

事務局説明資料

2025年10月15日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

I. 有価証券届出書の提出免除基準の検討

(1) 提出免除基準の見直し

(2) 少額募集制度の見直し

II. 特定投資家私募制度の見直し

III. 株式報酬に係る開示制度の見直し

IV. ご議論いただきたい事項

有価証券届出書の提出免除基準の引上げについて

- 第1回DWGでは、有価証券届出書の提出免除基準を、現行の1億円から引き上げるという方向性については、基本的に賛同するとの意見が多数であった。
- 他方、提出免除基準を見直した場合の効果や提出免除基準の妥当性を示すデータが必要であるとの意見や投資者保護に配慮すべきといった意見がみられた。

第1回DWGにおけるご意見(要約)

- ・ 事務局の分析及び議論の方向性について賛同
- ・ 対象の投資家をプロ投資家等に絞る等の投資家保護を行った上でスタートアップの資金調達を活性化させるという方向について賛同
- ・ 提出免除基準を見直すという方向性には賛同。もっとも、検討するに当たっては水準の妥当性や見直しによる効果を示す分析や客観的なデータが必要
- ・ 提出免除基準を見直すという方向性には基本的に賛同するが、投資者保護の観点から問題がないか検討すべき
- ・ 企業が資本市場を活用して資金調達する手段を広げるという意味で非常に有意義。他方、非上場株式は一般的に情報の非対称性が大きく、リスクが高いことから、どのような投資家を念頭とするか確認すべき
- ・ 提出免除基準の引上げによる効果を受ける企業や投資家の属性や、企業の資金調達ニーズの把握といった現状把握が重要
- ・ 引上げに反対ではないが、特定投資家の層を広げていくことが検討されていることも併せて考えると、慎重な議論が必要ではないか
- ・ 提出免除基準の変更に当たっては、開示の負担と開示要件の重要性のバランスというのをしっかりと考えていく必要がある。また、発行開示は企業に対する責任意識を向上させる側面もあることから、提出免除基準の見直しだけでなく、何がスタートアップにとって必要なのかについて検討すべき

[参考]募集・私募に対する規制の全体像(非開示会社の場合)

第1回ディスクロWG (8/26)
資料

- 50人以上の一般投資家を対象とする新規発行有価証券の勧誘行為は募集に該当し、調達金額が1億円以上であれば、有価証券届出書の提出が必要(赤枠部分)。その後、継続的に有価証券報告書等の提出が必要。

