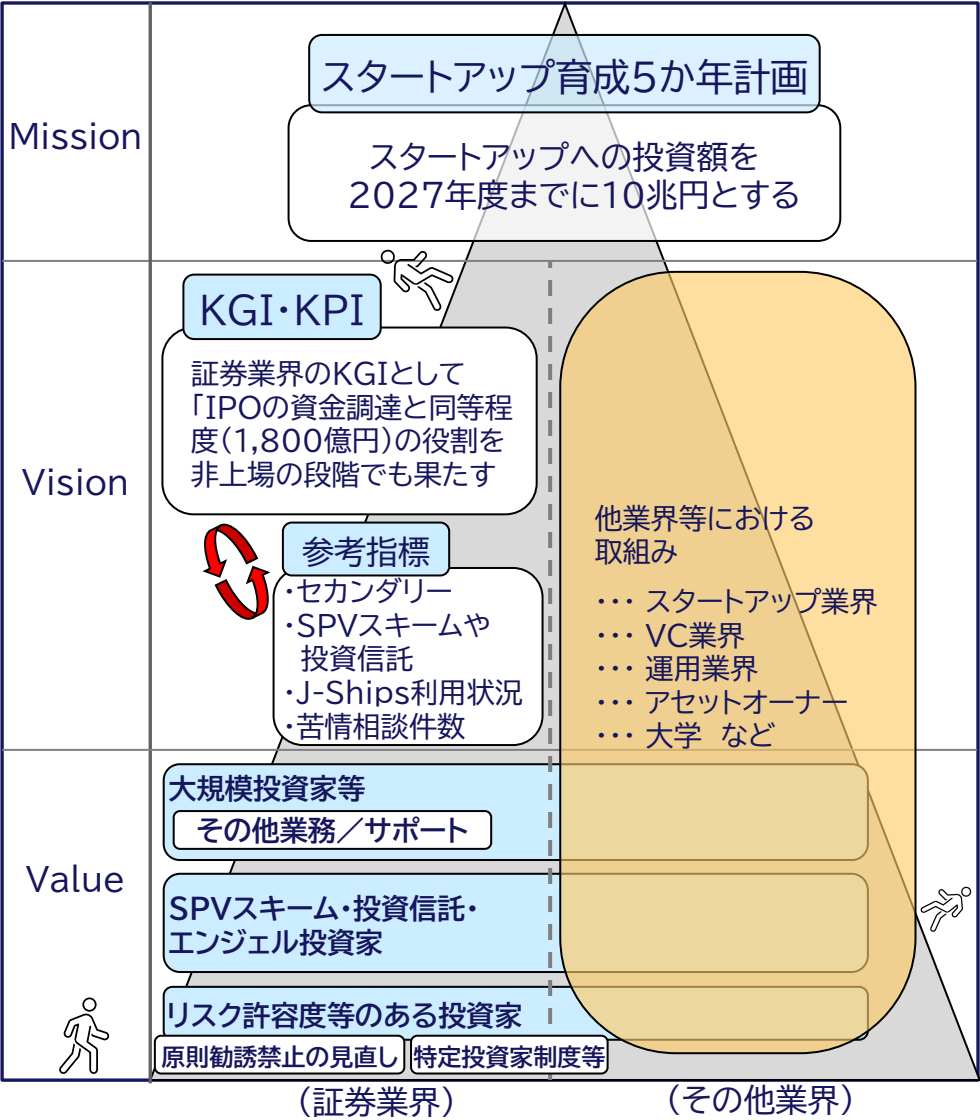
4. 市場仲介者の役割

米国においては大手B/Dの関与はプライマリー・セカンダリーともに一部に留まるが、中堅の専業B/DやATS運営者等といった業態も存在し、登録免除募集制度に基づく勧誘・取引やマーケットプレイスでの取引が行われている。日本では非上場株式を原則勧誘禁止とする自主規制を前提に個別の制度に基づく勧誘が行われているほか、大規模投資家等による投資の際にFA業務や紹介などによる支援も行っている。市場仲介者の果たす役割は一樣ではないものの、日本では有望なスタートアップ企業等は自身で資金調達を行う傾向があることや収益等の持続可能性についても留意しつつ、その役割を果たすことが重要。

KGI・参考指標の設定

- IPOの資金調達と同等程度の役割を非上場の段階で果たすことを目指し、「市場仲介者が関与する資金調達額を2027年度までに1,800億円とすること」をKGIとして設定。
 - FA業務やマッチングイベント等に起因した資金調達を含む広義の資金調達額をKGIとする。
- 参考指標として、入手可能なデータに基づき、以下を観測・公表。
 - 非上場会社のセカンダリー取引の状況
 - J-Shipsの利用状況
 - 非上場株式を組み込んだSPVスキーム・投資信託等ビークルを通じた資金調達額
 - 未公開株に関する苦情相談件数

(※)スタートアップ企業等への成長資金の供給の活性化における市場仲介者の果たす役割は全体の一部に過ぎず、また、市場仲介業者の業務の性質上、外部の市場環境等の影響を大きく受け得ることに留意。



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

- スタートアップ企業等が望む資金調達としては、企業価値の向上や株主構成の観点から、大規模投資家等による資金供給(大規模投資家等の市場参加)のニーズが高い。
- 一方、投資の規模が大きくなればその分、投資を受け入れるスタートアップ企業等においても相応の事業基盤やガバナンス、継続的な情報提供の確立等が求められることに留意。
- 大規模投資家等からの投資促進について、規制改革のみならず、以下のような推進施策の検討を期待。
 - ・ VCにおいて推奨・期待される事項(VCRHs)の普及等を通じて、広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCについて、長期運用に資するアセットクラスとしての魅力を高めていくこと
 - ・ アセットオーナー・プリンシプルの普及を通じて、アセットオーナーが受益者等の利益に資する観点から、投資先企業や委託先金融機関を厳しい目で見極め、運用力の向上につなげていく中で、運用対象資産の多様化が図られること
 - ・ 機関投資家から国内のVCに対する資金流入を促すための官民ファンドの活用 の推進
 - ・ 新規出資又は50%超の発行済株式取得の取引のみに限られているオープンイノベーション促進税制の対象について、オープンイノベーション手法の多様な在り方の観点から、通常のセカンダリー取引(50%以下の発行済株式取得)・合併等にまで拡充すること
 - ・ 大規模な資金の供給主体となり得る海外投資家による出資の増加のため、外国組合員特例税制(PE課税特例)の要件や手続き等について、諸外国との比較や実務慣行の蓄積等を踏まえて、必要な見直しを行うこと
 - ・ 証券会社等の市場関係者が従前より行っているアドバイザリー・サービスの提供やマッチングイベント等への更なる取組み

SPVスキーム・投資信託・エンジェル投資家

- スタートアップ企業等が望む資金調達としては、企業価値の向上や株主構成の観点から、大規模投資家等と並んで「SPVスキーム※1や投資信託などビークルを通じた投資」や「エンジェル投資家による投資」の拡大が特に重要。
- 各スキーム等について以下の問題意識や現状認識を共有。
 - ・ SPVスキーム:個人を対象にしたSPVスキームの枠組みが整備されたが、今後販売を広げていくためには、保有持分の換金やスキームについて、契約書のモデル等の作成といった対応が必要。
 - ・ 投資信託:公募投資信託への原則15%までの非上場株式の組入れについて整備されたが、一時的な組入比率上限の超過を避けるべく抑制的な運用となっている等の実務上の課題やEUのELTIFや英国のLTAF等、非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みが存在しないことが課題。
 - ・ エンジェル投資家:エンジェル投資家による投資額については、足元の実績が185億円※2であり、数兆円と言われる米国に対して規模が極めて小さい状況。
- 上記を踏まえ、今後、以下のような検討が進められることを期待。
 - ・ SPVスキーム持分のセカンダリー取引環境整備のためのモデル契約の整備等の検討
 - ・ 非流動性資産を組み込んだ投資信託の規制緩和や新たな組成・販売の枠組みの検討
 - ・ スタートアップ企業等への投資を税制面から促進する以下のような取組みの検討
 - 「投資信託を通じたスタートアップ企業等への投資」をエンジェル税制の対象に含めるなど個人投資家によるビークルを通じたスタートアップ企業等への投資を支援する措置
 - スタートアップ企業等の環境変化等に合わせたエンジェル税制の拡充・見直し措置
 - 証券会社の役割拡大に伴う認定金融商品取引業者制度の創設

※1 「SPVスキーム」とは、複数の投資家による特定少数のスタートアップ企業等へのシンジケート投資を、投資家が直接的な株主にはならない形で実現するために、LLC(Limited Liability Company:合同会社)等のSPV(Special Purpose Vehicle)を利用した投資スキームをいう。米国や欧州のスタートアップ企業等への投資において活用されている。

※2 2024年度のエンジェル税制の適用を受けた投資額。日本におけるエンジェル投資家の実績全てではないことに留意。

リスク許容度・投資判断能力のある投資者等

- スタートアップが望む資金調達としては、企業価値の向上や株主構成の観点から、「大規模投資家等」による投資が優先されるものの、「リスク許容度・投資判断能力のある投資者」による投資にも一定のニーズがある。
- ただし、検討にあたっては、「スタートアップ企業等は事業等の不確実性が強く、投資に当たっては、リスクを正しく理解し、かつリスク許容度のある投資者による、自己責任に基づく投資が前提」という点を意識する必要。
- 上記を踏まえ、投資家保護に留意しつつ、以下のような投資推進策について検討。

① J-Shipsの利活用の拡大

a. 特定証券情報の見直し

- 定款や履歴事項全部証明書等の別書類の添付による株式総数や新株予約権等の状況の記載の省略など、日証協において、現状の規制や運用が過度なものになっていないか精査し、必要に応じ検討。

b. 特定投資家向け有価証券に係る取引制約

- 以下の事項について、他の開示規制との平仄や具体的に想定するケースなど、検討にあたって整理すべき事項について金融庁及び日証協で協議。
 - J-Shipsを利用した銘柄は、法令上、他の私募・私売出し(適格機関投資家・少人数)を利用することができない。
 - 発行会社の役員、既存株主及びその親族等への譲渡について有価証券届出書の提出が必要となる取引の対象外とすること。

c. 50名以上のセカンダリー取引における特定証券情報の簡素化等

- 50名以上の者を対象にしたセカンダリー取引の勧誘等における特定証券情報の作成義務について、他の開示規制との平仄や具体的に想定するケースなど、検討にあたって整理すべき事項について金融庁及び日証協で協議。

② 特定投資家による投資の活性化

特定投資家移行要件の緩和について、今後金融庁で検討。

(R7年度中)

③ 準特定投資家による投資

特定投資家の移行要件を満たすが移行申出を行っていない投資者(準特定投資家)のうちスタートアップ企業等への投資に対し適格性を有する投資者による少人数私募・私売出しや少額免除などを利用した取引制度について、適合性原則や投資者保護に考慮しつつ、今後日証協のWGで検討。

(R7年度中)

④ セカンダリー取引

a. 取次型登録PTSの価格情報の公表、適時の情報提供の見直し

- 参加者が特定投資家等に限定される場合の対応について、投資者保護を考慮しつつ今後日証協のWGで検討。

(R7年度中)

b. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し

- 参加者が特定投資家等に限定される場合の対応について、投資者保護を考慮しつつ今後日証協のWGで検討。

(R7年度中)

⑤ 原則勧誘禁止の見直し

- 原則勧誘禁止について、非上場株式の勧誘を行う証券会社のリストの公開等、投資者保護に留意しつつ、日証協の規則に定める取引制度に基づく勧誘へ転換する方向で今後日証協のWGで検討。

(R7年度中)

- 日証協の非上場株式の取引制度は十分に周知されているとは言えない状況。
- 特に、大規模な取引においても利用が期待されるJ-Shipsの認知度の低さが課題。
- 市場仲介者によるFA業務等を通じた大規模投資家等による資金供給の拡大のための周知活動にも注力していく必要。
- 金融庁及び日証協において、発行体、投資者、市場仲介者といったそれぞれの市場関係者に積極的な周知活動を実施するとともに、効果的な周知活動・推進施策について検討。

＜参考＞

「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」について

【参考】スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会 開催要綱

➤趣旨

政府の成長戦略及び規制改革実施計画等において、我が国のスタートアップ等の企業について、非上場株式の発行市場及び流通市場を活性化することを通じて、円滑な資金調達の途を確保する必要がある旨提言されているところである。

今般、日本証券業協会及び金融庁は、かかる提言を踏まえ、市場関係者のニーズ等に基づく非上場株式の取引制度の課題等に関する検討を行うため、「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」を開催することとする。

➤検討事項

以下の事項に関し、海外の非上場株式の取引制度についての調査も実施しつつ、我が国の非上場株式を取り巻く環境を踏まえ、非上場株式の活性化に向けた検討を行う。

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

➤委員等の構成

座 長：東京大学 神田 秀樹 名誉教授

委 員：発行会社、投資家、仲介業者(証券会社等)及び有識者により構成 計16名

オブザーバー：スタートアップに関係する関連団体等

➤事務局

日本証券業協会 自主規制本部 エクイティ市場部及び金融庁 企画市場局 市場課の共同事務局により運営

※議事の模様や海外調査の結果等は日本証券業協会のウェブサイトにて掲載。

【参考】委員等名簿(2025年9月5日現在)

座長	神田 秀樹	東京大学 名誉教授
座長代理	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
委員	有吉 尚哉	西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 パートナー 弁護士
	今村 直喜	今村証券株式会社 代表取締役社長
	落合 孝文	渥美坂井法律事務所・外国法共同事業 弁護士 シニアパートナー
	木地 佳彦	大和証券株式会社 執行役員グローバル・インベストメント・バンキング担当
	坂 勇一郎	東京合同法律事務所 弁護士(東京経済大学現代法学部 教授)
	柴原 祐喜	株式会社FUNDINNO 代表取締役CEO
	スピリドン メンザス	HiJoJo Partners株式会社 代表取締役共同社長執行役員
	関 雄太	株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー
	永沢 裕美子	Foster Forum良質な金融商品を育てる会 世話人
	永見 世央	ラクスル株式会社 代表取締役社長 グループCEO
	藤野 英人	レオス・キャピタルワークス株式会社 代表取締役社長
	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
	宮田 昇始	Nstock株式会社 代表取締役CEO
	村上 朋久	野村證券株式会社 常務 インベストメント・バンキング・プロダクト担当
	村田 祐介	インキュバイトファンド株式会社 代表パートナー(一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 理事)
オブザーバー	一般社団法人スタートアップエコシステム協会、一般社団法人スタートアップ協会、一般社団法人投資信託協会、株式会社東京証券取引所、経済産業省	

参考

スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会
報告書（2025 年 9 月報告）

2025 年 9 月 5 日

I. はじめに	1
II. スタートアップ企業等への資金供給等のあり方（全体像）	3
1. スタートアップ企業等への投資の位置付け	3
2. スタートアップ企業等への資金供給者	3
3. セカンダリー市場	4
4. 市場仲介者の役割	5
III. 本懇談会での議論等を踏まえた対応の方向性	7
1. KGI 及び参考指標の設定	7
(1) KGI の設定について	7
(2) 参考指標の設定について	9
2. 大規模投資家等	10
(1) 現状認識について	10
(2) 課題及び今後期待される取組み等について	11
3. SPV スキーム・投資信託・エンジェル投資家	12
(1) 現状認識について	12
(2) 課題及び今後期待される取組み等について	14
4. リスク許容度・投資判断能力のある投資者	15
(1) J-Ships の利活用の拡大	15
(2) 特定投資家による投資の活性化	17
(3) 準特定投資家による投資	18
5. セカンダリー取引	19
(1) 現状認識について	19
(2) 課題及び対応策について	19
6. 原則勧誘禁止の見直し	21
7. 制度周知等	22
IV. 終わりに	23
参考資料	24

I. はじめに

政府の「スタートアップ育成5か年計画」（2022年11月28日 新しい資本主義実現会議決定）において、スタートアップ企業等は、社会的課題を成長のエンジンに転換して、持続可能な経済社会を実現する存在であり、日本にスタートアップ企業等を生み育てるエコシステムを創出すべく、大きな目標を掲げて、それに向けて官民で一致協力して取り組んでいくことが必要であるとされた。

