

事務局説明資料

(成長資金の供給のあり方に関する検討(プロ投資家等))

令和3年5月25日
金融庁

目次

I. 非上場企業への成長資金供給に関する課題

- 1. 非上場企業への資本性資金の流れ …… p.2
- 2. 市場制度WGにおける委員の主な意見（プロ投資家等関係） …… p.3

II. プロ投資家による成長資金供給の活性化に関する論点

- 特定投資家私募のあり方の検討 …… p.5

III. 非上場株式のセカンダリー取引の環境整備に向けた論点 …… p.9

非上場企業への資本性資金の流れ

指摘されている主な課題

プロ投資家

個人によるプロ投資家制度の利用は限定的。
 > 個人のプロ投資家の基準は適切か。
 > プロ投資家制度の「使い勝手」(利用メリット)について見直すべき点はないか。

一般投資家

一般にリスクの高い非上場企業への投資について、個人投資家への投資勧誘が禁止されている(日証協規則)。一方、一般投資家でも利用できる枠組みとして、下記のような一定の要件・特性を備えた枠組みが存在する。
 ・投資型クラウドファンディング
 ・株主コミュニティ
 ・JPXベンチャーファンド市場
 > これらの枠組みがそれぞれの特性に応じて十分に機能を発揮するためにはどうすればよいか。

非上場株式のセカンダリー取引

欧米では機関投資家等の中での非上場株式の譲渡が行われることで、
 ① 企業が非上場のまま時間をかけて成長することが可能になっている。
 ② 投資家は投資回収の機会を見込むことができ、当初の(プライマリー)投資を行いやすくなっている。
 > 我が国でも非上場企業への資金供給を行いやすくする観点から、投資家の投資回収機会を充実させるためにはどうすればよいか。