(注1) 勧誘対象者数は過去3か月分を通算。調達金額は、過去1年間の募集・売出しの調達金額を通算

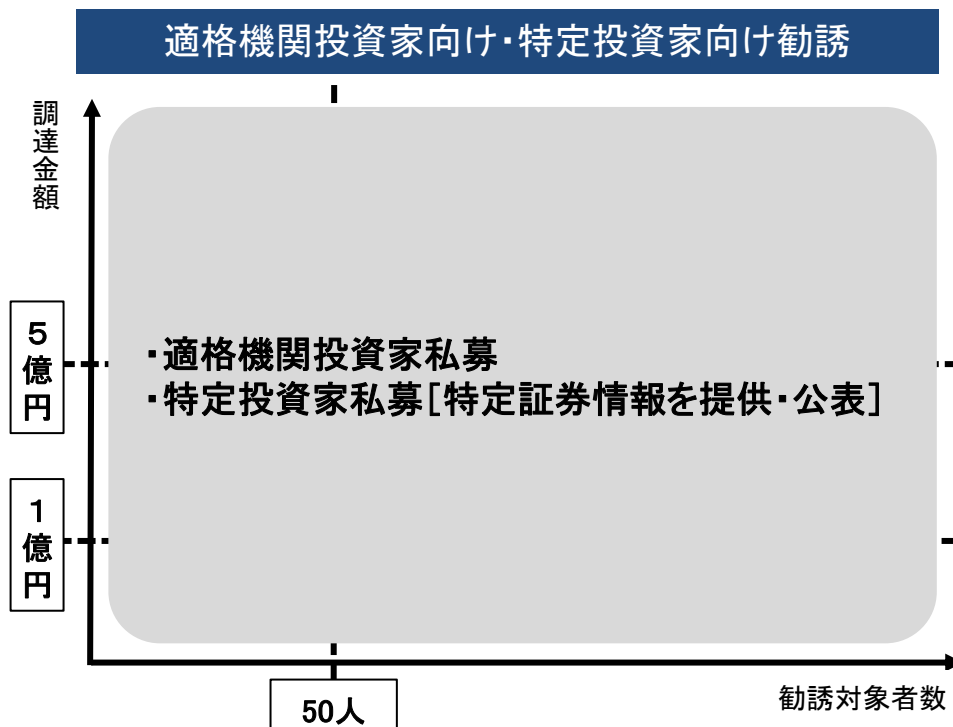
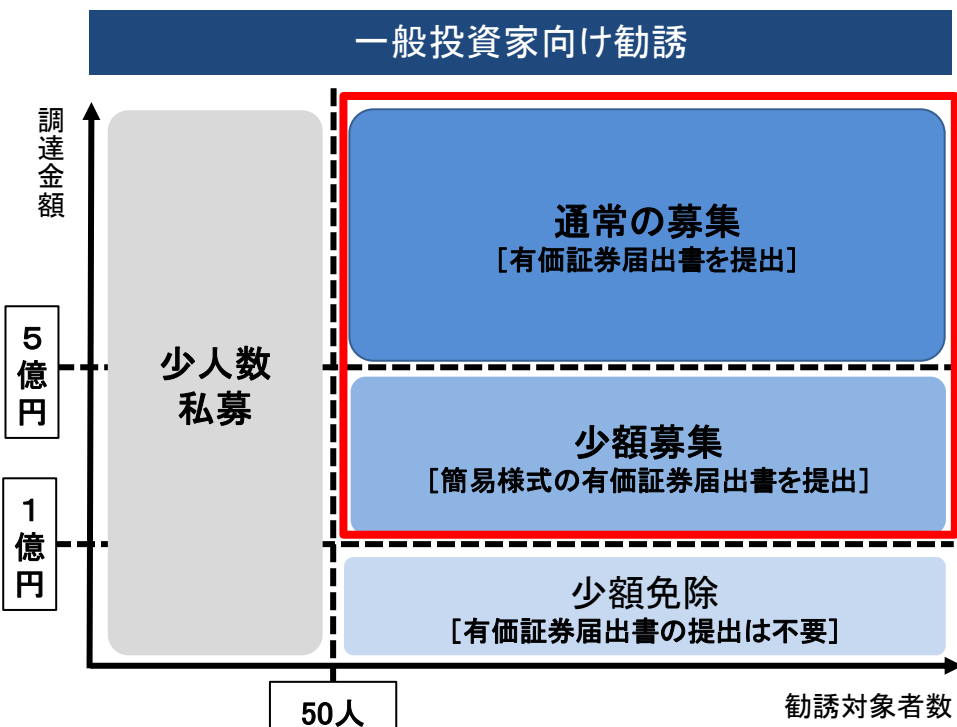
- 投資者保護に留意しつつ、スタートアップ・成長企業への投資を更に推進する観点から、資金調達に必要な情報開示に伴うコストも踏まえ、1億円の有価証券届出書の提出免除基準引上げ等について検討する必要

(注2) 「規制改革実施計画」(2025年6月)では、スタートアップ関連施策として、1億円の有価証券届出書の提出免除基準の引上げ等を提言。

- 募集に該当しない勧誘は私募といい、少人数私募、適格機関投資家私募、特定投資家私募がある。私募は調達金額の多寡にかかわらず、有価証券届出書の提出が不要(ただし、特定投資家私募については、特定証券情報を相手方に提供し、又は公表する必要)

(注3) 特定証券情報は、証券情報と企業情報で構成されるが、会社法上の計算書類と事業報告の添付をもって企業情報に代えることができるほか、計算書類の監査が義務付けられていないなど、有価証券届出書に比して簡易なものになっている。