2024年6月に公表された「規制改革実施計画¹」においては、我が国のスタートアップ等の企業について、ユニコーン企業やグローバル企業への成長促進や、地域経済再生への貢献等の観点から、適切な投資者保護を確保しつつ、非上場企業についても非上場株式の発行及び流通を活性化することを通じて、円滑な資金調達の途を確保する必要があるとされている。また、同計画においては、金融庁に対して、日本証券業協会（以下「日証協」という。）と連携して、発行市場（私募）の活性化の観点から証券会社による非上場株式の勧誘の在り方について、流通市場の活性化等の観点から私設取引システム（以下「PTS」という。）の活用促進について、事業者等を含めた新たな視点を持った構成員を入れて議論すること、及び「PDCA サイクル」の観点からKGI・KPIを設定し、その下での制度の運用状況を包括的にフォローアップすることについて提言されたところである。

また、日証協では、2024年7月に策定した「日証協が対応すべき重要施策」及び「当面の主要課題」の中で、スタートアップ育成の支援を掲げている²。

上記を踏まえ、金融庁と日証協が連携し、事業者等と議論する場を設け、新たな視点を持った構成員を入れて議論するため、2025年1月から計7回にわたり「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」（以下「本懇談会」という。）を開催し、市場関係者（発行企業、投資者、市場仲介者）からのプレゼンテーション及び海外調査の結果も踏まえ、以下の事項について議論を行った。

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

¹ 内閣府「規制改革実施計画」（2024年6月21日閣議決定）（https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kisei/publication/program/240621/01_program.pdf）参照。

² 日本証券業協会「当面の主要課題」（2025年7月策定）（<https://www.jsda.or.jp/about/kadai/>）参照。

なお、法令上の開示制度に係る事項については、本懇談会の検討事項に掲げていないが、議論の過程においては、法令上の開示制度に係る事項についても意見が寄せられた³。

³ 本懇談会における意見の内容については本懇談会議事録 (<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/startup/index.html>) 参照。

Ⅱ. スタートアップ企業等への資金供給等のあり方（全体像）

1. スタートアップ企業等への投資の位置付け

スタートアップ企業等は、社会的課題を成長のエンジンに転換して、持続可能な経済社会を実現する存在である。より大きく成長すべきスタートアップ企業等に非上場株式の取引等や上場市場（東証グロース市場等）を通じて適切に資金を供給しつつ、スタートアップ企業等の成長及び新陳代謝を図ることが肝要である。

スタートアップ企業等への投資は、大きなリターンを得られる可能性がある一方、創業間もないことや非上場会社であることなどから「事業の不確実性が高い」、「上場会社に比べて開示されている情報が限定的であり、発行体と投資者の間の情報の非対称性が大きい」、「市場が未発達であり、その流動性の低さ等から投資者の換金の機会が限られる」、「インサイダー取引規制等の不公正取引規制が適用されない」といったリスクや特性を持ち合わせている。

したがって、スタートアップ企業等への成長資金の供給については、これらのリスク等を正しく理解し、かつリスク許容度のある投資者による自己責任に基づく投資を前提とすべきである⁴。

2. スタートアップ企業等への資金供給者

スタートアップ企業等への投資については、上述のとおり、リスク等を正しく理解し、かつリスク許容度のある投資者による投資が重要であることに加え、スタートアップ企業等において、企業価値の向上や株主構成の観点も加味した資金調達へのニーズが高いことも踏まえる必要がある。

この点はユニコーン企業を多数輩出しており、スタートアップ企業等への投資が盛んに行われている米国でも同様であり、同国では、特にリスクの高いシード期では、リタイアした会社役員や既に Exit を経験した起業家といったエンジェル投資家が協業先のマッチングや戦略上のアドバイスなど経営の支援と共に主たる資金供給者として存在感を示している。また、PMF（Product Market Fit）が達成され、調達額も大きくなるアーリー期以降においては、ベンチャーキャピタル（以下「VC」という。）に加え、グロースキャピタル、プライベートエクイティファンド（以下

⁴ 本懇談会の委員より「投資者の自己責任原則と同様に、発行体や市場仲介者が責任をもって法令等を遵守し、公正な取引が行われることも重要であり、こうした仕組みの構築を行っていくべきではないか。」との発言があった。

「PE ファンド」という。)、ヘッジファンド及び投資信託(クロスオーバー投信)等の適格機関投資家(QIB⁵)が市場に参加し、中心的な役割を果たしている⁶。

こうした点を踏まえると、日本においては、リスクの高いシード期を支えるエンジェル投資家による投資や米国のような SPV スキーム⁷などのピークルを通じた投資の拡大が重要であり、また、調達額も大きくなるアーリー期以降においては大規模投資家等や投資信託などのピークルを通じた投資の拡大が特に重要である⁸。なお、これらの投資者層による投資の重要性は、市場仲介業者を通じた資金供給に限らず、広くスタートアップ企業等への成長資金の供給全般に妥当するものと考えられる。

また、投資者の裾野拡大という観点からは、上述の投資者層以外の「リスク許容度・投資判断能力のある投資者」による投資の拡大も必要であると考えられる。

3. セカンダリー市場

セカンダリー取引には VC 等のファンドが保有するスタートアップ企業等の株式を売却するいわゆる株主主導型とスタートアップ企業等の創業者や従業員、投資者等が保有する株式を売却するいわゆる発行体主導型が主に存在する。これらのセカンダリー取引を可能とする十分に整備されたセカンダリー市場の存在は、プライマリーでの投資者等の Exit の多様化(スタートアップ企業等の成長ステージに応じた次の投資者への譲渡など IPO に限らない Exit)を実現するだけでなく、結果的に資金供給のハードルを下げるなどプライマリー市場の活性化にも寄与する。また、従業員等に付与したストックオプションの換金の場合というスタートアップ企業等にとって非常に重要な機能も提供するものでもある⁹。あわせて、VC や SPV スキーム等のファンドを通じた成長資金の供給拡大の観点から、これらのファンド持分の

⁵ 1 億ドル以上の証券投資を行う機関投資家等が該当する米国 1933 年証券法規則 144A に定める適格機関投資家(Qualified Institutional Buyers)をいう。

⁶ 欧州では富裕層の一族の資産運用を行うファミリーオフィスも成長ステージを問わず一定の存在感を示している。

⁷ 複数の投資者による特定少数のスタートアップ企業等へのシンジケート投資を、投資者が直接的な株主にはならない形で実現するために、LLC(Limited Liability Company: 合同会社)等の SPV を利用した投資スキームをいう(本報告書のⅢ. 3. (1)参照。)

⁸ BtoC 事業・サービスを提供するスタートアップ企業等においては、資金調達と同時に顧客やファン獲得などのマーケティングの要素も満たすことができるため、株式投資型クラウドファンディングのような一般投資家を対象にした資金調達ニーズも存在する。

⁹ 本懇談会の委員より「ストックオプションは権利行使期間(一般的に 10 年又は 15 年)を過ぎると失効してしまう中で、創業初期の役職員に対して当該期間を迎える前に流動化機会を作りたいというニーズは極めて高く、当該ニーズに応えるためにはセカンダリー市場が必要不可欠である。」との発言があった。

取引を可能とするセカンダリー市場が整備されることも重要である。このように、セカンダリー市場はスタートアップ企業等が非上場のままで成長するには不可欠なものと言える。

米国では、旺盛なプライマリー市場のもと、非上場で成長を続ける企業が増加したこと（IPO までの期間の長期化）や非上場段階での高額調達が高額化が常態化したことなどを背景に、株式の流動性確保や追加投資の手段としてセカンダリー市場が整備されている。特に、ミドル期以降、投資者が株式売却を本格的に検討し始めるため、セカンダリー取引のニーズが顕在化する¹⁰。

一方、現在の日本においては非上場株式のセカンダリー市場がほとんど存在しない状況であり、プライマリー市場の更なる活性化と併せてセカンダリー市場の活性化に向けた取組みが重要である¹¹。

4. 市場仲介者の役割

米国における市場仲介者（証券会社等であるブローカーディーラーをいう。以下「B/D」という。）の役割として、プライマリー市場では、発行体からの依頼に基づき、発行体の性質に照らして適切な勧誘対象を検討し、投資者への勧誘を実施することが基本的なものとなっている。発行体による B/D の起用については、成長が進んだミドル期以降の比較的大きな資金調達において、B/D が有する投資者のネットワークへの期待に加え、資金調達にあたっての各種手続のリソースを外注する意図がみられる。なお、成長が進んだ発行体の場合、当該プロセス等を自社で管理できるだけのリソースがあることも多いため、B/D が関与する資金調達は、スタートアップ企業等の株式のプライマリー市場全体の一部を占めるものとなっている。また、セカンダリー市場では、大手 B/D の役割は限定的であるが、中堅の専門 B/D が売り手への勧誘を行ったうえで買い手を探索する役割を担っている。また、ATS 規制¹²の下、一部の ATS がマーケットプレイス（複数の売り手と買い手が売買できるオンラインのプラットフォーム）を提供する役割を担っている。

¹⁰ 非上場株式のセカンダリー市場が整備されている米国であっても、譲渡制限（Transfer Restriction）や先買権（ROFR: Right of First Refusal）への対応等で受渡決済までに 30～60 日（場合によっては 90 日）を要している。また、ATS（Alternative Trading System）が提供するマーケットプレイス（複数の売り手と買い手が売買できるオンラインのプラットフォーム）においてセカンダリー取引がある程度の量や頻度で成立する銘柄は、一部の大型銘柄などに限られているとの指摘があった。

¹¹ 本懇談会の委員より「東証グロース市場における上場維持基準の見直しの方向性が示されたことにより、実務上の上場基準の引上げ等の影響が既にみられており、出口がしぼんでいくようなことにしないためにも非上場株式のセカンダリーの需要が高まっている。」との発言があった。

¹² 日本における PTS に相当する ATS の提供者に適用される米国 1933 年証券法規則 300～303（レギ

なお、米国における主たるスタートアップ企業等の資金調達としては、資金調達手続の効率化の観点から「登録免除募集制度(Exempt Offerings)¹³」を利用して当該制度の要件を満たすエンジェル投資家や適格機関投資家(QIB)に対して実施されるものが中心であり、B/Dが行う投資勧誘も登録免除募集制度に基づきこれらの投資者を対象に行われるものが中心となっている¹⁴。

日本では、市場仲介者(証券会社等)が行う非上場株式の勧誘は、日証協の非上場株式の原則勧誘禁止の自主規制のもと、投資者保護を考慮して制度設計された個別の勧誘制度¹⁵に基づき行うこととされており、スタートアップ企業等への成長資金の供給についても、投資勧誘を伴う私募の取扱いや売買等については当該勧誘制度に基づき行われている。なお、当該勧誘制度の利用においては、海外と比べた日本のスタートアップ企業等の特徴として有望なスタートアップ企業等ほど資金調達も含めて自身で行う意向が強いことを十分に留意のうえ、顧客に勧誘するスタートアップ企業等の選定を行う必要性が指摘されている。

スタートアップ企業等への成長資金の供給において、「大規模投資家等による投資の拡大」が特に重要であるが、当該投資者層がスタートアップ企業等に投資する際の市場仲介者(証券会社等)の支援としては、必ずしも日証協の勧誘制度に限られず、現時点においてはFA業務¹⁶や紹介などによる支援も大きな役割を果たしている。

以上のとおり、スタートアップ企業等への成長資金供給において市場仲介者が果たす役割は一樣ではないものの、市場仲介者がスタートアップ企業等の成長を継続的に支援していくためには、市場仲介者の収益の観点からも持続可能な形でその役割を果たしていくことが重要であると考えられる。

ュレーションATS)などの規制。同規定においてATS運営者はB/D登録が必要とされている。

¹³ 具体的な制度としては、自衛力認定投資家(Accredited Investors)を前提にした米国1933年証券法規則506(b)及び(c)が多く利用される。

¹⁴ なお、投資者の適合性の確認については、FINRA自主規制規則2111(適合性ルール)に基づき行うこととされている。なお、同規定では総資産が5,000万ドル以上の者等に関する例外規定も存在。

¹⁵ 日証協における非上場株式の勧誘・取引制度については資料5を参照。

¹⁶ 金融商品取引法第35条第1項第11号や同項第12号等に基づき行うファイナンシャルアドバイザー業務。

Ⅲ. 本懇談会での議論等を踏まえた対応の方向性

1. KGI 及び参考指標の設定

(1) KGI の設定について

2024 年 6 月 21 日閣議決定「規制改革実施計画」において「金融庁は、日本証券業協会と連携し、非上場株式の発行・流通活性化のための制度整備等のスケジュールやビジョン・目標を共有し、その下で制度の運用状況を包括的にフォローアップする。…（中略）…制度の継続的な改善を図るため、入手可能なデータに基づき、国内の金融商品取引業者が関わる非上場株式の売買金額や非上場株式に係る各種制度の活用件数、特定投資家の人数等、PDCA サイクルを回す上で適切な KGI・KPI を、業界関係者や必要に応じて経済産業省と連携し、設定する。」と提言された。当該提言を受け、日本全体の目標である「スタートアップ育成 5 年計画」の「スタートアップへの投資額を 2027 年度までに 10 兆円」も念頭に置きつつ、証券会社等の市場仲介者が果たすべき役割を踏まえた目標（KGI）の設定について検討を行い、以下のとおり本懇談会として考え方を取りまとめた。

まず、KGI の指標としては、「スタートアップ育成 5 年計画」ではスタートアップ企業等への投資金額を指標として掲げている¹⁷ところ、これと整合的な指標とすることが合理的であることから、証券会社等の市場仲介者を通じたスタートアップ企業等への成長資金の供給拡大を主な検討課題とする本懇談会においては、証券会社等の市場仲介者が関与する資金調達額を KGI の指標とすることとした¹⁸。

現状、米国では、非開示会社・非上場会社の資金調達額が公開会社の調達額を超えるような状況であるが、日本の現状においては、スタートアップ企業等（非上場企業）と上場企業の資金調達額には大きな乖離がある。このような中、「スタ

¹⁷ 本懇談会の委員より『「スタートアップ育成 5 年計画」の目標達成に向けた取組みが非常に重要視される中、日本ではそもそもスタートアップ企業等への投資金額を正確に把握できていないという根本的な問題がある。民間の事業者が収集する情報には限界があるため、適格機関投資家等特例業者である VC 等について、当局に報告している事業報告書の分析・公表を行う等、当局等が把握している数字を利用し、まずはファクトに基づいた検討を行える環境を整備すべきである。』との発言があった。

¹⁸ なお、特定投資家の数を KGI・KPI とすることについては、例えば、上場会社や外国法人等が原則として特定投資家であるなど、特定投資家の数が増加することがスタートアップ企業等への成長資金の供給状況を表すものではない。また、個人の特定投資家への移行についても、非上場株式以外への投資を目的に移行する場合もあり、金融商品取引業者等ごとに移行が判断されるため、名寄せが困難でもある。さらに、金融商品取引業者等が目標を達成するためにリスク判断能力等のない投資者を特定投資家に誘導するおそれがあり、投資者保護上の懸念も指摘されている。これらを踏まえると、特定投資家の数を KGI・KPI とすることは不適当と考えられる。

ートアップ育成5か年計画」の取組みによりスタートアップ資金調達額は増加してくることが見込まれるところ、今後、市場仲介者として、現状のIPOの資金調達と同等程度の役割を非上場の段階でも果たすことを目指していくこととした。具体的には、2024年のIPOの調達額が1,741億円¹⁹であることを踏まえ、「市場仲介者が関与する資金調達額を2027年度までに1,800億円とすること」をKGIとして設定することとした。なお、2024年の市場仲介者を通じたスタートアップ資金調達額は日証協の統計情報の金額では約420億円²⁰であるところ、当該KGIの達成には今後2年程度でこの4倍を超える増加が必要となり、達成の難易度は高いものの、「スタートアップ育成5か年計画」の実現に向け、市場仲介者がスタートアップ企業等への資金供給においてより一層の役割を果たす観点から、当該KGIを設定することとした。

当該KGIに計上する金額である「市場仲介者が関与する資金調達額」としては、日証協規則に定める非上場株式の勧誘制度（J-Ships、株主コミュニティ制度、株式投資型クラウドファンディングなど）による資金調達額に加え、証券会社等の市場関係者におけるFA業務、マッチングイベント等に起因した資金調達額を含めることが考えられる^{21,22}。