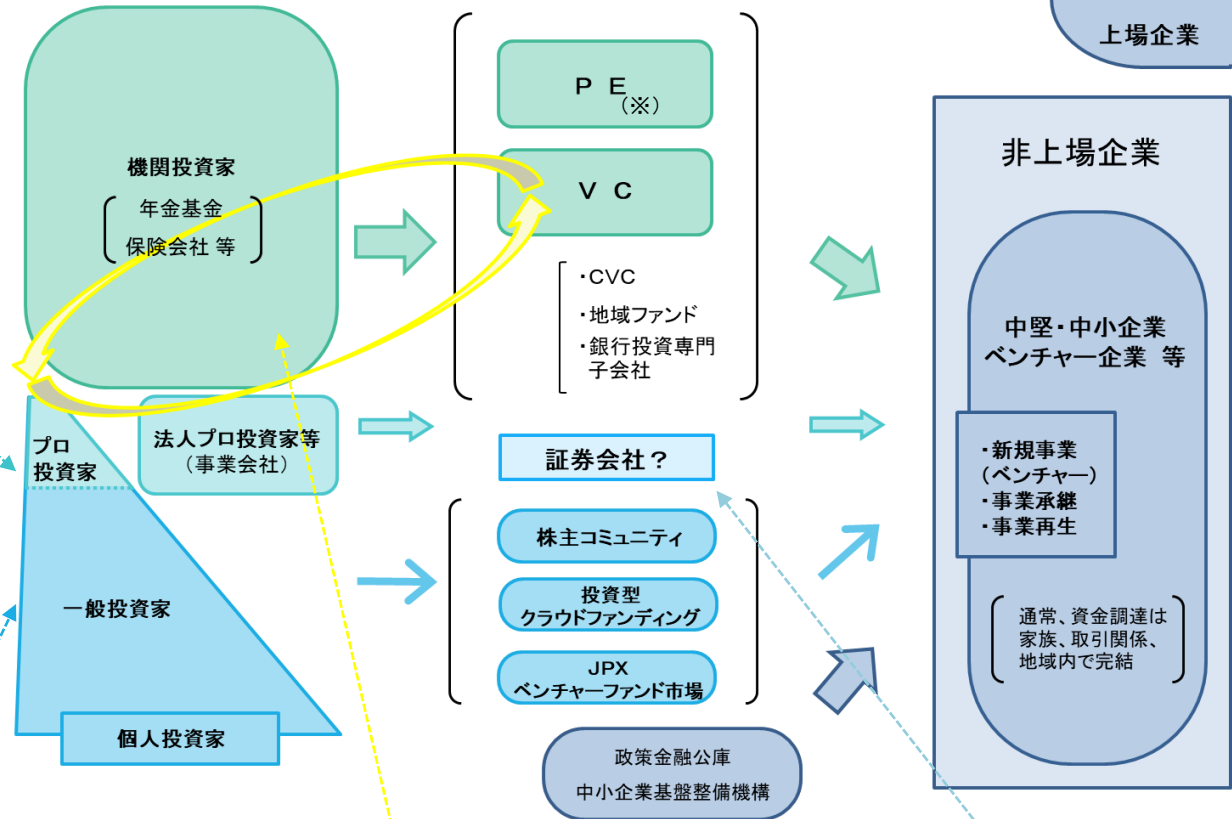
証券会社

非上場株式の投資勧誘は原則として禁止されており(日証協規則)、非上場株式の仲介は基本的に担っていない。
 > 証券会社にどのような役割が期待されるのか。

[家計・アセットオーナー]

[金融仲介]

[企業・事業者]



市場制度WGにおける委員の主な意見（プロ投資家等関係）

プロ投資家に関する意見

- 特定投資家の要件の見直しや移行手続の簡素化の検討は、特定投資家になることのメリットとリスクの大きさととのセットで考える必要があるだろう。特定投資家になるメリットがなければ特定投資家の要件を見直しても成長資金供給には繋がらないだろう。
- 個人がプロ投資家に移行した場合に現状ではメリットが薄いと感じる。プロ投資家が非上場株式の売買等にも参加できるような制度設計が良いのではないか。
- プロ投資家が非上場株式等に投資しやすくなる方向性で考えるのはどうか。既に投資型クラウドファンディングの投資上限の議論があるが、英国の規制では一定の要件を満たす投資家が非主流の金融商品への投資可能であり、あわせてクラウドファンディングでも投資上限なく投資可能であるため、検討時に参考になるのではないか。
- 特定投資家制度は金融商品取引業者等の投資家に対する行為規制を緩和するというメリットがある制度だが、元々の目的とは異なるメリットを付与することには慎重な検討が必要ではないか。非上場株式等への適合性を本来有しない個人投資家が特定投資家に移行したいがために不適切なリスクをとらないように配慮して検討する必要がある。それを自己責任と割り切ってしまうのが適切ではないという状況が生じ得るのではないか。
- 特定投資家制度の枠組みが拡大した場合に投資家保護の観点から特定投資家に提供する金融商品等のクオリティをどう確保していくか論点になるのではないか。健全な非上場株式市場の発展のため、非上場企業側の開示や取引価格の透明性のような制度設計も同時に考えていくべき。

流通市場の活性化に関する意見

- 成長資金供給は非常に重要なテーマであり、投資家、流通市場等は未発達で潜在的な可能性が高い分野であるため、米国等海外の事例を参照しながら規制緩和、制度整備を積極的に実施していくべき。
- 非上場会社の株主が株式の売却を希望する場合、発行体が売却先を探すよう求められることが多いが、株式の流動性が低いと売却先を探すのに時間を要し、経営者が事業に集中できない。もし流通市場が活性化していれば、このような機会損失を低減できる。

目次

I. 非上場企業への成長資金供給に関する課題

- 1. 非上場企業への資本性資金の流れ …… p.2
- 2. 市場制度WGにおける委員の主な意見（プロ投資家等関係） …… p.3

II. プロ投資家による成長資金供給の活性化に関する論点

- 特定投資家私募のあり方の検討 …… p.5

III. 非上場株式のセカンダリー取引の環境整備に向けた論点 …… p.9

特定投資家私募のあり方の検討(i)

