

参考

**「有価証券の引受け等に関する規則」等の
一部改正について**
＜ベンチャーファンド市場の制度整備を踏まえた規則改正＞

2023年11月6日
日本証券業協会

1. 検討の経緯

- 現行の「有価証券の引受け等に関する規則」（引受規則）には、ベンチャーファンドに係る規定がないため、証券会社の引受け等について明示的なルールは存在しない
- 東京証券取引所では、2022年2月、投資者保護に留意しつつ、ベンチャーファンドの柔軟な運営を可能とする観点から制度整備（3/1施行）を実施。また、ベンチャーファンド市場の利用活性化が期待される中で同市場の健全な発展に資する観点から、2022年12月に上場審査基準等に係る制度整備（12/26施行）を実施
 - （※）ベンチャーファンド市場の健全な発展に向けた上場審査基準等の整備に係る有価証券上場規程等の一部改正について（2022年2月2日）
<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/nlsgeu00000654db-att/gaiyo.pdf>
ベンチャーファンド市場の健全な発展に向けた上場審査基準等の整備に係る有価証券上場規程等の一部改正について（2022年12月23日）
<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/co3pgt0000004f4x-att/gaiyo.pdf>
- これを踏まえ、本協会では、ベンチャーファンド市場への円滑な上場に資する観点から、「引受けに関するWG」及び「引受審査に関するWG」において規則の見直しについて検討
- WGの検討を踏まえ、今般、規則改正を行う

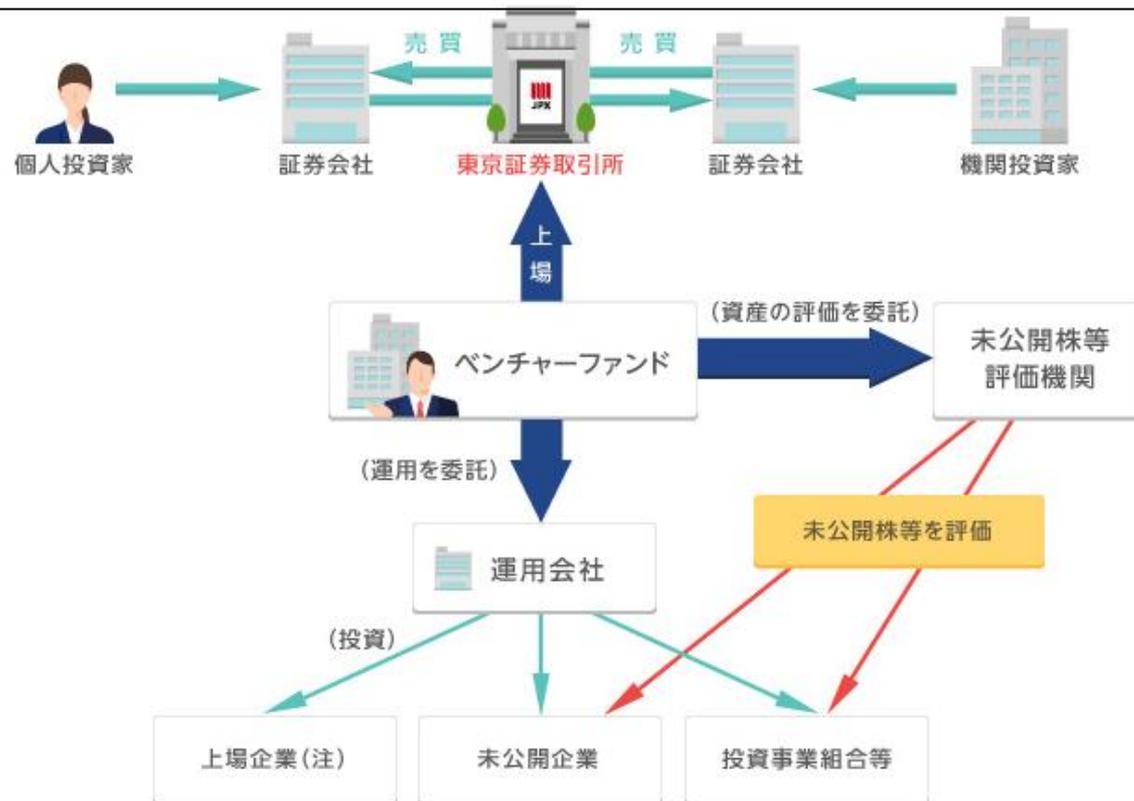
（※）なお、今回の規則改正は本協会の今事務年度「当面の主要課題」に記載されている事項である