なお、スタートアップ企業等の資金調達において市場仲介者が果たす役割は重要であるものの、市場仲介者が関与する資金調達は、スタートアップ企業等の資金調達の一部をなすという位置付けのものである。したがって、当該KGIの金額は外部の市場環境等の影響を大きく受け変動し得ることに留意する必要があるところ²³、今後、他の業界とも連携して、日本全体の目標である「スタートアップ育成5か年計画」の実現に向け、証券業界としてスタートアップ企業等の資金調達の支援に寄与していくこととする。

¹⁹ 日本証券業協会「全国上場会社のエクイティファイナンスの状況」(<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/finance/index.html>) 参照。

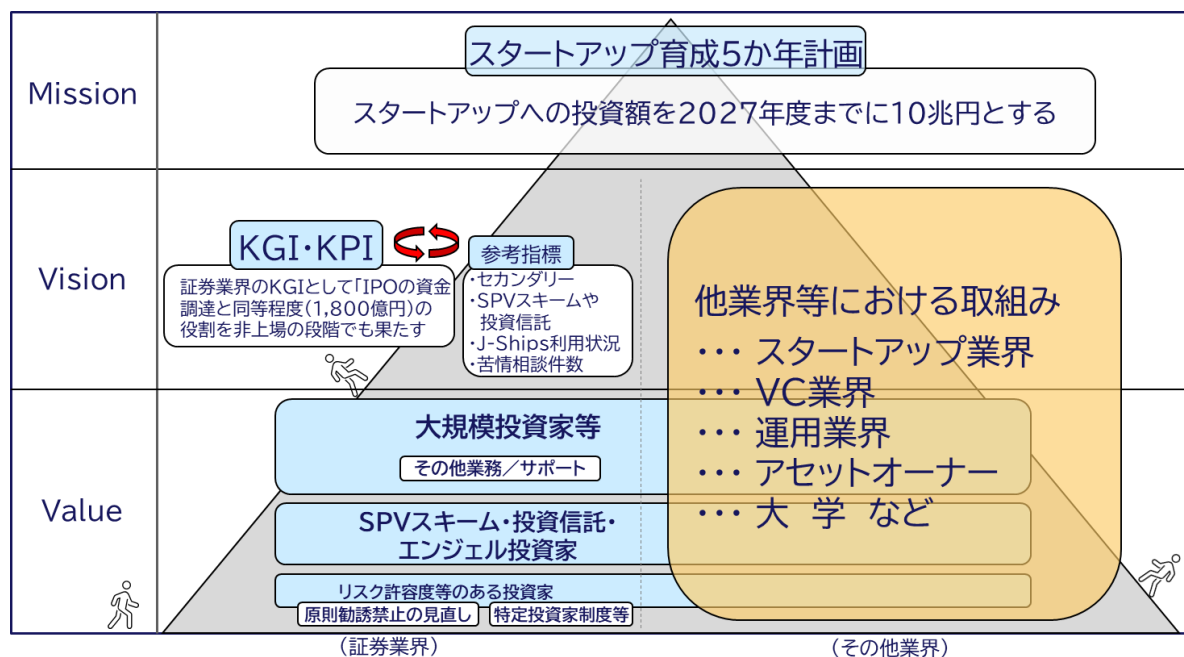
²⁰ 日証協の非上場株式等に関する取引制度のうち、スタートアップ企業等の資金調達に使われている株式投資型クラウドファンディング制度及びJ-Ships制度（投資先が国内のものに限る）の合計額。

²¹ 金融庁において設定することとされているKGIに計上する「市場仲介者が関与する資金調達額」の具体的内容については、今後、日証協において、金融庁、市場関係者及び経済産業省と連携して検討を行う。

²² 市場仲介者によるスタートアップ企業等の成長への支援は、KGIの期限である2027年以降も継続して行っていくことが求められるところ、市場仲介者の収益の観点からも持続可能な形でその役割を果たしていくことが重要である。

²³ 本懇談会の委員より「当該KGIの達成状況及び参考指標についてはあくまで現時点のものであり、外部環境の変化等に合わせた見直すことも考えられる。」との発言があった。

<参考：KPI・KGI の考え方、全体像のイメージ>



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

(2) 参考指標の設定について

KGI の「市場仲介者が関与する資金調達額」の中間目標として適切な数値目標 (KPI) は直ちに見出しがたいが、KGI を達成する上で、以下のとおりの参考指標を設定し定期的に観測・公表することとした。

① 「非上場会社のセカンダリー取引の状況」について

現在の日本において、非上場株式のセカンダリー市場はほとんど存在せず、新たに措置された「登録 PTS²⁴」や「非上場仲介業²⁵」を中心に、今後、取組みが進められることが期待される段階であり、数値での適切な目標を設定することは困難であるが、「登録 PTS」や「非上場仲介業」に関する統計等を、KGI を取り巻く環境の参考指標として設定し、制度設計の実効性を的確に把握するこ

²⁴ 令和6年金融商品取引法改正において、スタートアップ企業等が発行する非上場有価証券の仲介業務への新規参入を促進し、その流通を活性化させるために、PTS 運営業務について、流動性の低い非上場有価証券のみを取り扱い、かつ、取引規模が限定的である場合には認可を要さない（第一種金融商品取引業の登録により行える）こととした制度をいう。

²⁵ 令和6年金融商品取引法改正により措置された「非上場有価証券特例仲介等業務」をいう。同制度は、スタートアップ企業等が発行する非上場有価証券の仲介業務への新規参入を促進し、その流通を活性化させるため、特定投資家等を対象とした非上場有価証券の仲介等の業務のみを行う第一種金融商品取引業者について、自己資本規制比率に関する規制、兼業規制及び金融商品取引責任準備金の積立に関する規制の適用を除外することとしている。

とに努めることとする。

② 「J-Ships の利用状況」について

特定投資家制度を利用した資金調達も重要であるため、その利用状況を表す「J-Ships の利用状況」を参考指標とすることとした。

③ その他

上記に加え、「非上場株式を組み込んだ SPV スキーム・投資信託等ビークルを通じた資金調達額」も成長資金の供給において重要であるため、市場仲介者を通じて資金供給されたこれらの金額についても参考指標とすることとした。また、「未公開株に関する苦情相談件数」については非上場株式の勧誘や取引の実態を把握するのに有用であると考えられることから、当該指標についても参考指標とすることとした。

2. 大規模投資家等

本懇談会では、市場関係者からのプレゼンテーションや海外調査の結果等を基に多様な投資主体からニーズに応じて適切に資金が供給されることの重要性を確認したところであるが、その中でもスタートアップ企業等による資金調達においては、企業価値向上の期待や株主管理負担の抑制の観点から、大規模投資家等による資金供給についてスタートアップ企業等からのニーズが特に高いことが確認された。

(1) 現状認識について

スタートアップ企業等の資金調達（プライマリー）について、米国では VC に加え、グロースキャピタルや PE ファンド、クロスオーバー投資家などの適格機関投資家（QIB）を中心として、複数の投資ステージにわたって資金を途切れさせない仕組みが整備されており、ユニコーン企業が生まれやすい環境を形成している。

日本では現在、国内の VC に加え、事業シナジーを目的とした事業会社・CVC が中心的な役割を果たしているが、これらによる投資の増加のほか、VC の資金属性の多様化などにより様々な投資者からスタートアップ企業等への投資が行われる環境づくりと継続的な発展が必要である。また、リスクを取って成長企業へ多額の資金を投じる投資者（グロースキャピタル等）の層が薄く、大規模な資金が必要となるミドル・レイター期に資金を安定的に供給できる投資者が限られていることが指摘されている。米国のようにユニコーン企業が生まれやすいような環

境を醸成していく上で、日本においても海外投資家を含む大規模投資家等からの投資が複数の投資ステージにわたって資金供給されるような仕組みづくりとスタートアップ企業等に供給される資金の増加が重要である。

セカンダリー取引は、成長したスタートアップ企業等の株式の売買が前提となることから一定規模の取引金額となることが想定される。この点、米国では VC 等のセカンダリー取引のニーズに応える投資者層（グロースキャピタルやセカンダリーファンド等）が存在するものの、日本ではこのような投資者層は発達段階にあり、セカンダリー取引においても、VC・事業会社・CVC 等の投資者層の参入を更に促進する必要があるとともに、海外投資家等の大規模投資家等の誘致・出現が強く求められている²⁶。

(2) 課題及び今後期待される取組み等について

スタートアップ企業等においては、海外投資家も含めた大規模投資家等からの資金供給のニーズが高いことが確認されたところであるが、投資の規模が大きくなればその分、投資を受け入れるスタートアップ企業等において、相応の事業基盤が確立され、相応の企業規模が見込まれることが求められ、また期待されるガバナンスの向上や継続的な情報提供等の対応が必要となってくる。

また、国内の事業会社・CVC のスタートアップ企業等に対する出資・連携を促進する観点で、その事業戦略に即した多様な投資手法によるスタートアップ企業等との連携（オープンイノベーション）を発展させることが必要である。

さらに、特に海外投資家の誘致にあたっては、諸外国と異なる税制を含めた制度的な障害の除去・緩和や、制度や市場に関する情報発信をしていくことも必要である。

新たな大規模投資家等の市場参加を促すにあたっては、規制改革のみならず、投資の魅力のあるスタートアップ企業等を増やしたうえで、そうした企業への投資を検討するインセンティブを高めるような推進施策が重要であると考えられるところ、関係各所において以下のような推進施策をはじめとする検討が進められることが期待される。

—— VC において推奨・期待される事項（VCRHs）²⁷の普及等を通じて、広く内外

²⁶ 本懇談会の委員より「時価総額が大きな会社になると、従業員のストックオプションの含み益の合計が 100 億円以上となる場合もあり、買い手となり得る国内投資家は非常に限定的で、海外投資家の参入が必要である。」との発言があった。

²⁷ ベンチャーキャピタルに関する有識者会議「『ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（VCRHs）』の策定について」(<https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/vc/vcrhs.html>) 参照。

機関投資家から資金調達を目指す VC について、長期運用に資するアセットクラスとしての魅力を高めていくこと

- アセットオーナー・プリンシプルの普及を通じて、アセットオーナーが受益者等の利益に資する観点から、投資先企業や委託先金融機関を厳しい目で見極め、運用力の向上につなげていく中で、運用対象資産の多様化が図られること
- 機関投資家から国内の VC に対する資金流入を促すための官民ファンドの活用の推進
- 新規出資又は 50%超の発行済株式取得の取引のみに限られているオープンイノベーション促進税制の対象について、オープンイノベーション手法の多様な在り方の観点から、通常のセカンダリー取引（50%以下の発行済株式取得）・合併等にまで拡充すること
- 大規模な資金の供給主体となり得る海外投資家による出資の増加のため、外国組合員特例税制（PE 課税特例）の要件や手続等について、諸外国との比較や実務慣行の蓄積等を踏まえて、必要な見直しを行うこと²⁸
- 証券会社等の市場関係者が従前より行っているアドバイザー・サービスの提供やマッチングイベント等への更なる取組み

3. SPV スキーム・投資信託・エンジェル投資家

(1) 現状認識について

SPV スキームは投資者個人がスタートアップ企業等への直接の投資者にならず、かつ、株式のような譲渡制限を受けない形で複数の投資者によるシンジケート・共同出資を可能とするスキームである。米国や欧州のスタートアップ企業等への投資において、シード・アーリー期におけるクラウドファンディングや米国 Angellist²⁹での活用（個人投資家による小口資金をプールするための利用）から、レイター期等における後続ラウンドでの VC 等の大きな額の投資に用いられるケ

²⁸ 本懇談会の委員より「海外投資家に対する施策としては、海外投資家にとっての投資の利便性をさらに高める、国際金融都市に係る施策や関係者の連携の更なる強化や海外投資家向けの情報提供・情報発信が考えられる」との発言があった。

²⁹ 米国のプライマリーで活用されるエンジェル投資家とスタートアップ企業等のマッチングサービス。エンジェル投資家が投資先を見つけるだけでなく、発行体としてもこれまでの投資歴等をもとにエンジェル投資家へ出資を打診できるサービスを提供している。また、投資者サイドにおいては複数の投資者がシンジケートし、LLC 等の SPV（Special Purpose Vehicle）を通じ共同出資できる仕組みも提供している。

ースなど多様な場面で活用されている。

投資信託について、米国では上場までの平均期間が長期化し、上場前に大きく成長する企業が増える中、ミューチュアルファンドが企業の上場前の成長収益を得る目的等で非上場株式にも投資しており、クロスオーバー投資が増加している。また、欧州では、EU の ELTIF³⁰や英国の LTAF³¹等、非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みが整備されており、スタートアップ企業等への資金供給の一端を担っている。

エンジェル投資家について、米国や欧州では、業界の専門家として協業先のマッチングや戦略上のアドバイスなど経営の支援の提供等も行うことがあるエンジェル投資家が、リスクの高いシード期において存在感を示しており、特に英国では、Enterprise Investment Scheme (EIS) / Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) 等の税制優遇措置により、エンジェル投資を促進している。

日本においては、SPV スキームは金融商品取引法第 2 条第 2 項第 5 号又は第 6 号に掲げる権利の利用が想定され、その組成・販売は、主に「第二種金融商品取引業及び投資運用業の登録」又は「適格機関投資家等特例業務の届出」のもと可能となっており、特に、投資型クラウドファンディングでの利用については「株主一元化スキーム」として、実態に即した人的構成・業務運営体制での投資運用業の登録を可能とする措置や、株式投資型クラウドファンディングに係る規制と平仄を合わせる自主規制上の措置³²などが手当されている。

投資信託については、公募の投資信託への非上場株式の組入れ実績が極めて乏しい状況にあったことから、投資信託協会において、流動性リスク管理や基準価額算定に係る非上場株式の評価のあり方について規則の整備がなされ、投資信託を通じて、非上場株式と上場株式の両方に投資するクロスオーバー投資が実現され、さまざまな成長ステージの企業に円滑な資金供給がなされることが期待されているところである。

エンジェル投資家については、2023 年 4 月に株式譲渡益を元手とする再投資や起業に対する非課税措置（プレシード・シード特例、日本版 QSBS）が創設されるなどの措置が講じられている。

³⁰ 実体経済における長期投資を増やすため、プライベートエクイティやインフラストラクチャー等の非流動性資産に投資するファンド（European Long Term Investment Funds：欧州長期投資ファンド）の販売を富裕層等の個人投資家に対しても可能とする枠組み。

³¹ 個人投資家の資金を成長資金供給に呼び込むため、プライベートエクイティやインフラストラクチャー等の非流動性資産に投資するファンド（Long-Term Asset Fund：長期資産ファンド）の販売を個人投資家に対しても可能とする枠組み。

³² 第二種金融商品取引業協会「『電子申込型電子募集業務等及び電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則』等の改正について」（2025 年 3 月 19 日公表）（<https://www.t2fifa.or.jp/wp-content/uploads/2025/03/info20250319-2.pdf>）参照。

(2) 課題及び今後期待される取組み等について

個人を対象にした SPV スキームの枠組みが整備されたばかりであるところ、今後 SPV スキームの販売を広げていくためには、保有持分の換金やスキームについて、契約書のモデル等の作成といった対応が考えられる³³。

投資信託を通じた非上場株式投資においては、公募投資信託への原則 15% までの非上場株式の組入れについて整備がなされたところではあるが、一時的な組入比率上限の超過を避けるべく抑制的な運用となっている等の実務上の課題が指摘されている。また、日本においては、EU の ELTIF や英国の LTAF 等、非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みが存在しない。

エンジェル投資家による投資額については、足元の実績が 185 億円³⁴（2024 年度）であり、数兆円と言われる米国に対して規模が極めて小さい状況にある。

SPV スキーム、投資信託やエンジェル投資家によるスタートアップ企業等への投資の拡大に向け、上記課題を踏まえ、関係各所において、更なる課題の整理³⁵や課題解決に向けた議論が進められることが期待される。

