

「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」報告書等について

2025年10月15日
日本証券業協会



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」
について
2. 本懇談会報告書の内容について
3. 準特定投資家による投資について

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」について

(1) 開催の経緯 — 政府提言等

とう
10/4は
証券投資の日



規制改革実施計画(2024年6月21日閣議決定)

※いずれも一部抜萃

○発行市場(私募)の活性化

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家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。

その際、金融庁は、日本証券業協会と連携し、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。

○流通市場の活性化等

金融庁は、日本証券業協会と連携し、PTSの活用を促進する観点から、PTS取引実務における課題について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。

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。その際、制度の整合性を取る結果、対応のためのコストが、もともとの制度が予定していた「より大規模なビジネス」の場合と同様に掛かり、それが少額多品種多頻度のものを処理しなければいけないフィンテックやスタートアップといった企業にとって致命的なものとなることを避けるため、制度をどのように策定したかではなく、課題をどのように解決できるようになったかという観点を重視するとともに、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。

新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改訂版(2024年6月21日閣議決定)

○セカンダリー・エコシステムの形成

非上場株式のセカンダリー取引(既存発行株式の投資家間取引)の活性化に向けて、運営事業者の新規参入促進のため、改正金融商品取引法に基づく制度整備を図るとともに、セカンダリーマーケットに関する日米比較調査を行う。また、関係者の実務やニーズを踏まえ、円滑な取引が行われる枠組みの整備を含め、セカンダリー・エコシステムの形成を図る。

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」について

(1) 開催の経緯 — 本協会における方針

※いずれも一部抜萃

2024事務年度

本協会が対応すべき重要施策について(2024年7月1日策定)

③ スタートアップ育成の支援

- 特定投資家向け銘柄制度(J-Ships)の普及に向けた取組み
- スタートアップへの成長資金供給促進のための環境整備

日証協「当面の主要課題」(2024年7月1日策定)

○特定投資家向け銘柄制度(J-Ships)の普及に向けた取組み

制度の更なる利活用に向け、J-Ships銘柄の周知活動を行うとともに、特定投資家制度やJ-Shipsについて説明する際に提供できる情報提供の緩和など制度の改善に向けた検討を行う。

○スタートアップへの成長資金供給促進のための環境整備

スタートアップへの成長資金供給促進のため、株式投資型クラウドファンディングや登録PTS運営会社における非上場有価証券の取引に関する制度整備に向けた検討を行う。

2025事務年度

本協会が対応すべき重要施策について(2025年7月1日策定)

資本市場の更なる機能発揮

- スタートアップへの資金供給促進(J-Ships普及、非上場株式等への投資環境整備)

日証協「当面の主要課題」(2025年7月1日策定)

○特定投資家向け銘柄制度(J-Ships)の利活用に向けた取組み

J-Shipsの更なる活性化のために制度の周知活動を行うとともに、特定投資家による投資を促進する観点から、制度の更なる利活用のための制度改善に向けた検討を行う。

○スタートアップへの成長資金供給促進のための環境整備

「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」(金融庁と共管)の議論を踏まえ、スタートアップへの成長資金供給促進のために必要な対応について検討する。

非上場株式等の取引制度等に係る周知活動の強化を図る。

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」について

(2) 懇談会の概要

とうし
10/4は
証券投資の日



➤ 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。

➤ 懇談会報告書

2025年9月5日、懇談会の議論を取りまとめた「『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」を公表

3. エクイティによる資金供給活性化に向けた取組み

(3) 懇談会委員等名簿(2025年9月5日時点)

とう
10/4は
証券投資の日



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	

3. エクイティによる資金供給活性化に向けた取組み

(4) 議論の経緯

とう
10/4は
証券投資の日



第1回 【2025年1月30日(木)】	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(日本証券業協会説明) 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 常務)からのプレゼンテーション
第2回 【2025年3月18日(火)】	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年4月18日(金)】	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 シニアフェロー)からのプレゼンテーション
第4回 【2025年5月13日(火)】	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(KPI・KGIの考え方、原則勧誘禁止、市場仲介者の役割)
第5回 【2025年6月6日(金)】	○ 本懇談会の論点と対応の方向性②(プライマリー、セカンダリー、その他)
第6回 【2025年6月23日(月)】	○ 本懇談会の論点と対応の方向性③(第4回及び第5回で寄せられた御意見を踏まえた対応)
第7回 【2025年7月31日(木)】	○ 報告書案の提示
【2025年9月5日(金)】	報告書公表

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」
について
2. 本懇談会報告書の内容について
3. 準特定投資家による投資について