<当面の主要課題（令和5年7月策定）（抜粋）>

- スタートアップへのリスクマネー供給促進のための環境整備
 - （…）東京証券取引所におけるベンチャーファンド市場に係る制度改正を踏まえ、円滑な実施のための規則改正について検討を行う。（…）
- 新たな投資商品（ベンチャーファンド、不動産セキュリティ・トークン等）への対応
 - 東京証券取引所におけるベンチャーファンド市場に係る制度改正、不動産セキュリティ・トークンの発行実績の増加などを踏まえ、これらの商品に係る引受けに関する規則の見直しについて検討を行う

(参考)ベンチャーファンド市場の概要

- 未公開企業を中心とするベンチャー企業を主な投資対象とする投資法人のための市場として、2001年12月に開設
- 現在は上場銘柄なし。過去に2銘柄上場（ベンチャー・リヴァイタライズ証券投資法人、ベンチャービジネス証券投資法人）



(注)非上場の時点から当該企業の発行する株券を保有するときは、上場後5年を経過して継続保有することができます。

※優先株等、新株予約権証券及び新株予約権付社債券も投資対象資産に含まれます。

(※) 東京証券取引所ウェブサイト (<https://www.jpx.co.jp/equities/products/vf/outline/index.html>) より

■ 上場制度

項目	概要								
流動性基準	<ul style="list-style-type: none"> 上場投資口数（普通株券での株数） 2,000単位以上 投資主数（普通株券での株主数） 300人以上 大口投資主が所有する投資口の比率 80%以下 純資産総額 30億円以上 								
運用資産の比率	<ul style="list-style-type: none"> 運用資産の総額のうち、「未公開株等＋上場株券等（※）」への投資比率が70%以上 （※）非上場時からの継続保有株券及び上場後に取得した上場5年以内の株券 「未公開株等＋上場株券等」のうち、未公開株等への投資比率が50%以上 <div style="text-align: center; margin-top: 10px;"> <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">(資産)</td> <td style="width: 50%; text-align: center;">(負債/資本)</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;"> <div style="display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> <div style="margin-right: 5px;">赤枠で 70%以上</div> <div style="border: 2px solid red; padding: 5px;"> <table border="1" style="text-align: center;"> <tr> <td>未公開株等 (赤枠の50%以上)</td> <td rowspan="3" style="vertical-align: middle;">投資主資本</td> </tr> <tr> <td>上場株券等</td> </tr> <tr> <td>その他資産</td> </tr> </table> </div> </div> </td> <td></td> </tr> </table> </div>	(資産)	(負債/資本)	<div style="display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> <div style="margin-right: 5px;">赤枠で 70%以上</div> <div style="border: 2px solid red; padding: 5px;"> <table border="1" style="text-align: center;"> <tr> <td>未公開株等 (赤枠の50%以上)</td> <td rowspan="3" style="vertical-align: middle;">投資主資本</td> </tr> <tr> <td>上場株券等</td> </tr> <tr> <td>その他資産</td> </tr> </table> </div> </div>	未公開株等 (赤枠の50%以上)	投資主資本	上場株券等	その他資産	
(資産)	(負債/資本)								
<div style="display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> <div style="margin-right: 5px;">赤枠で 70%以上</div> <div style="border: 2px solid red; padding: 5px;"> <table border="1" style="text-align: center;"> <tr> <td>未公開株等 (赤枠の50%以上)</td> <td rowspan="3" style="vertical-align: middle;">投資主資本</td> </tr> <tr> <td>上場株券等</td> </tr> <tr> <td>その他資産</td> </tr> </table> </div> </div>	未公開株等 (赤枠の50%以上)	投資主資本	上場株券等	その他資産					
未公開株等 (赤枠の50%以上)	投資主資本								
上場株券等									
その他資産									
未公開株等の評価の適正性	<ul style="list-style-type: none"> 独立した未公開株等評価機関へ委託していること 当該未公開株等評価機関が適正な評価を行うことができる社内体制にあること 								
その他	<ul style="list-style-type: none"> 投資主名簿管理人の設置等 								