また、SPV スキーム、投資信託やエンジェル投資家による投資の拡大策として以下のような検討が進められることが期待される。

—— SPV スキーム持分のセカンダリー取引環境整備のためのモデル契約の整備等の検討

—— 非流動性資産を組み込んだ投資信託の規制緩和や新たな組成・販売の枠組

³³ SPV スキームなどにおけるファンド組成については、投資事業有限責任組合（LPS）は法令により国内企業に 50% 超を投資することが求められており、非上場株式のセカンダリー市場がほとんどない日本では組入比率に関して柔軟な対応が難しく、当該要件を満たすことができない可能性を排除できない場合には LPS に比べて税制上不利なことが多い匿名組合形式で組成するといった保守的な対応が行われており、結果として、投資者にとって魅力的な SPV スキームが組成しづらいといった指摘もあった。

ただし、2021 年の産業競争力強化法等の改正により、経済産業大臣の認定を受けたファンドによる投資については、国内事業者の支配力・影響力にかかわらず 50% の海外投資比率規制の適用を除外することとなっている。また、2024 年の投資事業有限責任組合契約に関する法律等の改正により、国内事業者が実質的に支配する又は経営に重要な影響を及ぼす外国法人についても 50% の海外投資比率の適用を除外されている。

³⁴ 2024 年度のエンジェル税制の適用を受けた投資額。日本におけるエンジェル投資家の実績全てではないことに留意する。経済産業省「スタートアップ税制の効果検証について」（2025 年 6 月 18 日公表）（https://www.mof.go.jp/tax_policy/councils/zeicho/250618_5-1.pdf）37 頁参照。

³⁵ SPV スキームや投資信託については、上記(2)に記載した課題の他、本懇談会の委員より「SPV スキーム及び投資信託といったビークルを通じた投資であっても最終投資者に個人投資家が含まれる場合には、販売や勧誘のあり方について十分な配慮をすべき」との発言があった。

みの検討

—— スタートアップ企業等への投資を税制面から促進する以下のような取り組みの検討

- ✓ 「投資信託を通じたスタートアップ企業等への投資」をエンジェル税制の対象に含めるなどの個人投資家によるビークルを通じたスタートアップ企業等への投資を支援する措置
- ✓ スタートアップ企業等の環境変化等に合わせたエンジェル税制の拡充・見直し措置³⁶
- ✓ 証券会社の役割拡大に伴う認定金融商品取引業者制度の創設³⁷

4. リスク許容度・投資判断能力のある投資者

(1) J-Ships の利活用の拡大

① 特定証券情報³⁸・発行者情報³⁹の見直し

J-Ships を利用する際に発行体が作成する特定証券情報や発行者情報について、例えば上場直前期のように上場準備が一定程度進んでいる企業でないと対応が難しい内容又は運用となっているのではないかとの指摘がある。

また、現行の特定証券情報及び発行者情報における株式総数や新株予約権等の状況の記載について、最近事業年度の計算書類及び事業報告を添付する方法により記載に代えることができる措置⁴⁰が講じられているものの、定款や履歴

³⁶ なお、エンジェル税制の拡充について、以下5点は特に重要との意見が寄せられている。
・設立年数要件の緩和 ・新株予約権取得時点での適用 ・課税繰延となっている措置の非課税への転換 ・セカンダリー投資の対象への追加 ・資産管理会社を通じた法人の投資の追加

³⁷ 経済産業大臣の認定を以て投資型クラウドファンディング事業者に適用される「認定少額電子募集取扱業者」の枠組み（発行体による都道府県への確認申請手続が省略可能となるほか、エンジェル税制の対象となるスタートアップ企業等の要件が一部免除となる措置）を、J-Ships や株主コミュニティ等の金融商品取引業者経由のスタートアップ投資についても「認定金融商品取引業者」として適用する制度の創設。

³⁸ 金融商品取引法第27条の31第1項に規定する特定証券情報をいう。特定投資家私募又は特定投資家向け売付け勧誘等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明らかにすべき基本的な情報であり、資金調達及び投資判断に必要な情報である第一部「証券情報」と、会社法上作成を要する情報を基本とした第二部「企業情報」を主な内容としている。

³⁹ 金融商品取引法第27条の32第1項に規定する発行者情報をいう。特定投資家向け有価証券の発行者又は特定証券情報を提供若しくは公表を行った発行者に関する情報であり、特定投資家向け有価証券又は特定証券情報に係る有価証券の所有者に対して、事業年度ごとに当該情報の提供又は公表を行わなければならない。特定証券情報の第二部「企業情報」を内容としている。

⁴⁰ この他、特定証券情報については、既に発行者情報を公表している発行者は、当該特定証券情報における発行者に関する情報について、既に公表している直近の発行者情報等を参照すべき旨を

事項全部証明書等の別書類の添付による省略を認めることによって負担軽減が期待されたとの指摘も寄せられている。

これらの指摘を踏まえ、日証協において、現状の規制や運用が過度なものになっていないか精査したうえで、投資者保護を考慮しつつ必要に応じ見直しについて検討を行うこととする。

② 特定投資家向け有価証券に係る取引制約の緩和

J-Ships を利用して資金調達等を行った銘柄は、「特定投資家向け有価証券」に該当することとなり、法令上、他の私募・私売出し（適格機関投資家・少数）を利用することができないこととされている⁴¹。当該制約については、J-Ships を利用したスタートアップ企業等の資金調達や既存株主のセカンダリー取引に支障をきたす可能性が高いとの指摘がある。また、発行会社の役職員、既存株主及び既存株主の親族等への譲渡については、有価証券届出書の提出が必要となる取引の対象外とすることで、既存株主のセカンダリー取引の促進が期待されたとの指摘もある。

これらの指摘への対応については、J-Ships や特定投資家私募・私売出しに限らず、他の開示規制との平仄の観点も踏まえる必要があることや具体的に想定するケースなど検討にあたって整理すべき事項があることから、引き続き金融庁及び日証協において協議することとする。

③ 50 名以上のセカンダリー取引における特定証券情報の簡素化等

J-Ships 銘柄について 50 名以上の者を対象にセカンダリー取引の勧誘等を行う場合には特定証券情報の作成が必要とされている。当該特定証券情報の作成義務について、資金調達的手段ではないセカンダリー取引において特定証券情報の作成がスタートアップ企業等にとって大きな負担となっており、セカンダリー取引に支障をきたしている可能性があるとの指摘がある。

この指摘への対応については、J-Ships や特定投資家私募・私売出しに限らず、他の開示規制との平仄の観点も踏まえる必要があることや具体的に想定するケースなど検討にあたって整理すべき事項があることから、引き続き金融庁及び日証協にて協議することとする。

表示することにより、当該発行者に関する情報について提供又は公表したものとみなす措置が講じられている（金融商品取引法第 27 条の 31 第 3 項）。

⁴¹ 金融商品取引法施行令第 1 条の 4 第 1 号、第 1 条の 7 第 2 号イ(2)、第 1 条の 7 の 4 第 1 号ロ、第 1 条の 8 の 4 第 3 号イ(2)など。

なお、特定投資家制度は、行為規制が一部適用除外となる行為規制上の観点と特定投資家私募・私売出し等の対象投資者となり得る開示規制上の観点の双方の観点を有する制度である。特定投資家となった場合、行為規制が一部適用除外となることから、一般投資家の特定投資家への移行に慎重な姿勢となることも考えられるところ、特定投資家制度が行為規制と開示規制の双方の観点を有することについては検討が必要ではないかとの指摘があった⁴²。

(2) 特定投資家による投資の活性化

① 特定投資家に移行するための要件の弾力化

一般投資家から特定投資家への移行要件について、海外の制度等を踏まえ要件を緩和することで取引の活性化が期待できるとの指摘がある。一方、海外諸国と日本では、法制度や投資傾向等が異なるため単純比較はできないことに注意すべきとの指摘や、抽象的な緩和策は意味がなく、特定投資家に移行できず不都合が生じている具体的なニーズを把握し、実態に応じた検討を行うことが重要との指摘がある。

特定投資家の移行要件に関しては、本年3月の金融庁の「金融商品取引業等に関するQ&A」の改訂により、「特定の知識経験」の内容について明確化が図られ、実質的に特定投資家に移行可能な投資者の範囲が大幅に拡大されたところ、J-Shipsを含め、特定投資家制度が活用されるよう周知が図られるべきである。さらに特定投資家の移行要件を緩和することについては、今後、金融庁において検討を行い、令和7年度中に結論を得る。

② 特定投資家への移行手続

現行の特定投資家制度では、一般投資家から特定投資家に移行した者については、当該投資者の知識や財産の変化に対応するため、「特定投資家として取り扱われる期間（約1年）」が存在しており、当該投資者が特定投資家であり続けるためには、当該期間の末日（期限日）を迎える前に、都度の「更新申出」が必要となっている⁴³。

⁴² J-Shipsが参照した米国1933年証券法規則506(b)及び(c)の対象投資者である自衛力認定投資家(Accredited Investors)は、FINRA自主規制規則2111(適合性ルール)が適用されない機関投資家(Institutional Investors)とは別の概念である。

⁴³ 本制度については、2021年の金融審議会市場ワーキング・グループにおいて、当該手続における要件確認に関する見直しが議論されたところ、負担軽減の観点から一定の自己申告を許容することが適当と提言されたことを受け、金融庁のパブリックコメント(<https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20220630/01.pdf>)により実務上の取扱いの明確化がされている。

本制度については、投資者から明示的に「一般投資家に戻る」という申出を受けるまでは継続的に特定投資家として取り扱うことを可能とするオプトアウトの仕組みを導入し、特定投資家及び事業者の負担を軽減することを検討できないかとの指摘がある一方、特に高齢者において、リスク評価能力が1年間で変化することは十分あり得るため、定期的な確認が必要との指摘もあり、慎重な検討が必要である。

(3) 準特定投資家による投資

スタートアップ企業等への成長資金の供給を拡大していくためには、大規模投資家等の投資を増やしていくとともに、投資者保護に留意しつつ投資者の裾野を拡大していくための方策も求められている。

この点、一般投資家であっても、特定投資家の移行要件を満たす投資者（準特定投資家）は、一定のリスク分析能力やリスク許容度を有していると考えられるところ、このような投資者のうちスタートアップ企業等への投資に対し適格性を有する投資者が少人数私募・私売出し⁴⁴や少額免除⁴⁵などを利用して投資を行うことにより、スタートアップ企業等の柔軟な資金調達ニーズに合致する投資者の裾野拡大を図ることが可能となる。

一方で、非上場企業であるスタートアップ企業等への投資については、一般的に、上場株式に比べ価格変動リスクや流動性リスクが高いことに加え、不公正取引規制や情報開示が十分ではないという性質を有していることから、日証協において、適合性の原則を踏まえつつ投資者保護の観点から規制を整備し、当該規制に基づき勧誘や取引が行われる必要があると考えられる。具体的には、日証協における現行の非上場株式に係るルールを参考に、取引を行う協会員に対して日証協規則に定める事項を盛り込んだ社内規則の制定を義務付けること、日証協から指定を受けた協会員にのみ取引を認めること、協会員が取り扱う銘柄の審査を行うこと、勧誘対象の投資者の範囲を定めること、投資者に対して一定の情報提供を行うこと等の措置が必要と考えられる。

以上を踏まえ、準特定投資家を対象とする非上場株式の勧誘・取引制度に係るルール整備について、今後、日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令和7年度中に結論を得る。

⁴⁴ 50名未満の者を勧誘の相手方とし、当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ない場合に該当する取得勧誘・売付け勧誘等として開示規制が免除されている。

⁴⁵ 発行価額の総額が1億円未満の有価証券の募集として原則有価証券届出書の届出を要しないこととされている。

5. セカンダリー取引

(1) 現状認識について

米国では、IPO までの期間長期化等に伴い VC や創業者、役員・従業員株主の株式等の流動化ニーズが高まる中、非上場株式をオンラインで売買できるプラットフォームやセカンダリーファンドが多数存在しているため、VC や創業者、従業員等、多様な投資者によるセカンダリー取引が行われている状況にある。

一方、我が国においては、非上場株式のセカンダリー取引をする場が乏しく、そのためプライマリーでの投資者の Exit の機会が限定的であり、結果的にスタートアップ企業等への資金供給のハードルを上げる要因となっているほか、Exit により得た資金を新たなスタートアップ企業等へ再投資するといった好循環が生じにくい状況にあると言われている。これまで、株主コミュニティ制度の創設や日証協「私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則」（以下「非上場 PTS 規則」という。）の制定、さらには、金融商品取引法の改正による「登録 PTS」や「非上場仲介業」の創設等、非上場株式のセカンダリー取引に係る制度の整備が進められてきた。当該制度が活用されるためには、不公正取引の抑止も含め投資者保護に配慮しながら、こうした制度をより使いやすくすることが重要であり、スタートアップエコシステムを支える活発なセカンダリー取引の場を実現するうえで、特に、非上場株式のセカンダリー取引の場として「登録 PTS」の利活用が期待されている。

(2) 課題及び対応策について

① 取次型登録 PTS⁴⁶における情報の公表・提供

非上場 PTS 規則においては、顧客の広がりや取引の頻度を勘案し、取次型登録 PTS と自社顧客型登録 PTS で異なる規制を課しており、現状、取次型登録 PTS は、認可 PTS と同等の事項について情報提供が求められている。具体的には、発行体から取次型登録 PTS の運営事業者に対する適時の情報提供が必要となる場合として、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生が含まれており、かつ、これらの情報については公表することが求められている⁴⁷。また、同規則において、取次型登録 PTS の運営事業者は価格情報を公表す

⁴⁶ 登録 PTS のうち、PTS 運営事業者の顧客以外の顧客も対象にした PTS 業務を指す非上場 PTS 規則上の概念。なお、同規則には、PTS 運営事業者の顧客のみを対象とする自社顧客型登録 PTS という概念も存在する。

⁴⁷ 非上場 PTS 規則第 8 条の 2 第 1 項、第 3 項。

ることが求められている⁴⁸⁴⁹。

これらの規制について、スタートアップ企業等としては価格情報の公表を望まない⁵⁰ことから、取次型登録 PTS の利用の障害となるおそれがあるとの指摘がある。

そこで、取次型登録 PTS のうち、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などについては、顧客への十分な周知を前提に一部の適用を緩和し、自社顧客型登録 PTS に求められる規制に近づけることが考えられる。

以上を踏まえ、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などの取次型登録 PTS における適時の情報提供及び価格情報の提供の見直しについて、今後、投資者保護を考慮しつつ日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令和 7 年度中に結論を得る。

② 自社顧客型登録 PTS を利用した株主コミュニティにおける価格情報の公表に関する要望

スタートアップ企業等の株式のセカンダリー取引として、株主コミュニティ銘柄を自社顧客型登録 PTS において取引する手法が考えられる。

自社顧客型登録 PTS については、非上場 PTS 規則において、価格情報について取引を行わない投資者への公表までは要さず、顧客の要請に基づき提供することとされている。一方、株主コミュニティ銘柄では、日証協「株主コミュニティに関する規則」において、価格情報を含む取引情報について、週次で日証協に報告を行い、日証協がその内容について日証協 Web サイトにおいて公表することとされている⁵¹。

上述のとおり、スタートアップ企業等にあってはセカンダリー取引の価格情報の公表を望まないにもかかわらず、当該価格情報が公表される場合には、スタートアップ企業等の株式のセカンダリー取引として、株主コミュニティ銘柄を取引することは難しいとの指摘がある。

⁴⁸ 非上場 PTS 規則第 9 条の 2 第 1 項。

⁴⁹ なお、自社顧客型登録 PTS については、適時の情報提供を要するのは（投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生があった場合から）継続企業の前提に重大な疑義が生じた場合へと限定されており、また、価格情報も含め取引を行わない投資者への公表までは要しない。非上場 PTS 規則第 8 条の 2 第 2 項、第 9 条の 2 第 3 項。

⁵⁰ 本懇談会において「現状の日本における非上場株式は流動性が著しく低いことを背景にセカンダリー取引の取引価格は 20%から 50%程度のディスカウントが掛かっていると言われており、そうした現状において、セカンダリーの取引価格の開示を求められると、次の資金調達の価格にも影響をきたし、スタートアップ企業等にとって資金調達がしづらくなることにつながりかねない。」との発言があった。

⁵¹ 「株主コミュニティに関する規則」第 29 条。

以上を踏まえ、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などの株主コミュニティ銘柄の価格情報を含む取引情報の公表の見直しについて、今後、投資者保護を考慮しつつ日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令和7年度中に結論を得る。