2. 本懇談会報告書の内容について

(1) 全体のポイント

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。

2. 本懇談会報告書の内容について

(2) スタートアップ企業等への資金供給等のあり方(全体像)

とう
10/4は
証券投資の日



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、中堅の専門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。

2. 本懇談会報告書の内容について

(3) KGI・参考指標の設定

とう
10/4は
証券投資の日



JSDA

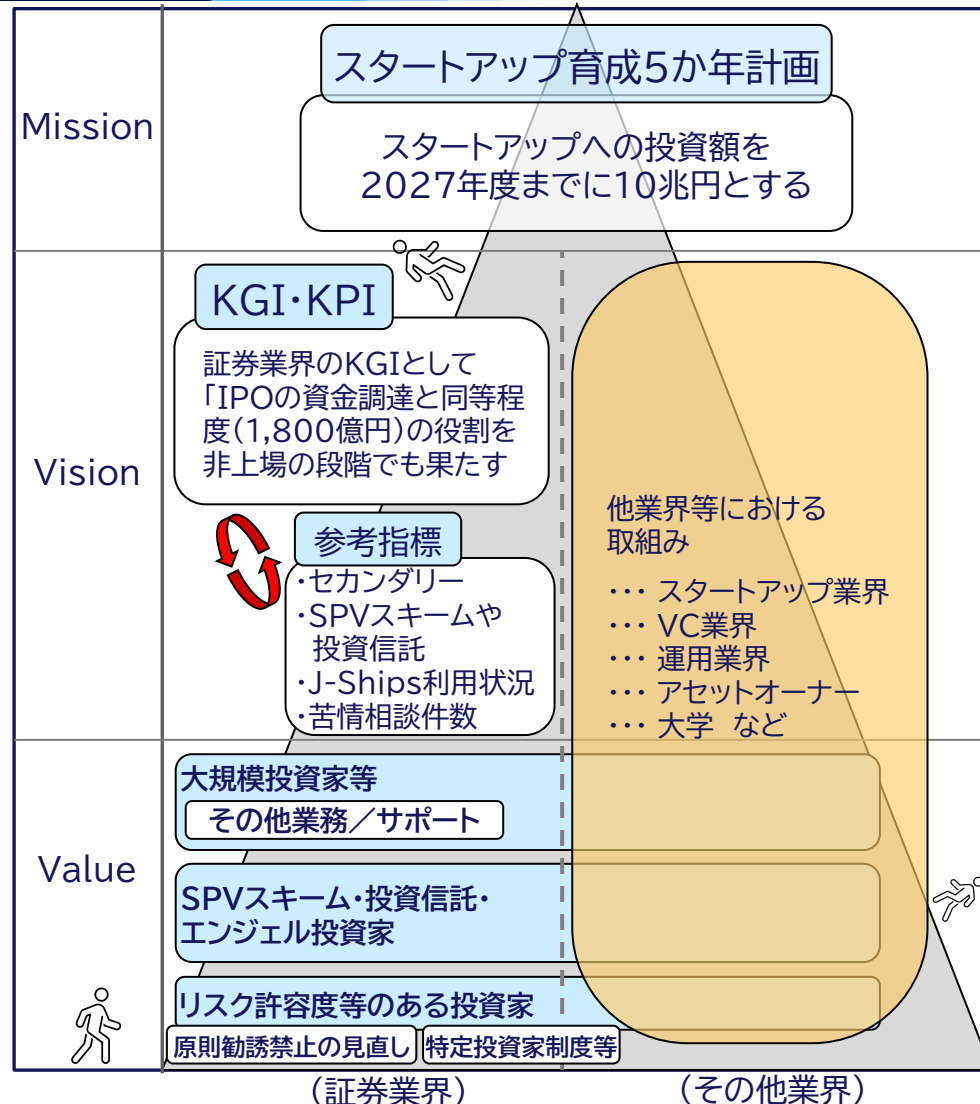
- IPOの資金調達と同等程度の役割を非上場の段階で果たすことを目指し、「市場仲介者が関与する資金調達額を2027年度までに1,800億円とすること」をKGIとして設定。

— 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

2. 本懇談会報告書の内容について

(4) 大規模投資家等

とうし
10/4は
証券投資の日



- 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

2. 本懇談会報告書の内容について

(5) SPVスキーム・投資信託・エンジェル投資家

とう
10/4は
証券投資の日



- 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。

2. 本懇談会報告書の内容について

(6) 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)

2. 本懇談会報告書の内容について

(7) 制度周知等



- 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。

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」
について
2. 本懇談会報告書の内容について
3. 準特定投資家による投資について