■ 売買制度

- 株券と同じ売買方法（指値注文・成行注文を出すことが可能）
- 信用取引も可能

（※）東京証券取引所ウェブサイト（<https://www.jpx.co.jp/equities/products/vf/outline/index.html>）、
（第100回 引受WG・第9回 引受審査WG）東京証券取引所 御説明資料より

2. 規則改正の概要

主な見直し項目	見直しの概要
引受規則の「株券等」の定義の改正	<ul style="list-style-type: none">● 引受規則第2条第1号では「株券等」を定義するとともに、証券会社に対し、「株券等」の引受けの際に必要な事項（例えば以下の事項）を規定している。<ul style="list-style-type: none">・ブックビルディングによる価格決定に当たり、投資者の需要に基づき、相場の変動リスク等を総合的に勘案して発行者等と協議すること（引受規則25条）・新規公開における引受割合の協議及び価格等の妥当性の確認（引受規則26条）・公開価格等の決定に係る社内規則及び社内マニュアルの整備（引受規則27条）・社内規則の遵守及び社内マニュアルの適正な運用に係る定期的な検査又は監査（引受規則28条）● <u>「株券等」の定義にベンチャーファンドを追加</u>する。これにより、ベンチャーファンドの引受けに当たり、上記の規定が適用されることとなる。
引受審査項目の追加	<ul style="list-style-type: none">● <u>ベンチャーファンドの新規公開、公募増資における引受審査項目を追加</u>する（引受規則16条、17条、引受細則9条、10条） （※）ワーキング・グループでは、ベンチャーファンドが不動産投資信託証券（REIT）と同じく投資法人が発行する投資証券であること等から、不動産投資信託証券（REIT）の引受審査項目を参考に検討
その他	<ul style="list-style-type: none">● 主幹事就任規制に関する規定の対象としてベンチャーファンドを追加する（引受規則2条11号など）● 配分規則の対象としてベンチャーファンドを追加する

（※）改正規則については、規則改正日から施行することとする

3. 引受規則の「株券等」の定義の改正

- ・「株券等」の定義にベンチャーファンドを追加（赤枠部分の追加）する

■引受規則第2条

（定義）

第2条 この規則において、次の各号に掲げる用語の定義は、当該各号に定めるところによる。

1 株券等

次に掲げる有価証券をいう。

イ 株券（外国法人の発行する証券又は証書で株券の性質を有するものを含む。以下同じ。）

ロ 新株予約権証券（…略…）

ハ 新株予約権付社債券（…略…）

ニ 優先出資証券（…略…）

ホ 不動産投資信託証券（金商法第2条第1項第10号に掲げる投資信託の受益証券又は同項第11号に掲げる投資証券であって、投資者の資金を主として不動産等に対する投資として運用することを目的とするものをいう。以下同じ。）

ヘ インフラファンド（金商法第2条第1項第10号に掲げる投資信託の受益証券若しくは外国投資信託の受益証券又は同項第11号に掲げる投資証券若しくは外国投資証券であって、投資者の資金を主としてインフラ資産等に対する投資として運用することを目的とするものをいう。以下同じ。）

ト ベンチャーファンド（金商法第2条第1項第11号に掲げる投資証券であって、投資者の資金を主として未公開株等に対する投資として運用することを目的とするものをいう。以下同じ。）