6. 原則勧誘禁止の見直し

日本では、市場仲介者（証券会社等）による非上場株式の勧誘は、日証協の非上場株式の原則勧誘禁止の自主規制のもと、投資者保護を考慮して制度設計された個別の勧誘制度（J-Ships や株式投資型クラウドファンディングなど）に基づき行うこととされており、スタートアップ企業等への成長資金の供給についても、当該勧誘制度のもとで投資勧誘を行うこととされている。

この点について、規制改革実施計画（2024 年 6 月 21 日閣議決定）⁵²では、「金融庁は、日本証券業協会と連携し、非上場株式市場を活性化させる観点から、日本証券業協会が定める非上場株式の取扱いに係る自主規制について、発行企業の資金調達の効率化と情報開示を通じた投資者保護の強化に留意しつつ、証券会社による非上場株式の勧誘の在り方を検討し、結論を得る。」との提言がなされ、また、新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025 年改訂版（2025 年 6 月 13 日閣議決定）⁵³では、「日本証券業協会における、投資者保護に留意しつつ市場関係者のニーズ等を踏まえた、証券会社による非上場株式の勧誘が原則禁止されている自主規制の見直しについて検討を促す。」との提言がなされているところである。

非上場株式の原則勧誘禁止の規制については、スタートアップ企業等の資金調達額拡大のためには証券会社等の市場仲介者の関与が重要とされているところ、日証協の非上場株式の原則勧誘禁止の自主規制が、証券会社等の関与の支障となっている可能性があり見直すべきであると指摘されている⁵⁴。また、原則勧誘禁止を見直したとしても、非上場株式の勧誘・取引について、適切な社内管理態勢の整備や顧客への説明義務等が規則に規定されており、当該規則を遵守することで、適切なガバナンスのもとで勧誘・取引を行うことは可能であるとの指摘もある⁵⁵。さらに、

⁵² 内閣府「規制改革実施計画」（2024 年 6 月 21 日閣議決定）（https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kisei/publication/program/240621/01_program.pdf）参照。

⁵³ 内閣官房「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025 年改訂版」（2025 年 6 月 13 日閣議決定）（https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2025.pdf）参照。

⁵⁴ 一方で、本懇談会の委員より「非上場株式の特性に鑑み、一般投資家に対しては原則勧誘禁止は維持すべき。」との発言もあった。

⁵⁵ こうした指摘に加え、本懇談会の委員より「非上場株式の原則勧誘禁止の規制が制定された時点と比べて、金商法上の体制整備義務・行為規制などが拡充されており、また、顧客本位の業務運営に関する原則が策定され、実務に浸透しつつあるなどの制度面での進展があることから一律形

非上場株式の原則勧誘禁止の見直しは、勧誘可能な適切な態勢の整備された証券会社のリストの公表、証券会社の態勢整備義務などの投資者保護策とセットで検討すべきであるとの指摘もある。

海外の状況をみると、米国では、スタートアップ企業等の株式を含めた非上場株式について一律に勧誘を禁止している状況ではなく、非上場株式については基本的に「登録免除募集制度 (Exempt Offerings)」のもと、これらの制度に基づき勧誘が行われている。

以上を踏まえ、非上場株式の勧誘・取引については、投資者保護上必要な措置についても併せて検討を行うことを前提に、原則勧誘禁止から一定の取引制度（投資者保護を考慮して制度設計された取引制度）に基づき勧誘・取引を行う規制体系へ転換する方向で、今後、日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令和7年度中に結論を得る。

7. 制度周知等

日証協においては、複数の非上場株式の取引制度を設けているが、それらの取引制度が十分に周知されているとは言えない状況である⁵⁶。

特に、J-Ships は大規模な取引においても利用が期待される制度であるものの、その認知度の低さが課題となっている。

また、市場仲介者による FA 業務等を通じた大規模投資家等による資金供給の拡大のための周知活動にも注力していく必要がある。

以上を踏まえ、金融庁及び日証協において、本懇談会での議論を踏まえ今後新たに整備される制度も含め、発行体、投資者、市場仲介者といったそれぞれの市場関係者に積極的な周知活動を実施するとともに、効果的な周知活動・推進施策について検討を行うこととする⁵⁷。

式的な原則勧誘禁止の規制を見直すことが考えられる。」との発言があった。

⁵⁶ 本懇談会の委員より「株式投資型クラウドファンディングは少額からスタートアップ企業等への投資をする制度であり、制度を知ることによりスタートアップ投資への啓発・教育的効果も期待できる可能性もある中で、そもそも制度自体が知られていない。」との発言があった。

⁵⁷ 本報告書の内容についても、利用者や市場関係者に対し必要な情報が適切に届くよう、丁寧に説明を行い、非上場株式市場の活性化と投資者保護に向けて積極的なメッセージ発信を行うこととする。

IV. 終わりに

以上が、2025 年 1 月以降、本懇談会において全 7 回にわたり行ってきた検討の内容を取りまとめたものである。

スタートアップ企業等への資金供給を確保するためのプライマリー取引と投資者に流動性を供給するセカンダリー取引は、相互に密接に関連し市場の両輪として発展していくものであるが、活発で円滑な非上場株式の発行・流通市場は、一朝一夕に実現できるものではない。このため、本報告書において具体的な対応策を示した事項については積極的な取り組みが必要とされるとともに、課題として示した事項についても着実な進展が望まれるところである。

今後もスタートアップ企業等への資金供給を取り巻く幅広い課題に目を配りながら、市場関係者、関係機関、規制当局等が連携し、日本にスタートアップ企業等を生み育てるエコシステムを創出するための取り組みが継続されることを期待するとともに、本懇談会においては、設定した KGI の達成状況や講じた施策についての効果をフォローアップし、追加の対策の可否を継続的に検討していくこととする。

「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」について

2024 年 12 月 17 日
日 本 証 券 業 協 会
金 融 庁

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、我が国のスタートアップ等の企業について、非上場株式の発行市場及び流通市場を活性化することを通じて、円滑な資金調達の途を確保する必要がある旨提言されているところである。

今般、日本証券業協会及び金融庁は、かかる提言を踏まえ、市場関係者のニーズ等に基づく非上場株式の取引制度の課題等に関する検討を行うため、「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」（以下「本懇談会」という。）を開催することとする。

2. 検討事項

以下の事項に関し、海外の非上場株式の取引制度についての調査も実施しつつ、我が国の非上場株式を取り巻く環境を踏まえ、非上場株式の活性化に向けた検討を行う。

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

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、発行会社、投資家、仲介業者（証券会社等）及び有識者により構成する。
- （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。

4. 事務局

本懇談会の事務局は、日本証券業協会自主規制本部エクイティ市場部及び金融庁企画市場局市場課が担当し、会議の庶務は、日本証券業協会自主規制本部エクイティ市場部において行う。

以 上

「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」メンバー名簿

2025 年 9 月 5 日現在

座 長	神田 秀樹	東京大学 名誉教授
座長代理	加藤 貴仁	東京大学大学院 法学政治学研究科 教授
委 員	有吉 尚哉	西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 パートナー 弁護士
	今村 直喜	今村証券株式会社 代表取締役社長
	落合 孝文	渥美坂井法律事務所・外国法共同事業 弁護士 シニアパートナー
	木地 佳彦	大和証券株式会社 執行役員 グローバル・インベストメント・バンキング担当
	坂 勇一郎	東京合同法律事務所 弁護士 東京経済大学現代法学部 教授
	柴原 祐喜	株式会社 FUNDINNO 代表取締役 CEO
	スピリドン メンザス	HiJoJo Partners 株式会社 代表取締役共同社長執行役員
	関 雄太	株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー
	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会 世話人
	永見 世央	ラクスル株式会社 代表取締役社長グループ CEO
	藤野 英人	レオス・キャピタルワークス株式会社 代表取締役社長
	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
	宮田 昇始	Nstock 株式会社 代表取締役 CEO
	村上 朋久	野村証券株式会社 常務 インベストメント・バンキング・プロダクト担当
	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 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 理事
オブザーバー	一般社団法人スタートアップエコシステム協会	
	一般社団法人スタートアップ協会	
	一般社団法人投資信託協会	
	株式会社東京証券取引所	
	経済産業省	

スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会（各回の開催実績）

開催回	日付	議 案
第 1 回	2025/ 1 /30	1. 本懇談会の運営等について 2. 本懇談会における開催経緯等について（金融庁説明） 3. 非上場株式の取引活性化に向けて（日証協説明） 4. 米国・英国におけるスタートアップ投資・非上場株式市場（最近の動向） 関委員（野村資本市場研究所）からのプレゼンテーション 5. 意見交換
第 2 回	2025/ 3 /18	1. スタートアップ関係者からみた取引制度の課題・解決策（プレゼンテーション） 発行体：一般社団法人スタートアップ協会（砂川オブザーバー） 市場仲介者：株式会社 FUNDINNO（柴原委員） 投資家：インキュベイトファンド株式会社/一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会（村田委員） 投資家：レオス・キャピタルワークス株式会社（藤野委員） 2. 第 1 回会合後の意見照会結果の概要
第 3 回	2025/ 4 /18	1. 金融庁での直近の取組みについて 2. 地方証券会社連携コンソーシアムについて 3. 米国・欧州における非上場株式の取引制度に関する調査報告 野村総合研究所 鳩宿副本部長からのプレゼンテーション 関委員（野村資本市場研究所）からのプレゼンテーション
第 4 回	2025/ 5 /13	1. 前回会合における「米国・欧州における非上場株式の取引制度に関する調査報告」等に寄せられた質疑に関するフィードバック 2. 本懇談会の論点と対応の方向性①
第 5 回	2025/ 6 / 6	○ 本懇談会の論点と対応の方向性②
第 6 回	2025/ 6 /23	○ 本懇談会の論点と対応の方向性（案）-第 4 回及び第 5 回を踏まえた整理-
第 7 回	2025/ 7 /31	○ 報告書の取りまとめについて

海外の非上場株式の取引制度について（海外調査の結果概要）

日証協では、本懇談会における非上場株式の取引活性化の検討に資するため、米国・欧州における非上場株式の取引制度や実態に関する2件の調査研究の委託を行った。

1件目は、米国、欧州（英国・EU）の非上場株式のプライマリー市場及びセカンダリー市場に関する、法規制及び市場構造の概要について調査・分析するために、机上調査及び各国の市場関係者にWebでのヒアリングする方法により調査を実施した⁵⁸。

2件目は、米国における非上場株式の発行・流通を巡る直近の状況を把握するため、米国の証券会社（B/D）、プラットフォーム運営業者、規制当局等に直接ヒアリングする方法により調査を実施した⁵⁹。

以下は上記調査の結果の概要について取りまとめたものである。

1. 総論（日・米・欧の比較）

IP0市場はGDP規模を考慮すれば日米欧で大きくは変わらない水準であるのに対し、非上場株式市場においてはプライマリー・セカンダリーを問わず日本の市場規模が圧倒的に小さい。これは日本では各種課題が存在し、米国や欧州のように多様な投資主体が参画し、多様な取引手法・投資手段を活用して、各ステージのスタートアップ企業等に対して量・質共に十分な資金を提供しきれていないことが主要因と考えられる。そのため、米国や欧州の非上場株式市場を対象として日本の制度や実態との比較を行うことで、日本が抱える課題の解決の方向性に一定の示唆があるものと考えられる。

⁵⁸ 本調査は、株式会社野村総合研究所に委託する方法により実施した。調査結果については日本証券業協会「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」（<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/startup/index.html>）参照。

⁵⁹ 本調査は、本懇談会の関委員に委託する方法により実施し、調査に当たりHiJoJo Partners株式会社の協力を得た。調査結果については日本証券業協会「『スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会』（第3回）資料」（<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/startup/siryo3.html>）参照。

<参考：日・米・欧の非上場株式市場の比較>

非上場株式の市場規模比較

国・地域	日本 	米国 	欧州（英国・EU） 
非上場株式市場 （プライマリ市場）	GDP比 約0.1%	GDP比 約0.8%	GDP比 約0.5%
・ VC投資	2,360億円（2024年）	24.8兆円（2023年）	1.8兆円（2024年）
・ クラウドファンディング	24億円（2024年） ※株式投資型CFによる発行価額	496億円（2024年） ※Regulation CFによる発行額合計	385億円（2023年）
・ エンジェル投資	120億円（2023年） ※エンジェル税制活用実績	2.7兆円（2023年）	2,005億円（2023年） ※業界団体による推計値
非上場株式市場 （セカンダリ市場）	小規模 ※詳細推計値なし	数千億円 ※詳細推計値なし	数千億円 ※詳細推計値なし
IPOによるExitの割合	76%	10%	33%
・ IPO市場	9,725億円（2024年） ※募集・売上の合算値	3.6兆円（2023年）	2.6兆円（2024年） ※英国とその他欧州諸国の合算値

出所）日経ヒューマン「わが国のスタートアップを取り巻く状況と地域における取り組み」、ベンチャー・エンタープライズセンター「ベンチャー・キャピタル市場動向調査」、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」「全国上場会社エクイティファイナンス状況」、中小企業庁「エンジェル税制の実績・投資額・企業数」、経済産業省第4回「産業構造審議会新機軸部会（事務局資料、NIVCA Yearbook 2024, University of New Hampshire Center for Venture Research “Angel Market Analysis Report”、KINGSCROWD “2024 Investment Crowdfunding Trends, Stats, and Platform Rankings”、CCA “Regulated Investment Crowdfunding Trends Report 2024”、Invest Europe “Private Equity Activity 2023”、EBAN “Annual Statistics Compendium for 2023”（注）1 Fb=146円、1.23-G=146円として日本円に換算。2023年時点での各国・地域のGDPは、日本：4.2兆Fb、米国：27.7兆Fb、英国：3.4兆Fb、欧州：18.6兆Fb。
IPOによるExit割合については、VCが投資する企業のうち、IPOによるExitした企業の割合を示す

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. 