特定投資家の位置付け

- 非上場企業等への成長資金の供給を促進する上で、金融取引における適切なリスク管理を行うことが可能なプロ投資家の果たす役割は重要。
- この点、2007年の金融商品取引法制定に伴い、特定投資家制度が導入され、知識・経験・財産の状況から金融取引における適切なリスク管理を行うことが可能なプロ投資家として「特定投資家」が位置付けられた。
- 特定投資家については、主に情報格差の是正を目的とする金融商品取引業者等の行為規制(書面交付義務、適合性原則等)の適用が除外される。

特定投資家向けの枠組み

- 金融商品取引法上、特定投資家向けの枠組みとしては、特定投資家私募が存在する。
※ この他、市場制度WG第6回において、株式投資型クラウドファンディングにおける特定投資家の投資上限額の見直しを議論。

特定投資家私募制度の概要

- 特定投資家私募では、一定の開示情報(「特定証券情報」)を提供し、金融商品取引業者等を介して特定投資家のみにも有価証券の取得勧誘を行う場合は、有価証券届出書の提出が免除される。

特定投資家私募の枠組み	特定上場有価証券等(TOKYO PRO Market等)	左記以外
特定証券情報	特定取引所規則において定める情報	金融庁長官が告示で指定する情報

(参考)開示規制上で有価証券届出書の提出が免除される私募の枠組み

	適格機関投資家私募	特定投資家私募	少人数私募
募集対象	適格機関投資家	特定投資家	制限なし
人数制限	制限なし	制限なし	50名未満
譲渡制限	適格機関投資家のみ譲渡可能	特定投資家等のみ譲渡可能	制限なし
情報開示	規定なし	特定証券情報等	規定なし
その他	—	適格機関投資家等以外の者を相手方とする場合は金融商品取引業者等への委託が必要	—

特定投資家私募のあり方の検討(ii)

非上場株式の特定投資家私募の課題

- 非上場株式については、金融商品取引業者による取得勧誘が日本証券業協会自主規制規則において原則として禁止されている。また、非上場株式に係る特定証券情報等が整備されておらず、プロ向け市場(TPM等)を除き特定投資家私募は現在利用できない。

非上場株式等の特定投資家私募のニーズ

- 特定投資家私募については発行体企業及び投資家から以下のようなニーズが寄せられている。

(発行体企業のニーズ)

- レイターステージのスタートアップ企業: 上場を見据え、上場前から継続的に株式を保有してくれる国内外の機関投資家等を幅広く金融商品取引業者から紹介してほしい。
- 地域の非上場企業: 他の地元企業や地元富裕層から金融商品取引業者を介して広く資金調達したい。

(投資家のニーズ)

- 機関投資家等: 自身でリーチできない投資機会を創出するため、金融商品取引業者等に新たな投資先候補を紹介してほしい。
- 個人のプロ投資家: パブリック市場だけで十分なリターンが期待できない中、私募のオルタナティブ商品(私募REITや私募投資信託等)[※]への投資に関心がある。

※ 日本証券業協会自主規制規則は、株券以外の非上場有価証券に係る取得勧誘を禁止していないが、私募のオルタナティブ商品等についても、特定投資家私募を行うには特定証券情報等の整備が必要。

特定投資家私募のあり方の検討 (iii)

検討の方向性

- プロ投資家による成長資金供給の促進及びプロ投資家の新たな投資機会創出の観点から、特定投資家向けの投資勧誘ルール等を適切に整備し、特定投資家私募を利用できるようにすることが考えられるかどうか。