チ 新投資口予約権証券（…略…）

リ 外国株信託受益証券（…略…）

ヌ 外国インフラファンド信託受益証券（…略…）

（参考）有価証券上場規程（東京証券取引所）

第1201条（14）ベンチャーファンド

法第2条第1項第11号に掲げる投資証券であって、投資者の資金を主として未公開株等に対する投資として運用することを目的とするものをいう。

4. ベンチャーファンドに係る引受審査項目（新規公開）

- 現在、商品ごと（株券、REIT、社債券）に、引受規則において引受審査項目、その細目を引受細則で規定している。また、株券、REITについては、新規公開、公募増資ごとに引受審査項目及び細則を定めている。
- 今般、ベンチャーファンドの新規公開、公募増資に係る引受審査項目を引受規則に、その細目を引受細則に規定する。

ベンチャーファンドに係る審査項目		（参考）REITに係る審査項目	
引受審査項目	細目	引受審査項目	細目
1 公開適格性	<ul style="list-style-type: none"> ・ 投資法人、資産運用会社及びその親会社等の事業の適法性及び社会性 ・ 投資法人の執行役員、資産運用会社の経営者及びその親会社等の経営者における法令遵守やリスク管理等に対する意識 ・ 反社会的勢力への該当性、反社会的勢力との関係の有無及び反社会的勢力との関係排除への仕組みとその運用状況 ・ 上場するに当たっての市場の利用目的の健全性 	1 公開適格性	(同 左)
2 資産運用の健全性	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資産運用会社及びその親会社等との関係 ・ 資産運用会社、その親会社等及びその他利害関係人との利益相反取引に対する牽制のための体制 ・ 「投資信託及び投資法人に関する法律」第2条第1号に規定する特定資産の売買等に関する手続き ・ 利害関係人との取引の必要性及び取引条件の妥当性 	2 資産運用の健全性	(同 左)

4. ベンチャーファンドに係る引受審査項目（新規公開）

ベンチャーファンドに係る審査項目		(参考) REITに係る審査項目	
引受審査項目	細目	引受審査項目	細目
3 コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況	<ul style="list-style-type: none"> 投資法人の執行役員及び資産運用会社の代表取締役、取締役及び取締役会の責任遂行の状況 投資法人の監督役員及び資産運用会社の監査役及び監査役会の責任遂行並びに内部監査機能の状況 資産運用会社の内部管理体制（運用方針、運用体制、利益相反への対策についての組織及び社内規則の体制をいう。）の運用状況 	3 コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況	(同 左)
4 投資先と投資方針との適合状況	<ul style="list-style-type: none"> 投資方針 資産運用会社による投資先に係る調査結果（投資時の調査結果及び直近の調査結果） 取得価格及び取得の経緯 	4 組入予定物件の投資方針との適合状況	<ul style="list-style-type: none"> 投資方針 組入物件の内容（関係法令への適応、物件に係る契約及びエンジニアリングレポート（建物の状況、リスク等の調査に関する報告書をいう。以下同じ。）の内容等をいう。） 取得価格及び取得の経緯
5 投資法人の事業継続の見通し	<ul style="list-style-type: none"> 財政状態の健全性及び資金繰り状況 支出計画の策定方法 成長性及び安定性 	5 投資法人及び物件の収益見通し	<ul style="list-style-type: none"> 財政状態及び経営成績 利益計画の策定根拠の妥当性 成長性及び安定性
6 適正な開示	<ul style="list-style-type: none"> 投資法人及び資産運用会社の法定開示制度及び適時開示制度への適応力 ファンドの状況、投資先情報、投資リスク等、開示内容の適正性、開示範囲の十分性及び開示表現の妥当性 調達する資金の用途の適切な開示 	6 適正な開示	<ul style="list-style-type: none"> 投資法人及び資産運用会社の法定開示制度及び適時開示制度への適応力 ファンドの状況、物件情報、投資リスク等、開示内容の適正性、開示範囲の十分性及び開示表現の妥当性 調達する資金の用途の適切な開示
7 その他会員が必要と認める事項	-	7 その他会員が必要と認める事項	-