2. 米国、欧州におけるプライマリー市場について

ユニコーン企業を多数輩出しており、スタートアップ企業等への投資が盛んに行われている米国では、法令上・実務上大量のリスク性資金が供給される環境が整備されており、成長ステージによらずスタートアップ企業等は株式により資金調達を行うことが中心となっている。特に、資金調達を効率化する「登録免除募集制度（Exempt Offerings）」としては、Regulation A や Regulation D などの制度が存在し、発行体のコスト負担が低く、調達額の上限がない Regulation D（Rule 506）が一般的に利用されている。

プライマリー市場における主な取引の手法としては、直接（相対）取引、B/D 経由の取引、クラウドファンディングの3種がある。各国に共通して、シード・アーリー期などの初期段階においては直接取引の割合が大きいものの、成長ステージが進み取引金額の増加に伴い B/D の関与する割合が高まっている。一方で、プライマリー市場における市場仲介者の役割としては、発行体からの依頼に基づき、発行体の性質に照らして適切な勧誘対象を検討し、投資者の勧誘を実施するといった受動的なもので、市場仲介者から発行体への積極的な勧誘はあまり見られない⁶⁰。クラウドファンディングの利用は、株主管理の効率化等のため、SPV（Special Purpose Vehicle）⁶¹が活用されているなどの工夫が見られるほか、ファンマーケティングなど単なる資金調達を超えた付加的な意味合いが存在するが、その利用は

⁶⁰ 米国においては、B/D 以外のプライマリー市場の仲介者として、AngelList（脚注 29 参照）やファインダーと呼ばれる個人で活動する仲介者も存在している。

⁶¹ SPV については、クラウドファンディングにおける利用の他、レイター期における大規模な資金調達において補完的な役割を果たす観点からの利用も見られた。

アーリー期を境に減少に転じる。

米国・欧州におけるスタートアップ企業等への成長資金供給の主な担い手は、リスクの高いシード期では、リタイアした会社役員や、既に Exit を経験した起業家といったエンジェル投資家で、彼らは業界の専門家として、協業先のマッチングや戦略上のアドバイスなど経営の支援も提供することがある。一方、PMF（Product Market Fit）が達成され、調達額も大きくなるアーリー期以降においては、Growth Equity Investors と言われる VC だけでなく PE ファンドやヘッジファンド、投資信託マネージャー（クロスオーバー投信）が市場に参加し、中心的な役割を果たしている⁶²。また、欧州では富裕層の一族の資産運用を行うファミリーオフィスも成長ステージを問わず一定の存在感を示している。

3. 米国、欧州におけるセカンダリー市場について

米国を中心に、IPO までの期間の長期化や非上場段階での高額調達の常態化、IPO 市場が低調であることが影響し、株式の流動性確保や追加投資の手段としてセカンダリー市場が注目されている。

セカンダリー取引には VC 等のファンドが保有するスタートアップ企業等の株式を売却するいわゆる GP 主導型とスタートアップ企業等の創業者や従業員、投資者等が直接保有する株式を売却するダイレクト型が主に存在するが、シード・アーリー期では発行体の認知度が低く投資需要が不十分であるため、セカンダリー市場での取引ニーズはほとんど存在しない。発行体としても、創業初期における株式の外部流出を忌避する傾向がある。一方で、ミドル期以降、投資者が株式売却を本格的に検討し始めるため、セカンダリーのニーズが顕在化することになる。

主な取引手法としては、直接取引、B/D 経由、マーケットプレイス⁶³の3種類が存在し⁶⁴、後続ラウンドになるほど取引規模が大きくなったり取引が複雑になったりするため B/D が台頭することとなる⁶⁵。

なお、取引の実態として、譲渡制限や先買権への対応もあり、取引成立にかかる

⁶² 本懇談会において「従来 IPO に参加していたこれらの投資者層が、非上場段階の長期化等に伴い非上場株式市場に参加するようになった」との発言があった。

⁶³ 非上場株式のセカンダリー取引を取り扱うプラットフォームとしては、OTC Markets もあるものの、スタートアップ企業等の株式の流通市場という観点では存在感に乏しい。

⁶⁴ 欧州においては、米国に比べると株式報酬制度が発達しておらず、そのため、従業員が持分の売却を行うことが多いマーケットプレイスの利用は限定的である。

⁶⁵ 大規模・複雑な取引の仲介の他、単体では小規模な取引（役職員等の換金ニーズ）を取りまとめて大規模投資家との取引を成立させる対応なども行うことはあるが、積極的にセカンダリー取引に取り組んでいるのは主に非上場株式に特化した中規模の業者であり、大手 B/D も取り組んでいるものの、現時点であまり積極的な姿勢はみられない。

期間は 30～60 日を要することになるが、これは従業員が持分の売却を行うことが多いマーケットプレイスであっても同様である。

米国・欧州におけるセカンダリー取引の主な買い手は、発行体関係者とその他投資者の 2 種類が存在する。前者は、主に発行体の創業者・経営層であり、後者は VC をはじめとする機関投資家を指す。シード・アーリー期は投資上のリスクが大きい
ため、リスク資金の供給を担う VC がセカンダリーの買い手のほとんどを占める⁶⁶。
ミドル・レイター期では、資産運用会社やファミリーオフィス、ヘッジファンド、
セカンダリーファンド等、機関投資家が買い手として参加する。ミドル期以降の企
業はリスクが抑制される一方、一定のリターンが期待できるため、より幅広い投資
者が買い手として参画するようになる⁶⁷。

⁶⁶ リスクの高い投資を行うエンジェル投資家については、専らプライマリーでの投資を重視しており、セカンダリーの買い手として取引に参加するケースは限定的である。

⁶⁷ なお、米国の自衛力認定投資家 (Accredited Investors) は、米国全家計の 18.5% (約 2,400 万世帯) と推計されるが、実際に非上場株式のセカンダリー取引にアクティブに参加する投資者はごく一部にとどまっているとみられる。

日本証券業協会が所管する非上場株式取引制度の概要

	プロ向け			一般投資家を含む幅広い投資者向け				
	適格機関投資家 に対する投資勧誘	企業価値評価可能 な特定投資家に対 する投資勧誘	特定投資家 に対する投資勧誘 (J-Ships)	フェニックス銘柄	経営権の移転等を目 的とした投資勧誘 ⁶⁸	店頭取扱有価証券 の投資勧誘	株式投資型 CF	株主コミュニティ
開始時期	2005 年 4 月	2020 年 11 月	2022 年 7 月	2000 年 4 月	2019 年 7 月	2005 年 4 月	2015 年 5 月	2015 年 5 月
対象商品	店頭有価証券 ⁶⁹	店頭有価証券	店頭有価証券 投資信託等 ⁷⁰ 信託受益証券	取扱有価証券	店頭有価証券	店頭取扱有価証券 ⁷¹	株券 新株予約権証券	店頭有価証券
利用場面	プライマリー セカンダリー			セカンダリーのみ	プライマリー セカンダリー	プライマリー セカンダリー	プライマリーのみ	プライマリー セカンダリー
勧誘範囲	適格機関投資家	企業価値評価可能 な特定投資家	特定投資家	制限なし	経営権の移転等を目 的とした買付者等	制限なし	原則としてインター ネット上（対象者に 制限なし）	株主コミュニティの 参加者に対してのみ
投資者への 情報提供	—	発行者に関する 情報の提供	特定証券情報 及び発行者情報	会社内容説明書等 の提出及び縦覧	取引前調査の 結果の概要	有価証券報告書 又は 会社内容説明書等	発行者・募集に 関する情報等	会社法ベースの 企業情報等
譲渡制限 等の要件	適格機関投資家以外 の者への譲渡制限	少人数私募・私売 出し（49 人以下） の要件	特定投資家以外の 者への譲渡制限	—	—	—	—	—
その他	—	投資者が自ら企業 価値評価可能であ ることの表明・ 確約書を確認	外国有価証券も 対象	店頭取扱有価証券 のうち、上場廃止 銘柄で、日証協に 届出を行ったもの	—	発行会社への 外部監査必須	金額制限あり 発行者：5 億円未満 投資者：50 万円又は 顧客の資産に応じた 設定 （上限 200 万円）	—

⁶⁸ 経営権の移転や将来の事業承継などに関して勧誘を認める制度。顧客は発行者に関する取引前調査を行うことができ、発行者は当該調査への協力について事前の同意が必要。

⁶⁹ 「店頭有価証券」とは、国内で発行された非上場の株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券をいう。

⁷⁰ 「投資信託等」とは、取引所金融商品市場に上場されていない投資信託受益証券又は投資証券若しくは新投資口予約権証券をいう。店頭有価証券と異なり日証協規則で投資勧誘を原則禁止としていないが、特定投資家私募については店頭有価証券と同様に投資勧誘に係るルールを整備している。

⁷¹ 「店頭取扱有価証券」とは、店頭有価証券のうち、有価証券報告書の提出又は会社内容説明書（有価証券報告書の「企業情報」部分に準拠した書面に、一定の事業年度分の財務諸表を添付したもの）の作成をする会社が発行する有価証券をいう。

1. 今後の本WGにおける検討事項

資料 2

セカンダリー取引

a. 取次型登録PTSの価格情報の公表、適時の情報提供の見直し

- 参加者が特定投資家等に限定される場合の対応について、投資者保護を考慮しつつ今後日証協のWGで検討。

b. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し

- 参加者が特定投資家等に限定される場合の対応について、投資者保護を考慮しつつ今後日証協のWGで検討。

J-Shipsの利活用の拡大

特定証券情報の見直し

定款や履歴事項全部証明書等の別書類の添付による株式総数や新株予約権等の状況の記載の省略など、日証協において、現状の規制や運用が過度なものになっていないか精査し、必要に応じ検討。

準特定投資家による投資

特定投資家の移行要件を満たすが移行申出を行っていない投資者(準特定投資家)のうちスタートアップ企業等への投資に対し適格性を有する投資者による少人数私募・私売出しや少額免除などを利用した取引制度について、適合性原則や投資者保護に考慮しつつ、今後日証協のWGで検討。

原則勧誘禁止の見直し

原則勧誘禁止について、非上場株式の勧誘を行う証券会社のリストの公開等、投資者保護に留意しつつ、日証協の規則に定める取引制度に基づく勧誘へ転換する方向で今後日証協のWGで検討。

制度周知等

積極的な周知活動の実施、効果的な周知活動・推進施策について検討

KGI・参考指標の設定

非上場株式取引制度に加えて計上する「証券会社等の市場関係者におけるFA業務、マッチングイベント等に起因した資金調達額」につき、把握可能な数値・把握の方法について検討。

2. 今後のスケジュール

【時期】	【議案】
9月25日(木)	・スタートアップ懇談会での議論FB等 ・セカンダリー取引(対応の方向性①)
↓ 「今後の進め方」や「セカンダリー取引」について意見照会を実施	
10月下旬	・セカンダリー取引(対応の方向性②) ・J-Shipsの利活用の拡大(対応の方向性①)
↓ 意見照会を実施	
12月上旬	・セカンダリー取引(改正規則案) ・J-Shipsの利活用の拡大(改正案) ・原則勧誘禁止の見直し(対応の方向性①) ・準特定投資家による投資(対応の方向性①)
↓ 意見照会を実施	
1月下旬	・原則勧誘禁止の見直し(対応の方向性②) ・準特定投資家による投資(対応の方向性②)

↓ 意見照会を実施、以後、3月のパブコメ実施に向け検討を継続

1月のエクイティ分科会及び自主規制会議
でパブリックコメントの実施について審議



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料 3

非上場株式等の取引及び 私募制度等に関するWG(第36回資料)

「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」で
挙げられた検討事項(セカンダリー取引)

2025年9月25日
日本証券業協会



セカンダリー取引

a. 取次型登録PTSの価格情報の公表、適時の情報提供の見直し

- 参加者が特定投資家等に限定される場合の対応について、投資者保護を考慮しつつ今後日証協のWGで検討。

b. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し

- 参加者が特定投資家等に限定される場合の対応について、投資者保護を考慮しつつ今後日証協のWGで検討。

J-Shipsの利活用の拡大

特定証券情報の見直し

定款や履歴事項全部証明書等の別書類の添付による株式総数や新株予約権等の状況の記載の省略など、日証協において、現状の規制や運用が過度なものになっていないか精査し、必要に応じ検討。

準特定投資家による投資

特定投資家の移行要件を満たすが移行申出を行っていない投資者(準特定投資家)のうちスタートアップ企業等への投資に対し適格性を有する投資者による少人数私募・私売出しや少額免除などを利用した取引制度について、適合性原則や投資者保護に考慮しつつ、今後日証協のWGで検討。

原則勧誘禁止の見直し

原則勧誘禁止について、非上場株式の勧誘を行う証券会社のリストの公開等、投資者保護に留意しつつ、日証協の規則に定める取引制度に基づく勧誘へ転換する方向で今後日証協のWGで検討。

制度周知等

積極的な周知活動の実施、効果的な周知活動・推進施策について検討

KGI・参考指標の設定

非上場株式取引制度に加えて計上する「証券会社等の市場関係者におけるFA業務、マッチングイベント等に起因した資金調達額」につき、把握可能な数値・把握の方法について検討。

1. 取次型登録PTSにおける情報の公表・提供の見直し

1. 取次型登録PTSにおける情報の公表・提供の見直し

(1) スタートアップ懇談会報告書での記載

とう
10/4は
し
証券投資の日



【スタートアップ懇談会報告書での記載(19頁～)】

① 取次型登録PTS⁴⁶における情報の公表・提供

非上場PTS規則においては、顧客の広がりや取引の頻度を勘案し、取次型登録PTSと自社顧客型登録PTSで異なる規制を課しており、現状、取次型登録PTSは、認可PTSと同等の事項について情報提供が求められている。具体的には、発行体から取次型登録PTSの運営事業者に対する適時の情報提供が必要となる場合として、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生が含まれており、かつ、これらの情報については公表することが求められている⁴⁷。また、同規則において、取次型登録PTSの運営事業者は価格情報を公表することが求められている^{48,49}。

これらの規制について、スタートアップ企業等としては価格情報の公表を望まない⁵⁰ことから、取次型登録PTSの利用の障害となるおそれがあるとの指摘がある。

そこで、取次型登録PTSのうち、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などについては、顧客への十分な周知を前提に一部の適用を緩和し、自社顧客型登録PTSに求められる規制に近づけることが考えられる。

以上を踏まえ、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などの取次型登録PTSにおける適時の情報提供及び価格情報の提供の見直しについて、今後、投資者保護を考慮しつつ日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令和7年度中に結論を得る。

⁴⁶ 登録 PTS のうち、PTS 運営事業者の顧客以外の顧客も対象にした PTS 業務を指す非上場 PTS 規則 上の概念。なお、同規則には、PTS 運営事業者の顧客のみを対象とする自社顧客型登録 PTS という 概念も存在する。

⁴⁷ 非上場 PTS 規則第8条の2第1項、第3項。

⁴⁸ 非上場 PTS 規則第9条の2第1項。

⁴⁹ なお、自社顧客型登録 PTS については、適時の情報提供を要するのは(投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生があった場合から)継続企業の前提に重大な疑義が生じた場合へと限定されており、また、価格情報も含め取引を行わない投資者への公表までは要しない。非上場 PTS 規則第8条の2第2項、第9条の2第3項。

⁵⁰ 本懇談会において「現状の日本における非上場株式は流動性が著しく低いことを背景にセカンダリー取引の取引価格は 20%から 50%程度のディスカウントが掛かっていると言われており、そうした現状において、セカンダリーの取引価格の開示を求められると、次の資金調達達の価格にも影響をきたし、スタートアップ企業等にとって資金調達がしづらくなることにつながりかねない。」との発言があった。