項目	現状	検討の方向性
特定投資家向け投資勧誘ルールの整備	<ul style="list-style-type: none">・日証協規則では金融商品取引業者等による非上場株式の投資勧誘が原則として禁止されている。 <p>※一定の有価証券や投資家の類型については、例外的に投資勧誘を認めるルールが設けられている。</p>	<ul style="list-style-type: none">・金融商品取引業者等による特定投資家向け投資勧誘を認め、各取引において勧誘対象となる者の特性を踏まえ、投資勧誘に係る具体的なルールを整備することが考えられるかどうか。
非上場株式の特定証券情報の整備	<ul style="list-style-type: none">・TOKYO PRO Market等向けの特定証券情報のみが存在している。	<ul style="list-style-type: none">・特定証券情報の具体的な内容を指定するにあたっては、上記による投資勧誘ルールの整備と併せ、各取引において勧誘対象となる者の特性を踏まえ、<ul style="list-style-type: none">- 特定投資家が適切に投資判断を行えるものであるか- 発行者の開示負担へ配慮したものであるかを十分に考慮する必要があると考えられるかどうか。・なお、発行者による適切な情報の提供が確保されるよう、金融商品取引業者等が適切に関与する仕組み(自主規制ルールによる整備)も必要と考えられるかどうか。

(注)現状、「インターネットで募集に係る広告をすること」は、有価証券の募集に該当するとされている(開示ガイドライン4-1)。これについては、適格機関投資家や特定投資家のみが閲覧可能な場合(例えば、金融商品取引業者等のインターネット上の専用サイトで勧誘や広告を行う場合)、その適切な運用が確保されることを前提に、有価証券の募集に該当しない旨を開示ガイドラインで明確化することが考えられる。

目次

I. 非上場企業への成長資金供給に関する課題

- 1. 非上場企業への資本性資金の流れ …… p.2
- 2. 市場制度WGにおける委員の主な意見（プロ投資家等関係） …… p.3

II. プロ投資家による成長資金供給の活性化に関する論点

- 特定投資家私募のあり方の検討 …… p.5

III. 非上場株式のセカンダリー取引の環境整備に向けた論点 …… p.9

非上場株式のセカンダリー取引の環境整備に向けた論点

現状の課題と検討の方向性

- 現状、非上場株式の発行後の取引(セカンダリー取引)の機会は投資家間の相対取引や株主コミュニティ制度に限られており、投資家の投資回収の機会は限定的となっている。投資回収の機会を充実させることで、発行時のプライマリー投資を含め、更なる投資の促進が期待されることから、非上場株式のセカンダリー取引の環境を整備する観点から以下の見直しを行うことが考えられないか。

現行の取引方法	現状の課題	検討の方向性
投資家間の相対取引	<ul style="list-style-type: none">・金融商品取引業者等による非上場株式の投資勧誘は、日本証券業協会自主規制規則によって原則として禁止されており、投資家は自身で取引相手を探す必要があるため、取引の機会が限定的である。	<ul style="list-style-type: none">・金融商品取引業者等を介した特定投資家への売却を容易にするため、前述(7頁)の特定投資家向け投資勧誘ルールにおいて、セカンダリー取引に関するルールも整備することが考えられるかどうか。
株主コミュニティ制度	<ul style="list-style-type: none">・証券会社による株主コミュニティへの参加勧誘対象者が株主や役職員等に限られており、各コミュニティの参加者が少ないため、株主コミュニティにおける株式の発行・流通が少ない。・そのため、非上場企業による株主コミュニティ制度の利用も限定的である。	<ul style="list-style-type: none">・株主コミュニティの参加者を増やし、株式の発行・流通を活性化するため、適切な投資判断を行うことができ、リスク許容度の高い特定投資家を株主コミュニティの参加勧誘対象に加えることが考えられないか。