5. ベンチャーファンドに係る引受審査項目（公募増資）

ベンチャーファンドに係る審査項目		(参考) REITに係る審査項目	
引受審査項目	細目	引受審査項目	細目
1 適格性	<ul style="list-style-type: none"> 反社会的勢力への該当性及び反社会的勢力との関係の有無 	1 適格性	(同 左)
2 投資先と投資方針との適合状況	<ul style="list-style-type: none"> 投資方針 資産運用会社による投資先に係る調査結果（投資時の調査結果及び直近の調査結果） 取得価格及び取得の経緯 	2 組入予定物件の投資方針との適合状況	<ul style="list-style-type: none"> 投資方針 組入物件の内容（関係法令への適応、物件に係る契約及びエンジニアリングレポートの内容等） 取得価格及び取得の経緯
3 投資法人の事業継続の見通し	<ul style="list-style-type: none"> 財政状態の健全性及び資金繰り状況 支出計画の策定方法 成長性及び安定性 	3 投資法人及び物件の収益見通し	<ul style="list-style-type: none"> 財政状態及び経営成績 利益計画の策定根拠の妥当性 成長性及び安定性 公表された利益計画の達成状況
4 適正な開示及び調達する資金の使途	<ul style="list-style-type: none"> ファンドの状況、投資先情報、投資リスク等、開示内容の適正性、開示範囲の十分性及び開示表現の妥当性 調達する資金の使途の適切な開示 過去に調達した資金の充当状況 直近事業年度末以降の状況の適切な開示 	4 適正な開示及び調達する資金の使途	<ul style="list-style-type: none"> ファンドの状況、物件情報、投資リスク等、開示内容の適正性、開示範囲の十分性及び開示表現の妥当性 調達する資金の使途の適切な開示 過去に調達した資金の充当状況 直近事業年度末以降の状況の適切な開示
5 価格等の動向	<ul style="list-style-type: none"> 投資証券の価格の推移 投資証券の売買高の推移 投資証券の流動性を踏まえた発行数量（売出しの場合は売出数量）の妥当性 	5 価格等の動向	(同 左)
6 その他会員が必要と認める事項	—	6 その他会員が必要と認める事項	—

(1) 主幹事就任規制に関する規定の対象としてベンチャーファンドを追加

- 引受規則では、証券会社が自社の親法人等又は子法人等が発行する有価証券の引受けに係る主幹事会員の就任に当たり、必要な要件（以下の①～⑤）を規定している（引受規則第9条第2項など）
 - ① 発行者及び独立引受幹事会員との間において、引受審査の手続きに係る契約を締結すること
 - ② 独立引受幹事会員に、主幹事会員が行った引受審査の結果の妥当性について確認を行わせること
 - ③ 独立引受幹事会員を発行価格等の決定に関与させ、主幹事会員が行った発行価格等の妥当性についても確認を行わせること
 - ④ 発行価格等の決定に際しては、有価証券の区分に応じた要件を満たすこと
 - ⑤ 発行者の発表資料等において細則で定める事項が公表されること
- 主幹事就任規制に関する規定の対象としてベンチャーファンドを追加することにより、上記①～⑤の要件を満たす場合は、親法人等又は子法人等が発行するベンチャーファンドの主幹事会員に就任することができる（ベンチャーファンドの場合、④の要件は「ブックビルディングによる発行価格等の決定」とする

(2) 配分規則の規定の対象としてベンチャーファンドを追加

- 配分規則では「株券等」の定義を引受規則に規定する株券等としている。そのため、引受規則の「株券等」にベンチャーファンドを追加することにより、配分規則の規定の対象としてベンチャーファンドも追加される
- これにより、ベンチャーファンドの引受けに当たっては、証券会社に対し、配分規則で定める適正な配分などが求められることとなる

(参考)東証制度整備(2022年2月)の概要①

● 上場ファンドの柔軟な運営を可能とする観点から、制度の見直しを実施

- (1) 非上場時点から継続保有の場合、上場後5年経過後も保有可能
- (2) 上場後5年以内の継続保有上場株券等は未公開株等として運用比率を計算(次スライド参照)
- (3) 未公開株等については、取得時に同一銘柄で15%まで投資可能(上場株券等は10%まで投資可能)
- (4) 総資産有利子負債比率20%の範囲で資金の借入等が可能

<上場スキーム>

東京証券取引所

(上場)

(運用を委託)

(未公開株等の評価を委託)