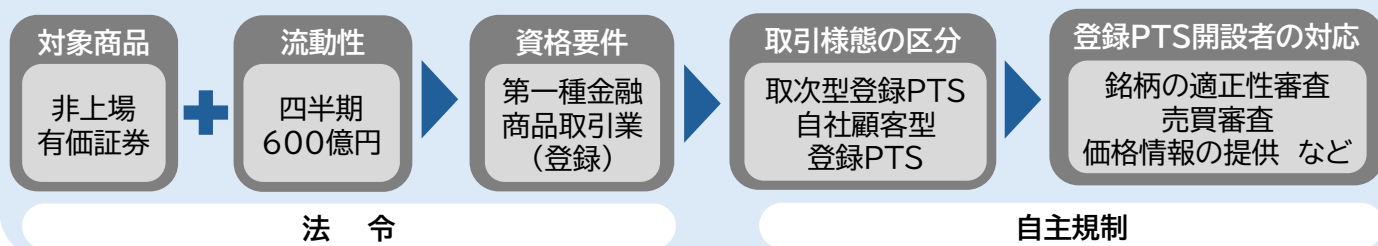
1. 取次型登録PTSにおける情報の公表・提供の見直し

(2) 登録PTS制度の概要等①

登録PTSの制度の目的・概要

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

【制度の概要】



既存の勧誘規制

J-Ships規則

株コミュ規則

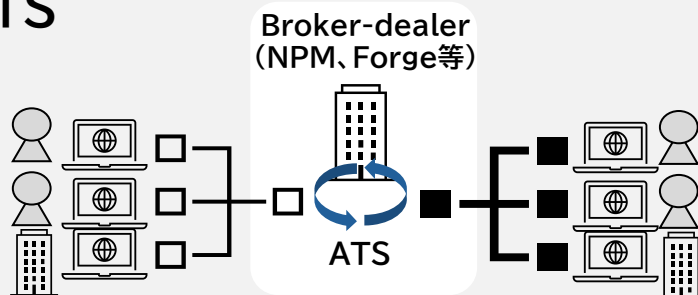
店頭規則

登録PTSに必要な規制

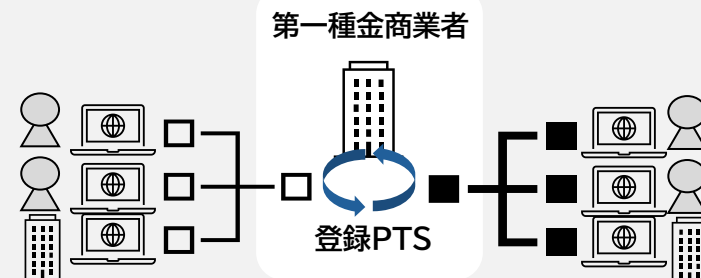
非上場PTS規則

利用のイメージ図

米国ATS



登録PTS

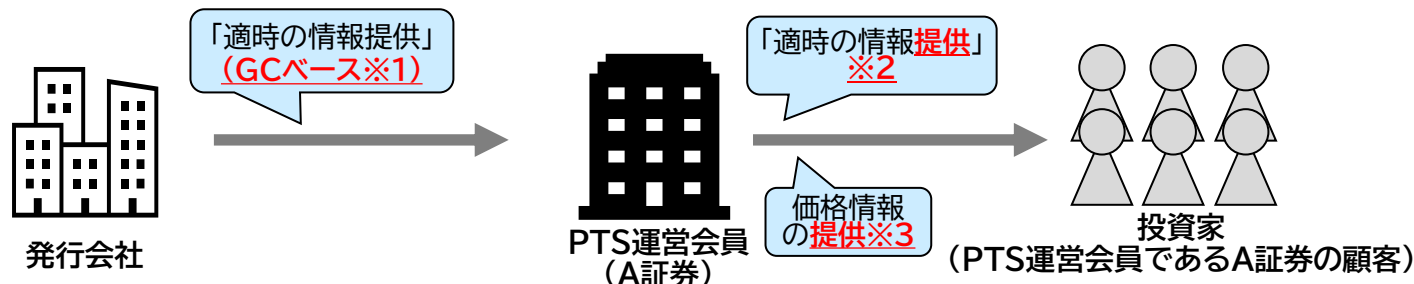


1. 取次型登録PTSにおける情報の公表・提供の見直し

(2) 登録PTS制度の概要等②

登録PTSに関する自主規制のイメージ図

【自社顧客型】



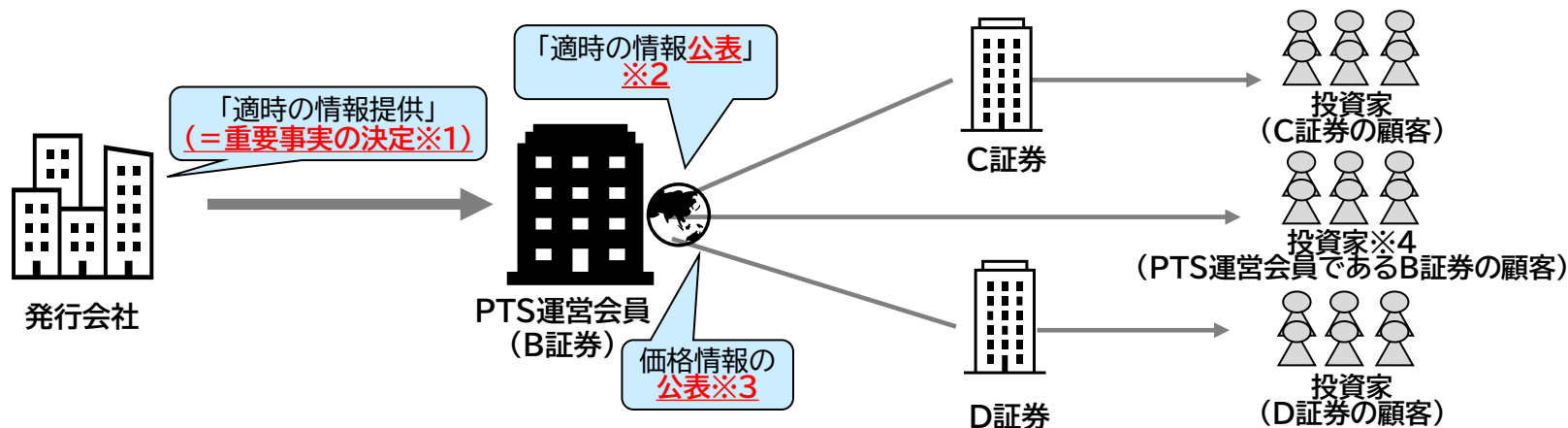
○「自社顧客型登録PTS」は、対象顧客をPTS運営会員の顧客に限定(現状の店頭取引の延長を想定)することを踏まえ、以下の措置を講じている。

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

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

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

【取次型】



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

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

※2「適時の情報提供」の提供方法:当該情報を公表する。

※3「価格情報」の提供方法:公表する。

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

1. 取次型登録PTSにおける情報の公表・提供の見直し

(3) スタートアップ懇談会での議論①

登録PTSに関する自主規制の見直し(適時の情報提供)

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

【現行の「適時の情報提供」の提供事由(非上場PTS規則)】

【取次型登録PTS】 (主として、一定規模の流動性を提供するサービスを想定) (公募やJ-Ships銘柄などの開示銘柄での利用を想定)	【自社顧客型登録PTS】 (主として、現状の店頭取引の代替的なサービスを想定) (適時の情報提供義務は私募銘柄に限る)
①臨時報告書の提出事由に該当した場合	— (公募銘柄には適時の情報提供は不適用:顧客は公表情報を参照)
②特定証券情報等の訂正事由に該当した場合	①特定証券情報等の訂正事由に該当した場合
— (継続開示により提供されるため不要)	②会社法に基づく計算書類又は事業報告を作成した場合
③投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生があった場合 (具体的内容は適時開示等を参考に協会GLにて規定:次頁参照)	③継続企業の前提に重大な疑義が生じた場合 (9頁参照)
④PTS運営会員が必要と認める場合	④PTS運営会員が必要と認める場合

➡【議論の方向性】 ③④:懇談会委員から特に問題提起があった事項

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

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

1. 取次型登録PTSにおける情報の公表・提供の見直し

(3) スタートアップ懇談会での議論①

(ご参考) **取次型**登録PTSにおける「適時の情報提供」に関する規定等

【私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則】

(登録PTS銘柄の発行体による適時の情報提供)

第8条の2 取次型登録PTS運営業務を行う登録PTS運営会員は、第7条第2項の契約において、同項第1号により定める発行体による登録PTS運営会員への適時の情報提供に関し、次の各号に掲げる事項を規定しなければならない。

1 発行体から登録PTS運営会員に適時の情報提供が必要な場合として、次に掲げる事項

- イ 登録PTS銘柄について、金商法第24条の5第4項に基づき臨時報告書を提出しなければならない場合
- ロ 登録PTS銘柄について、公表した特定証券情報等について、金商法第27条の31第4項又は第27条の32第3項に該当した場合

ハ 投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生があった場合(イ又はロに掲げる場合を除く。)

ニ イからハに掲げる場合の他、登録PTS運営会員が必要と認める場合

2 発行体から登録PTS運営会員に適時の情報提供をすべき事項として、次に掲げる事項

イ 前号イに該当する場合、提出する臨時報告書の記載事項

ロ 前号ロに該当する場合、訂正する情報の内容

ハ 前号ハに該当する場合、当該投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の内容

ニ 前号ニに該当する場合、登録PTS運営会員が必要と認める事項

3 発行体の登録PTS運営会員に対する情報提供の期限

2 省略

3 登録PTS運営会員は、発行体から適時の情報提供を受けた場合、当該情報内容を速やかに自社のウェブサイトに掲載する方法その他のインターネットを利用した方法(投資者が常に容易に閲覧することができる方法に限る。)により公衆の縦覧に供しなければならない。ただし、自社顧客型登録PTS運営業務を行う登録PTS運営会員が顧客に当該情報を提供した場合は、公衆の縦覧に供することを要しない。

4 省略

1. 取次型登録PTSにおける情報の公表・提供の見直し

(3) スタートアップ懇談会での議論①

(ご参考)取次型登録PTSにおける「適時の情報提供」に関する規定等

【「私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則」の考え方について(GL)】

Q2: 特定投資家向け有価証券において、規則第8条の2第1項第1号ロ又はハに該当するのはどのような場合か。

A2: 例えば以下の事実が生じた場合が該当するものと考えられます。

＜企業金融型商品＞

1. 発行体に係る決定事実

(1) 株式等の状況に関する事項

- ① 新株の発行、資本金の額の減少
- ② 合併等の組織再編行為
- ③ 剰余金の配当の決定及び優待の新設又は廃止

(2) 事業の内容等に関する事項

- ④ 業務上の提携、新事業の開始
- ⑤ 解散、事業の廃止、業務上の提携の解消
- ⑥ 代表取締役の異動、商号・名称の変更、決算期の変更

(3) コーポレート・ガバナンスに関する事項

- ⑦ 会計監査人設置会社である発行体における、継続企業の前提に関する事項の計算書類への注記
- ⑧ 全部取得条項付種類株式の全部の取得若しくは特別支配株主による株式等売渡請求に係る承認又は不承認

(4) その他

- ⑨ 当該発行体が発行する社債券に関する社債権者集会の招集

2. 発行体に係る発生事実

- ① 手形若しくは小切手の不渡り(支払資金の不足を事由とするものに限る。)又は手形交換所による取引停止処分
- ② 発行者情報の公表遅延又は有価証券報告書の提出遅延若しくは有価証券報告書の提出期限延長申請に係る承認
- ③ 会計監査人設置会社である発行体における、財務諸表等の監査報告書における不適正意見、意見不表明、継続企業の前提に関する事項を除外事項とした限定付適正意見
- ④ 当該発行体が発行する社債券に関する期限の利益の喪失、社債権者集会の招集
- ⑤ 免許の取消し、事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分

3. 当該発行体の子会社に係る決定事実又は発生事実

上記1. 又は2. の事実が当該発行体の子会社において生じ、当該事実が当該発行体の運営、業務若しくは財産又は当該特定投資家向け有価証券に関する重要な事実として投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす場合

1. 取次型登録PTSにおける情報の公表・提供の見直し

(3) スタートアップ懇談会での議論①

(ご参考) **自社顧客型**登録PTSにおける「適時の情報提供」に関する規定等

【私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則】

(登録PTS銘柄の発行体による適時の情報提供)

第8条の2 取次型登録PTS運営業務を行う登録PTS運営会員は、第7条第2項の契約において、同項第1号により定める発行体による登録PTS運営会員への適時の情報提供に関し、次の各号に掲げる事項を規定しなければならない。

1 省略

2 自社顧客型登録 PTS 運営業務を行う登録 PTS 運営会員は、第7条第2項の契約において、同項第1号により定める発行体による登録 PTS 運営会員への適時の情報提供に関し、次の各号に掲げる事項を規定しなければならない。

1 発行体から登録 PTS 運営会員に適時の情報提供が必要な場合として、次に掲げる事項

イ 登録 PTS 銘柄について、公表等を行った特定証券情報等について、金商法第27条の31第4項又は第27条の32第3項に該当した場合

ロ 会社法に基づく計算書類又は事業報告を作成した場合

ハ 継続企業の前提に重大な疑義が生じた場合

ニ イからハに掲げる場合の他、登録 PTS 運営会員が必要と認める場合

2 発行体から登録 PTS 運営会員に適時の情報提供をすべき事項として、次に掲げる事項

イ 前号イに該当する場合、訂正する情報の内容

ロ 前号ロに該当する場合、作成した計算書類又は事業報告の内容

ハ 前号ハに該当する場合、重大な疑義の内容

ニ 前号ニに該当する場合、登録 PTS 運営会員が必要と認める事項

3 発行体の登録 PTS 運営会員に対する情報提供の期限省略

3 登録PTS運営会員は、発行体から適時の情報提供を受けた場合、当該情報内容を速やかに自社のウェブサイトに掲載する方法その他のインターネットを利用した方法(投資者が常に容易に閲覧することができる方法に限る。)により公衆の縦覧に供しなければならない。

ただし、自社顧客型登録PTS運営業務を行う登録PTS運営会員が顧客に当該情報を提供した場合は、公衆の縦覧に供することを要しない。

4 省略

【「私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則」の考え方について(GL)】

Q3:規則第8条の2第2項第1号ハ「継続企業の前提に重大な疑義が生じた場合」に該当するのはどのような場合か。

A3:例えば、破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て等が行われた場合や手形若しくは小切手の不渡り又は破産手続開始の申立て等があり、多額の取立不能又は取立遅延のおそれが発生した場合などが考えられます。

1. 取次型登録PTSにおける情報の公表・提供の見直し (3) スタートアップ懇談会での議論②

登録PTSに関する自主規制の見直し(価格情報の公表の改正)

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

【現行の「価格情報の公表」(非上場PTS規則)】

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



【議論の方向性】

☐☐ : 懇談会委員から特に問題提起があった事項

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

2. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し等

2. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し等

(1) スタートアップ懇談会報告書での記載

【スタートアップ懇談会報告書での記載(20頁～)】

② 自社顧客型登録 PTS を利用した株主コミュニティにおける価格情報の公表に関する要望

スタートアップ企業等の株式のセカンダリー取引として、株主コミュニティ銘柄を自社顧客型登録 PTS において取引する手法が考えられる。自社顧客型登録 PTS については、非上場 PTS 規則において、価格情報について取引を行わない投資者への公表までは要さず、顧客の要請に基づき提供することとされている。一方、株主コミュニティ銘柄では、日証協「株主コミュニティに関する規則」において、価格情報を含む取引情報について、週次で日証協に報告を行い、日証協がその内容について日証協 Web サイトにおいて公表することとされている⁵¹。

上述のとおり、スタートアップ企業等にあってはセカンダリー取引の価格情報の公表を望まないにもかかわらず、当該価格情報が公表される場合には、スタートアップ企業等の株式のセカンダリー取引として、株主コミュニティ銘柄を取引することは難しいとの指摘がある。

以上を踏まえ、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などの株主コミュニティ銘柄の価格情報を含む取引情報の公表の見直しについて、今後、投資者保護を考慮しつつ日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、令和7年度中に結論を得る。

⁵¹ 「株主コミュニティに関する規則」第 29 条。

2. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し等

(2) スタートアップ懇談会での議論

第4回会合後提出された要望

①要望の前提

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

※法令により対象顧客を特定投資家等に限定。

②要望の概要

(見直しを要望する株主コミュニティ制度の規制)

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

(要望の背景)

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

2. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し等 (2) スタートアップ懇談会での議論

(ご参考)株主コミュニティに関する規則 第29条

【株主コミュニティに関する規則】

(本協会への報告)

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

2 **本協会は、前項により報告された内容について公表する。**

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

2. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し等

(3) スタートアップ懇談会後に寄せられた要望等

非上場特例仲介業務を取り扱おうとする事業者からスタートアップ懇談会後に寄せられた要望

①要望の前提

- ・13頁の「株主コミュニティ制度を自社顧客型登録PTSで利用する事業者」からの実際のサービスの提供に向けた要望(詳細は13頁参照)。

②要望の概要

(見直しを要望する株主コミュニティ制度の規制)

- ・株主コミュニティ規則(第13条第3項)では、「会社法上の公開会社でない株式会社に対して、公開会社が会社法に基づき作成する「計算書類」や「事業報告書」、金商法に基づき作成する有価証券報告書の「事業等のリスク」及び「提出会社の株式事務の概要」に準拠した情報を取得し(第13条第3項ロ、二、ホ)、顧客に提供等しなければならない(第14条)とされている。
- ・これらについて、スタートアップ懇談会での議論と同様に、「対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合」について、対応を要しない措置を講じてほしい。

(要望の背景)

- ・非公開会社(≒非上場会社)において上記の継続開示が必要になると発行会社の負担が大きくセカンダリーの活性化が阻害されるため。
- ・また、上記ロ～ホは非公開会社(≒非上場会社)の株主には提供されない情報であり、株主以上の情報を株コミ参加者に提供する合理性が乏しく、スタートアップ懇談会での議論と同様に、「対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合」については対象外とする検討ができるのではないか。

2. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し等

(3) スタートアップ懇談会後に寄せられた要望等

(ご参考)株主コミュニティに関する規則 第13条、第14条

【株主コミュニティに関する規則】

(情報の取得)

第13条 運営会員は、次の各号に定めるところにより、自らが運営会員となっている株主コミュニティに係る株主コミュニティ銘柄の発行者に関する情報を取得しなければならない。

1 運営会員は、金商法第5条の規定に基づく有価証券届出書、同法第24条第1項に規定する有価証券報告書、同法第24条の5第1項に規定する半期報告書又は同法第24条の5第4項に規定する臨時報告書(以下「有価証券届出書等」という。)を作成する発行者に関する情報にあっては、次のイ又はロに掲げる情報を、当該イ又はロに定める時期に、それぞれ取得しなければならない。