(参考) 金融商品取引法におけるプロ投資家の枠組み

適格機関投資家	特定投資家	適格投資家	適格機関投資家等特例業務対象投資家
開示義務を免除(プロ私募)	説明用書面の交付を免除	適格投資家向け投資運用業(いわゆる「プロ向け投資運用業」)の対象	適格機関投資家等特例業務(いわゆる「プロ向けファンド」)の対象(49名以内)
金商法2条3項1号 定義府令10条	金商法2条31項、34条の3第1項、 34条の4第1項、 定義府令23条、業府令61条、62条	金商法29条の5第3項 施行令15条の10の7、業府令16条の6	金商法63条 施行令17条の12、業府令233条の2
一種業者・投資運用業者 投資法人・外国投資法人	適格機関投資家は特定投資家に該当	適格機関投資家は適格投資家に該当	(適格機関投資家は人数制限なし)
銀行その他預金等取扱機関(信組は【届出】)	国	国	国
保険会社・外国保険会社等	日銀	日銀	日銀
地域経済活性化支援機構	投資者保護基金	投資者保護基金	地方公共団体
東日本大震災事業者再生支援機構	特殊法人・独立行政法人等	特殊法人・独立行政法人等	特殊法人・独立行政法人等
財政融資資金の管理・運用者	預金保険機構・貯金保険機構	預金保険機構・貯金保険機構	一定の公益社団法人等
GPIF	保険契約者保護機構	保険契約者保護機構	一定の資産管理会社
国際協力銀行等	特定目的会社	特定目的会社	特定目的会社
日本政策投資銀行	上場会社	上場会社	上場会社
短資業者	株式会社(資本金5億円以上)	法人(資本金又は純資産5千万円以上)	法人(資本金又は純資産5千万円以上)
銀行法施行規則17条の3第2項12号に掲げる業務を目的とする株式会社(資本金5億円以上)【届出】	外国法人	外国法人	外国法人
投資事業有限責任組合	金融商品取引業者(法人のみ) (一種業者・投資運用業者以外)	金融商品取引業者 (一種業者・投資運用業者以外)	金融商品取引業者 (一種業者・投資運用業者以外)
民間都市開発推進機構	適格機関投資家等特例業務届出者(法人のみ)	適格機関投資家等特例業務届出者	適格機関投資家等特例業務届出者等
信託会社・外国信託会社【届出】	年金基金(投資性金融資産100億円以上)	年金基金(投資性金融資産100億円以上)	年金基金(投資性金融資産100億円以上)
法人【届出】(保有有価証券残高10億円以上)	法人(投資性金融資産1億円以上)	法人(投資性金融資産1億円以上)	法人(投資性金融資産1億円以上)
一定の特定目的会社【届出】	個人(投資性金融資産1億円以上、証券口座開設後1年経過)	個人(投資性金融資産1億円以上、証券口座開設後1年経過)	個人(投資性金融資産1億円以上、証券口座開設後1年経過)
個人【届出】(保有有価証券残高10億円以上、証券口座開設後1年経過)	組合、匿名組合又は有限責任事業組合の業務執行組員等(出資合計額3億円以上)	組合、匿名組合、有限責任事業組合又は外国の組合等の業務執行組員等(投資性金融資産1億円以上)	組合、匿名組合、有限責任事業組合又は外国の組合等の業務執行組員等(投資性金融資産1億円以上)
組合、匿名組合又は有限責任事業組合の業務執行組員等(保有有価証券残高10億円以上)【届出】	(注) 東証プロ向け市場の参加者になることが可能な者として、「特定投資家等」(特定投資家又は非居住者)の分類がある。 (金商法2条3項2号口(2)、117条の2)	当該金業者の役員、使用人	当該特例業者の役員、使用人
外国金融機関等【届出】	当該金業者の親会社・子会社等	当該金業者の親会社・子会社等	当該特例業者の親会社・子会社等
外国政府等【届出】	当該金業者の運用委託先	当該金業者の運用委託先	当該特例業者の運用委託先
年金基金・外国年金基金【届出】 (資産(流動負債等を除く)100億円以上)	当該金業者の投資助言委託先	当該金業者の投資助言委託先	当該特例業者の投資助言委託先
【届出】は、金融庁に届出を行うことにより適格機関投資家となることのできる者	当該金業者の親会社・子会社等、運用委託先、投資助言委託先の役員、使用人	当該金業者の親会社・子会社等、運用委託先、投資助言委託先の役員、使用人	当該特例業者の親会社・子会社等、運用委託先、投資助言委託先の役員、使用人
	金業者、上場会社等の子会社等・関連会社等	金業者、上場会社等の子会社等・関連会社等	金業者、上場会社等の子会社等・関連会社等
	外国の組合型ファンド等	外国の組合型ファンド等	外国の組合型ファンド等
	当該金業者等の3親等以内の親族	当該金業者等の3親等以内の親族	当該特例業者等の3親等以内の親族