運用会社

投資法人

評価機関

(投資)

(主な投資対象資産)

未公開株等

上場株券等

<運用資産>

(資産)

(負債/資本)

未公開株等
(赤株の50%以上)

上場株券等

その他資産

投資主資本

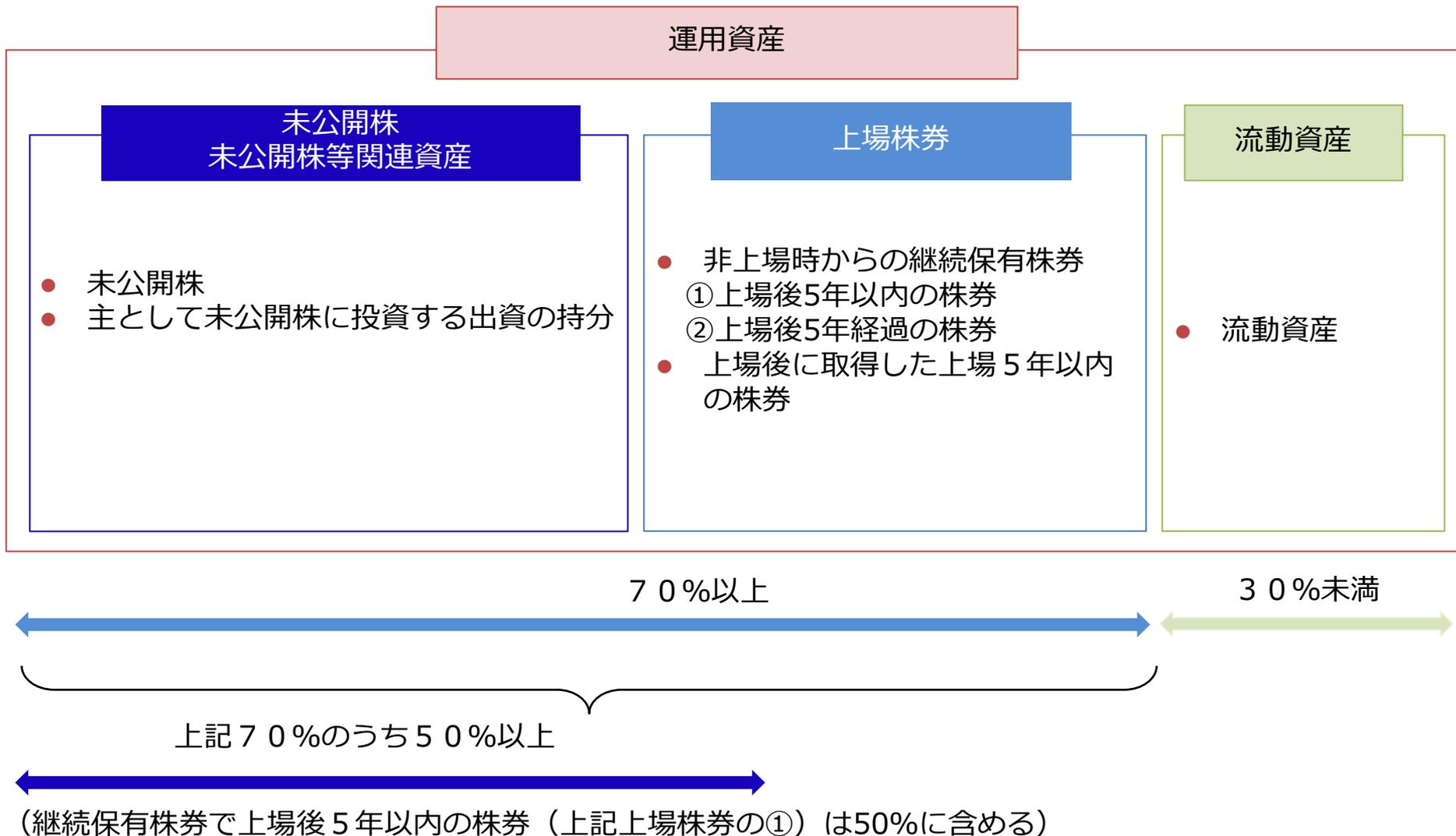
赤株で
70%以上

※ 特徴

- ・ クローズドエンド型であるため、資産の安定的な運用が可能(上場REITと同一のスキーム)
- ・ 投資信託のように、投資者の資金をプールしてファンドを組成することで分散投資可能
- ・ 資産運用会社が投資先の選定を行うこととなり、金融のエキスパートが責任を持って運用等を行う形態