3. 準特定投資家による投資について

(1) 懇談会における議論の概要

とう
10/4は
し
証券投資の日



・スタートアップ企業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、投資者の裾野拡大を図るためには、大規模投資家等以外の「リスク許容度・投資判断能力のある投資者」による投資も求められている。

・「リスク許容度・投資判断能力のある投資者」による取引制度としては、特定投資家を対象にした「J-Ships 制度」があるが、一般投資家が特定投資家に移行すると、適合性の原則等の金商法上の行為規制が適用されなくなるため、特定投資家の移行には慎重な姿勢。

・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)には、特定投資家と同等のリスク許容度・投資判断能力を有している投資者也存在するところ、このような準特定投資家によるスタートアップ企業への投資は、スタートアップ企業にとっては資金供給者の裾野拡大及び投資者にとっては投資機会の拡大に寄与。
・一方、非上場企業であるスタートアップ企業への投資は、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。

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・グループにおいて投資家保護に留意して検討を行う。

なお、準特定投資家による投資は、現行の開示規制で認められる少人数私募・私売出し、少額免除の枠組みを利用した取引制度を前提としてルール整備を行うこととなる。

3. 準特定投資家による投資について

(2) 制度整備に向けた検討

〈制度整備に当たっての基本となる考え方〉

準特定投資家による投資については、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

〈懇談会で寄せられた問題意識〉

- ・特定投資家への移行申出という意思表示がない状態でも、準特定投資家が比較的风险の高い非上場株式の投資勧誘を受けることになるという懸念
- ・インサイダー取引や不公正取引規制が十分ではなく、難易度とリスクの高い非上場株式の取引において、上場株式と質的に異なる情報格差の中で、準特定投資家にリスクや損失が押しつけられる事態が生じ得る

〈懇談会での議論〉

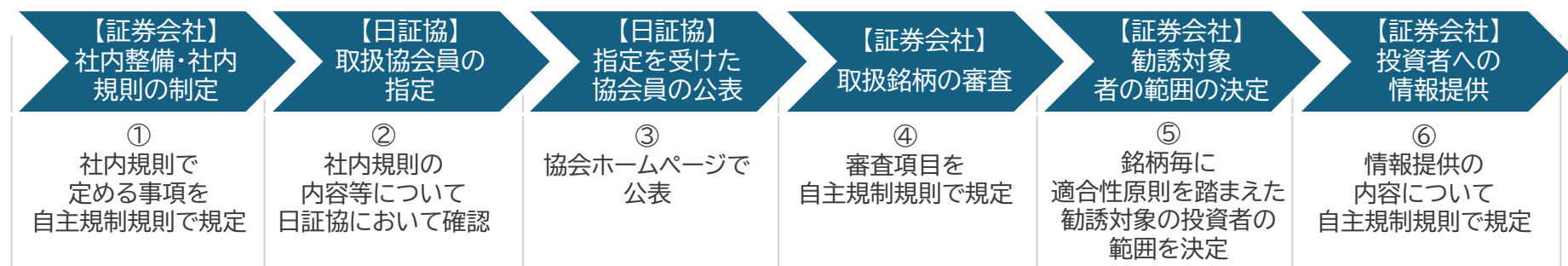
- ・準特定投資家として取り扱うかは、形式要件のみならず、適合性原則を踏まえ、スタートアップ投資への適格性を有するかを実質的に判断すべき
- ・協会員による銘柄審査は極めて重要
- ・非上場株式の特性やリスクについて十分な理解を得るとともに、個別の企業に関する情報も適切に提供される必要

〈報告書で示された具体的な対応〉

(自主規制で措置すべき事項)

- ・日証協規則に定める事項を盛り込んだ社内規則の制定
- ・取扱協会員として、日証協から指定を受けること
- ・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

〈自主規制のイメージ〉



3. 準特定投資家による投資について

(3) 今後の課題

とうし
10/4は
証券投資の日



〈今後の課題〉

・準特定投資家による投資における開示制度

- ▶ 準特定投資家による投資の前提とする少人数私募・私売出し、少額免除の枠組みのなかでは、スタートアップ企業が希望する資金調達を行えない可能性がある。また、少人数私募・私売出しを利用する場合、勧誘した投資者の人数管理は実務上の負担が大きい。

・特定投資家制度

- ▶ 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。一方、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) とは別の概念であり、開示上のプロの投資家と行為規制上のプロの投資家の概念は同一とはされていない。

3. 準特定投資家による投資について

<参考> 本懇談会報告書における記載(抜粋)

とう
し
10/4は
証券投資の日



【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

(前略)

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。

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。

(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・私売出しや少額免除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。