一般投資家への移行可

特定投資家以外の法人
個人(純資産・投資性金融資産3億円以上、取引経験1年以上)
組合、匿名組合又は有限責任事業組合の業務執行組員等(出資合計額3億円以上)

へ特定投資家

等

(参考) 特定投資家向けの枠組み案 (第6回市場制度WG資料再掲)

投資型CF 投資家の投資上限額(50万円)の見直し(i)

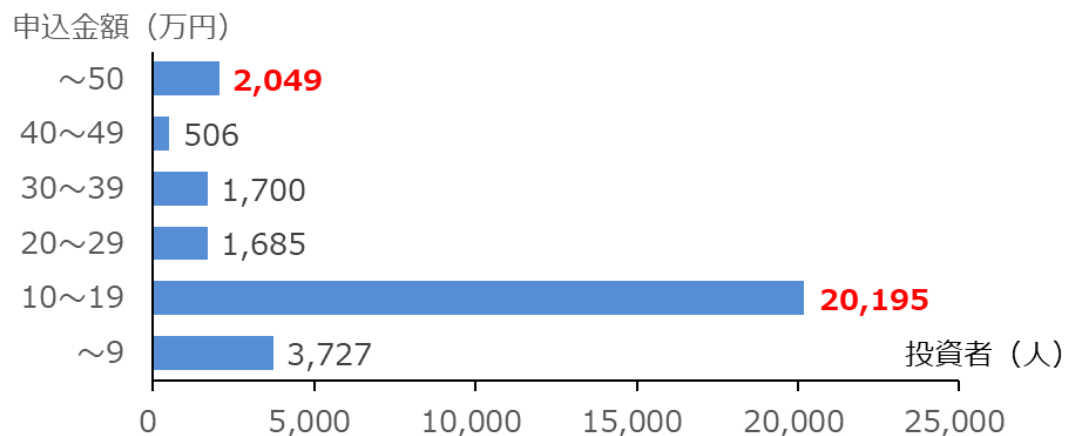
1. 制度の概要

- 投資型CFでは、発行体が破綻した場合等に投資家の損失額を限定することなどを目的として、投資家の投資上限額が設けられており、現行制度上、1案件あたり50万円とされている。

2. 利用状況・ニーズ

- これまでの投資家の投資状況を見ると、全体の70%弱が10万円台に集中している一方、上限の50万円を投じる投資家も一定数存在する。
- CF仲介業者によると、投資型CFを利用する一部の投資家において50万円を超える金額を投資したいとのニーズがある。また、事業会社が投資型CFを利用して投資を行う場合、50万円以下の投資は現実的ではないとの声もある。

<投資家1人当たり投資金額の分布>



※ 2020年11月末までの成立案件151件、投資者計延べ29,862人の実績

【出典】日本証券業協会資料を基に金融庁にて作成

(参考) 特定投資家向けの枠組み案 (第6回市場制度WG資料再掲)

投資型CF 投資家の投資上限額(50万円)の見直し (ii)

3. 海外の状況

- 日本の投資型CFにおける投資上限額は、案件ごとに一律50万円となっているが、米国・英国の投資上限額は、年収や純資産を基準に年間通算の投資上限額が定められている。

※日本の投資型CF創設時の検討では、投資家の年収・純資産による段階的な上限額設定はCF仲介業者による要件の確認作業が煩雑であることから、簡便な定額設定が望ましいとされた。

- また、日本では投資家の属性に区別なく一律に投資上限額が定められているが、米国・英国においては、いわゆるプロ投資家については投資上限額が設けられていない。

＜日米英の投資型CFにおける投資上限額の状況＞

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

【出典】野村資本市場研究所「英国の株式投資型クラウドファンディングー拡大の背景にある政府・業者の取り組みー」、SEC資料を基に金融庁にて作成

4. 検討の方向性

- CF仲介業者やCF利用企業からは、投資上限額の引上げニーズが寄せられている。また、海外ではプロ投資家については投資上限額の制限は設けられていない。こうした状況を踏まえ、いわゆるプロ投資家である特定投資家については、自身でリスクを踏まえた適切な投資額を判断できると考えられることから、投資上限額を見直すことが考えられるがどうか。