(※) (第100回引受WG・第9回引受審査WG) 東京証券取引所 御説明資料より

(参考) 東証制度整備(2022年2月)の概要②



(※) (第100回 引受WG・第9回 引受審査WG) 東京証券取引所 御説明資料より

(参考)東証制度整備(2022年12月)の概要①

■ 上場審査における資産運用の健全性確保

資産の運用等を健全に行うことができる状況にあるかについて上場審査を行う（赤枠「資産運用等の健全性」の新設）

項目	審査基準	主な審査上の観点
資産運用等の健全性	■ 資産の運用等を健全に行うことができる状況にあること	<ul style="list-style-type: none">投資主の利益を害することがないように、適切な体制を整備しているかスポンサーの企業グループとの間で不当に利益供与・享受していないか内部管理体制が整備、運用されているか法令等の遵守体制が整備、運用されているか
開示の適正性	■ 情報の開示を適正に行うことができる状況にあること	<ul style="list-style-type: none">新規上場申請時の申請書類に、取得資産などについて適切な情報が記載されているか情報開示を適切に行える体制が整備されているか
未公開株等の評価の適正性	■ 未公開株等の評価が適正に行われる状況にあること	<ul style="list-style-type: none">未公開株等評価機関への評価の委託がされているか未公開株等評価機関の独立性が確保されているか未公開株等評価機関について、適正な評価を行う体制が整備されているか
公益又は投資者保護	■ その他公益又は投資者保護の観点から、その上場が適当でないと認められるものでないか	

(※) (第100回 引受WG・第9回 引受審査WG) 東京証券取引所 御説明資料より

(参考)東証制度整備(2022年12月)の概要②

■ 投資者に提供すべき情報の拡充

「ベンチャーファンドに係る運用体制、商品特性、未公開株等の評価方法等に関する報告書」(運用体制等に関する報告書)を提出するものとし、公衆縦覧に供する

項目		主な記載事項
基本情報		<ul style="list-style-type: none"> 投資法人の上場の目的 コンプライアンスに関する基本方針 資金の借入れ又は投資法人債券の募集に係るリスク管理方針 投資主の状況、資産運用会社の大株主の状況 スポンサーに関する事項(スポンサーの企業グループの事業の内容及びスポンサーの企業グループとの情報提供に係る契約等の状況)
商品特性		<ul style="list-style-type: none"> 投資方針、分配方針、投資対象、投資リスク及びこれらを踏まえた想定投資者属性
体制の状況	投資法人	<ul style="list-style-type: none"> 執行役員及び監督役員の状況 資産運用会社役職員と兼職する投資法人の役員の選任理由・兼職理由
	資産運用会社	<ul style="list-style-type: none"> 役職員の状況、投資法人及び資産運用会社の運用体制 資産運用会社の専門性 資産運用会社及びスポンサーの企業グループの未公開株等で運用するファンドの運用実績
	未公開株等評価機関等	<ul style="list-style-type: none"> 選定方針及び概要 業務内容及び評価体制 特定資産の価格等調査者の選定方針及び概要 <ul style="list-style-type: none"> 未公開株等評価機関の独立性 未公開株等の評価方法
利益相反への対応状況		<ul style="list-style-type: none"> 利益相反取引への対応方針及び運用体制、運用体制の採用理由 スポンサー関係者等との取引 未公開株等及び未公開株等関連資産の売買における譲渡者等の状況 その他利益相反の可能性のある取引
その他		<ul style="list-style-type: none"> I Rに関する活動状況 反社会的勢力排除に向けた体制整備

(※) (第100回 引受WG・第9回 引受審査WG) 東京証券取引所 御説明資料より