イ 有価証券届出書等

発行者が内閣総理大臣に対し有価証券届出書等を提出したときから遅滞なく

ロ イに掲げるもののほか、運営会員が必要と認める情報

当該情報の発生後遅滞なく

2 運営会員は、会社内容説明書を作成する発行者に関する情報にあっては、次のイから二までに掲げる情報を当該イから二までに定める時期にそれぞれ取得しなければならない。

イ 会社内容説明書

当該会社内容説明書に係る事業年度の末日を経過した日から3か月以内(発行者がやむを得ない理由により当該期間内に当該会社内容説明書を作成できない場合には、作成後遅滞なく)

ロ 募集の取扱いを行う場合にあっては、企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式に定める有価証券届出書の「証券情報」の記載事項に準拠して記載された当該募集に係る情報

当該募集に係る募集事項の決定が行われたときから遅滞なく

ハ 売出しの取扱い又は売出しを行う場合にあっては、企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式に定める有価証券届出書の「証券情報」の記載事項に準拠して記載された当該売出しに係る情報

当該売出しの取扱い又は売出しを開始するときまで

二 イからハまでに掲げるもののほか、運営会員が必要と認める情報

当該情報の発生後遅滞なく

2. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し等

(3) スタートアップ懇談会後に寄せられた要望等

(ご参考)株主コミュニティに関する規則 第13条、第14条

3 運営会員は、前2号以外の発行者に関する情報にあっては、次のイからチまでに掲げる情報を、当該イからチまでに定める時期に、それぞれ取得しなければならない。

イ 会社法に基づく計算書類

定時株主総会の承認を受けたときから遅滞なく

ロ 公開会社(会社法第2条第5号に規定する公開会社をいう。以下この号において同じ。)でない株式会社にあつては、公開会社が同法に基づき作成しなければならない計算書類の記載事項に準拠して記載された情報

イに掲げる情報の取得の時

ハ 会社法に基づく事業報告

定時株主総会に報告されたときから遅滞なく

ニ 公開会社でない株式会社にあつては、公開会社が会社法に基づき作成しなければならない事業報告の記載事項に準拠して記載された情報

ハに掲げる情報の取得の時

ホ 企業内容等の開示に関する内閣府令第三号様式に定める有価証券報告書の「企業情報」の「事業等のリスク」及び「提出会社の株式事務の概要」に準拠して記載された情報

ハに掲げる情報の取得の時

ヘ 募集の取扱いを行う場合にあっては、企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式に定める有価証券届出書の「証券情報」の記載事項に準拠して記載された当該募集に係る情報

当該募集に係る募集事項の決定が行われたときから遅滞なく

ト 売出しの取扱い又は売出しを行う場合にあっては、企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式に定める有価証券届出書の「証券情報」の記載事項に準拠して記載された当該売出しに係る情報

当該売出しの取扱い又は売出しを開始するときまで

チ イからトまでに掲げるもののほか、運営会員が必要と認める情報

当該情報の発生後遅滞なく

(参加者への株主コミュニティ銘柄に関する情報の提供)

第14条 運営会員は、前条各号に規定する情報を取得した場合は、当該株主コミュニティ銘柄に係る株主コミュニティの参加者に対し当該情報を提供し、又は当該参加者が当該情報を閲覧することができる状態に置かなければならない。

2. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し等

(3) スタートアップ懇談会後に寄せられた要望等

(ご参考)会社法に関する情報提供等に関する規定(公開会社と公開会社ではない会社の計算書類や事業報告書)

【会社法】

(計算書類等の作成及び保存)

第四百三十五条 株式会社は、法務省令で定めるところにより、その成立の日における貸借対照表を作成しなければならない。

2 **株式会社は、法務省令で定めるところにより、各事業年度に係る計算書類(貸借対照表、損益計算書その他株式会社の財産及び損益の状況を示すために必要かつ適当なものとして法務省令で定めるものをいう。以下この章において同じ。)**及び**事業報告並びにこれらの附属明細書を作成しなければならない。**

3 計算書類及び事業報告並びにこれらの附属明細書は、電磁的記録をもって作成することができる。

4 株式会社は、計算書類を作成した時から十年間、当該計算書類及びその附属明細書を保存しなければならない。

【会社法施行規則】

第百十八条 **事業報告は、次に掲げる事項をその内容としなければならない。**

一 当該株式会社の状況に関する重要な事項(計算書類及びその附属明細書並びに連結計算書類の内容となる事項を除く。)

二 法第三百四十八条第三項第四号、第三百六十二条第四項第六号、第三百九十九条の十三第一項第一号口及びハ並びに第四百十六条第一項第一号口及びホに規定する体制の整備についての決定又は決議があるときは、その決定又は決議の内容の概要及び当該体制の運用状況の概要

三 株式会社が当該株式会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針(以下この号において「基本方針」という。)を定めているときは、次に掲げる事項

イ 基本方針の内容の概要

ロ 次に掲げる取組みの具体的な内容の概要(1) 当該株式会社の財産の有効な活用、適切な企業集団の形成その他の基本方針の実現に資する特別な取組み(2) 基本方針に照らして不適切な者によって当該株式会社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み

ハ ロの取組みの次に掲げる要件への該当性に関する当該株式会社の取締役(取締役会設置会社にあつては、取締役会)の判断及びその理由(当該理由が社外役員の存否に関する事項のみである場合における当該事項を除く。)

(1) 当該取組みが基本方針に沿うものであること。

(2) 当該取組みが当該株式会社の株主の共同の利益を損なうものではないこと。

(3) 当該取組みが当該株式会社の会社役員の地位の維持を目的とするものではないこと。

四 当該株式会社(当該事業年度の末日において、その完全親会社等があるものを除く。)に特定完全子会社(当該事業年度の末日において、当該株式会社及びその完全子会社等(法第八百四十七条の三第三項の規定により当該完全子会社等とみなされるものを含む。以下この号において同じ。))における当該株式会社の完全子会社等(株式会社に限る。)の株式の帳簿価額が当該株式会社の当該事業年度に係る貸借対照表の資産の部に計上した額の合計額の五分之一(法第八百四十七条の三第四項の規定により五分之一を下回る割合を定款で定めた場合にあつては、その割合)を超える場合における当該完全子会社等をいう。以下この号において同じ。)がある場合には、次に掲げる事項

イ 当該特定完全子会社の名称及び住所

ロ 当該株式会社及びその完全子会社等における当該特定完全子会社の株式の当該事業年度の末日における帳簿価額の合計額

ハ 当該株式会社の当該事業年度に係る貸借対照表の資産の部に計上した額の合計額

(次頁に続く)

2. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し等

(3) スタートアップ懇談会後に寄せられた要望等

【会社法施行規則】

- 五 当該株式会社とその親会社等との間の取引(当該株式会社と第三者との間の取引で当該株式会社とその親会社等との間の利益が相反するものを含む。)であって、当該株式会社の当該事業年度に係る個別注記表において会社計算規則第百十二条第一項に規定する注記を要するもの(同項ただし書の規定により同項第四号から第六号まで及び第八号に掲げる事項を省略するものを除く。)があるときは、当該取引に係る次に掲げる事項
- イ 当該取引をするに当たり当該株式会社の利益を害さないように留意した事項(当該事項がない場合にあっては、その旨)
 - ロ 当該取引が当該株式会社の利益を害さないかどうかについての当該株式会社の取締役(取締役会設置会社にあっては、取締役会。八において同じ。)の判断及びその理由
 - ハ 社外取締役を置く株式会社において、ロの取締役の判断が社外取締役の意見と異なる場合には、その意見

(公開会社の特則)

第百十九条 株式会社が当該事業年度の末日において **公開会社である場合には、次に掲げる事項を事業報告の内容に含めなければならない。**

- 一 株式会社の現況に関する事項
- 二 株式会社の会社役員に関する事項
- 二の二 株式会社の役員等賠償責任保険契約に関する事項
- 三 株式会社の株式に関する事項
- 四 株式会社の新株予約権等に関する事項

第百二十八条 事業報告の附属明細書は、事業報告の内容を補足する重要な事項をその内容とするものでなければならない。

- 2 株式会社が当該事業年度の末日において **公開会社であるときは、他の法人等の業務執行取締役、執行役、業務を執行する社員又は法第五百九十八条第一項の職務を行うべき者その他これに類する者を兼ねることが第百二十一条第八号の重要な兼職に該当する会社役員(会計参与を除く。)** **についての当該兼職の状況の明細(重要でないものを除く。)** **を事業報告の附属明細書の内容としなければならない。**この場合において、当該他の法人等の事業が当該株式会社の事業と同一の部類のものであるときは、その旨を付記しなければならない。
- 3 当該株式会社とその親会社等との間の取引(当該株式会社と第三者との間の取引で当該株式会社とその親会社等との間の利益が相反するものを含む。)であって、当該株式会社の当該事業年度に係る個別注記表において会社計算規則第百十二条第一項に規定する注記を要するもの(同項ただし書の規定により同項第四号から第六号まで及び第八号に掲げる事項を省略するものに限る。)があるときは、当該取引に係る第百十八条第五号イからハまでに掲げる事項を事業報告の附属明細書の内容としなければならない。

【会社計算規則】

(各事業年度に係る計算書類)

- 第五十九条 **法第四百三十五条第二項に規定する法務省令で定めるものは、この編の規定に従い作成される株主資本等変動計算書及び個別注記表とする。**
- 2 各事業年度に係る計算書類及びその附属明細書の作成に係る期間は、当該事業年度の前事業年度の末日の翌日(当該事業年度の前事業年度がない場合にあっては、成立の日)から当該事業年度の末日までの期間とする。この場合において、当該期間は、一年(事業年度の末日を変更する場合における変更後の最初の事業年度については、一年六箇月)を超えることができない。
- 3 法第四百三十五条第二項の規定により作成すべき各事業年度に係る計算書類及びその附属明細書は、当該事業年度に係る会計帳簿に基づき作成しなければならない。

(次頁に続く)

2. 株主コミュニティ規則の価格情報等の公表の見直し等

(3) スタートアップ懇談会後に寄せられた要望等

【会社計算規則】

(注記表の区分)

第九十八条 注記表は、次に掲げる項目に区分して表示しなければならない。

一 継続企業の前提に関する注記

二 重要な会計方針に係る事項(連結注記表にあっては、連結計算書類の作成のための基本となる重要な事項及び連結の範囲又は持分法の適用の範囲の変更)に関する注記

三 会計方針の変更に関する注記

四 表示方法の変更に関する注記

四の二 会計上の見積りに関する注記

五 会計上の見積りの変更に関する注記

六 誤謬の訂正に関する注記

七 貸借対照表等に関する注記

八 損益計算書に関する注記

九 株主資本等変動計算書(連結注記表にあっては、連結株主資本等変動計算書)に関する注記

十 税効果会計に関する注記

十一 リースに関する注記

十二 金融商品に関する注記

十三 賃貸等不動産に関する注記

十四 持分法損益等に関する注記

十五 関連当事者との取引に関する注記

十六 一株当たり情報に関する注記

十七 重要な後発事象に関する注記

十八 連結配当規制適用会社に関する注記

十八の二 収益認識に関する注記

十八の三 国際最低課税額に対する法人税等に関する注記

十九 その他の注記

2 次の各号に掲げる注記表には、当該各号に定める項目を表示することを要しない。

一 会計監査人設置会社以外の株式会社(公開会社を除く。)の個別注記表 前項第一号、第四号の二、第五号、第七号、第八号及び第十号から第十八号までに掲げる項目

二 会計監査人設置会社以外の公開会社の個別注記表 前項第一号、第四号の二、第五号、第十四号及び第十八号に掲げる項目

三 会計監査人設置会社であって、法第四百四十四条第三項に規定するもの以外の株式会社の個別注記表 前項第十四号に掲げる項目

四 連結注記表 前項第八号、第十号、第十四号、第十五号及び第十八号に掲げる項目

五 持分会社の個別注記表 前項第一号、第四号の二、第五号及び第七号から第十八号までに掲げる項目

3. お伺いしたい事項

3. お伺いしたい事項

(1) 新たに措置した登録PTSの利活用等の関連から、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などを前提にした以下の規制緩和で留意すべき点はあるか。

- ① 取次型登録PTSの「適時の情報提供」について、自社顧客型登録PTSに求められる情報提供事項に近づくこと(具体的には、提供事由のうち、「投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生があった場合」を「継続企業の前提に重大な疑義が生じた場合」とすること等)。
- ② 取次型登録PTSの「価格公表」について、自社顧客型登録PTSに求められる価格情報の提示に近づくこと(具体的には、「約定価格、気配情報について顧客からの求めに応じ速やかに提示」とすること)。
- ③ 株主コミュニティの「取引情報の公表」について、自社顧客型登録PTSと同様に公表までは要さない措置を講じること(具体的には、日証協ウェブサイトによる価格情報を含む取引情報の公表を行わないこと)。

(2) 新たに措置した非上場特例仲介業務を取り扱おうとする事業者からスタートアップ懇談会後に寄せられた、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などを前提にした以下の規制緩和についてどのように考えるか。

- 株主コミュニティの「情報の取得」のうち、第13条第3項ロ(※1)、ニ(※2)、ホ(※3)について対応を要しない措置を講じること。

※1 公開会社が会社法に基づき作成しなければならない計算書類の記載事項に準拠して記載された情報

※2 公開会社が会社法に基づき作成しなければならない事業報告の記載事項に準拠して記載された情報

※3 企業内容等の開示に関する内閣府令第三号様式に定める有価証券報告書の「企業情報」の「事業等のリスク」及び「提出会社の株式事務の概要」に準拠して記載された情報

(3) 上記(1)及び(2)の「リスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合など」※について、以下の範囲を前提に検討することについてどのように考えるか。

- ① 金商法上の特定投資家(リスク許容度や投資判断能力の高い者)
- ② 発行体の役職員等(情報の非対称性が少ないと思われる者)

※ 準特定投資家が「リスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合など」に当たるかについては、今後、本WGにおいて検討予定。

日本証券業協会 スタートアップ フォーラム

～市場関係者から見た日本のスタートアップの現在地と、その先へ～

国内投資に繋がる日本市場の魅力を海外投資家に効果的に発信する金融庁「Japan Weeks」の取組みの一環として、日本と海外のスタートアップ企業等への成長資金供給の現在地を関係者間で広く共有し、そのうえで、日本のスタートアップ企業への成長資金供給促進に向けた課題・認識を共有することをコンセプトに、イベントを実施する。

実施時期

2025年 10月 20日(月) 13時～18時
※ Japan Weeksコアウィーク初日

会場／実施形式

ホテル ニューオータニ (芙蓉の間)
オンラインでの日英同時通訳配信も行うハイブリッド形式を予定

プログラム(案)

■ 挨拶(5分) 日比野 隆司 日本証券業協会 会長

■ 基調講演
(20分)

松尾 豊様

東京大学大学院工学系研究科
技術経営戦略学専攻／
人工物工学研究センター 教授

■ 基調講演
(30分)

小泉 文明様

メルカリ
取締役 President (会長)

■ 海外調査に関するプレゼンテーション(30分)

「欧米におけるスタートアップへの資金供給の実態(海外実務家の声を中心に)」

鳩宿 潤二様 野村総合研究所 執行役員 コンサルティング事業本部 副本部長

■ パネルディスカッション(各60分)

◎第一部「日本のスタートアップ企業等への成長資金供給に関する今後の可能性(課題や必要な施策)」(仮題)

モデレーター 神田 秀樹様 東京大学 名誉教授

パネリスト(50音順) 宮田 昇始様 Nstock 代表取締役CEO

村上 朋久様 野村證券 常務 インベストメント・バンキング・プロダクト担当

村田 祐介様 インキュベイトファンド 代表パートナー

◎第二部「海外から見た日本スタートアップへの資金供給への期待」(仮題)

モデレーター 関 雄太様 野村資本市場研究所 シニアフェロー

パネリスト(50音順) 池川 忍様 大和証券 執行役員 グローバル・インベストメント・バンキング担当

田丸 雄太様 Sakana AI コーポレート本部長

谷田川 英治様 KKRジャパン パートナー・プライベートエクイティ日本代表

■ レセプションパーティー(60分) ※17時～18時予定

会場参加の
お申し込みは
こちらから



オンライン参加の
お申し込みは
こちらから



〈お問い合わせ〉
日本証券業協会
エクイティ市場部 (03-6665-6770)



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association