※特定投資家の要件等に関する論点は、次回以降の会合において議論を予定。

- 他方、多くの投資家の投資金額は10万円台に留まっており、また、投資型CFによる投資のリスク等を検証するには時期尚早であることから、一般投資家の投資上限額の見直しについては、今後の投資状況等を見極める必要があると考えられるがどうか。

※海外との比較において、米英は年間通算の上限額である一方、日本は案件ごとの上限額であり、必ずしも日本の投資上限額が限定されているわけではない。

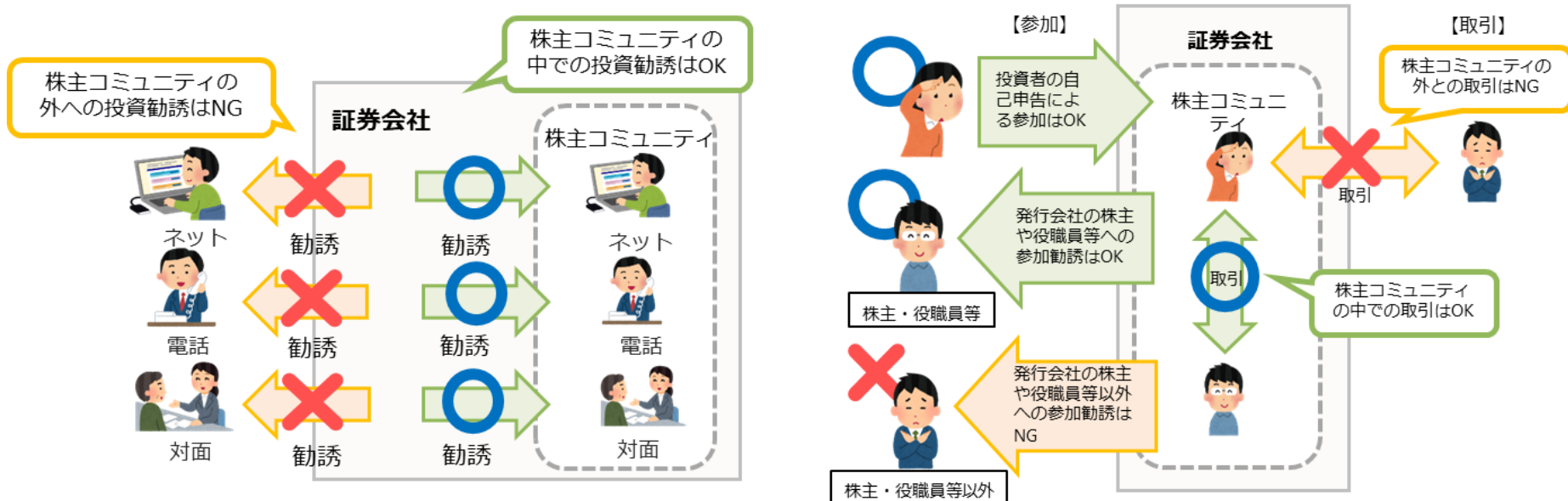
(参考)株主コミュニティ制度

制度概要

- 株主コミュニティ制度は、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、2015年5月に日本証券業協会において創設された非上場株式の発行・流通のための制度。証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、これに参加する投資者に対してのみ投資勧誘を認める仕組みとなっている。
- 株主コミュニティの利用主体(発行体)としては地域密着型企业や新規・成長企業が想定されている。
- 株主コミュニティは証券会社が実在性や財務状況等を審査の上で組成される。また、株主コミュニティの運営証券会社は発行者に係る情報※を提供又は閲覧可能な状態にする必要がある。

※有価証券届出書作成会社にあつては有価証券届出書等、それ以外の会社にあつては会社法に基づく計算書類等

株主コミュニティ制度の仕組み



【出典】日本証券業協会資料