(注4) 特定投資家私募を巡っては、2025年に、特定投資家要件の明確化、インターネット勧誘等の利便性向上を図るためのガイドライン等の改正を行った。

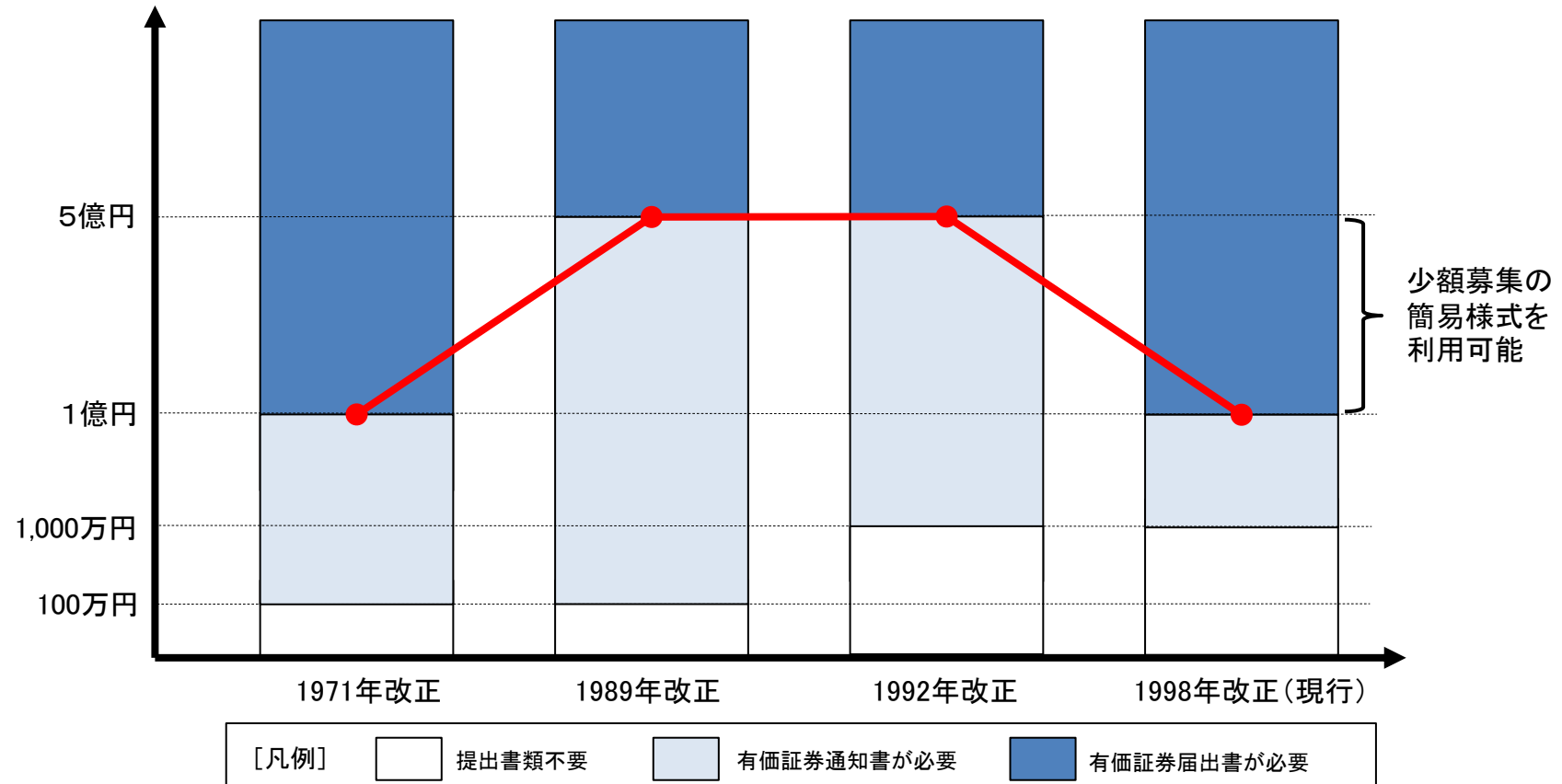


[参考] 有価証券届出書の提出免除基準の推移

第1回ディスクロWG (8/26)
資料

- 有価証券届出書の提出免除基準は、証券取引法の制定以降、順次引き上げられてきたが、直近の1998年の見直しでは、**5億円**から**1億円**に**引き下げ**られている(この際、従前開示義務のなかった1億円から5億円の範囲の募集について、簡易様式による開示を可能とする**少額募集の制度**を新設)。
- この金額の引下げは、①インターネット勧誘の普及により、容易に広範囲にわたる勧誘が可能となっていること、②1997年から未上場株の勧誘規制が一部緩和されたこと^(注)、といった状況変化を踏まえ、投資者保護の観点から実施されたもの。具体的な金額基準は、米国において100万ドル未満の資金調達が開示義務が免除されていること等を考慮し、1億円とされたもの。

(注) 日本証券業協会の規則において、未上場株式に係る取得勧誘が禁止されていたが、①証券取引法の継続開示を行っており、②財務諸表等に適正又は適法意見が付された監査報告書が添付されている企業の株式についての勧誘が可能となった。



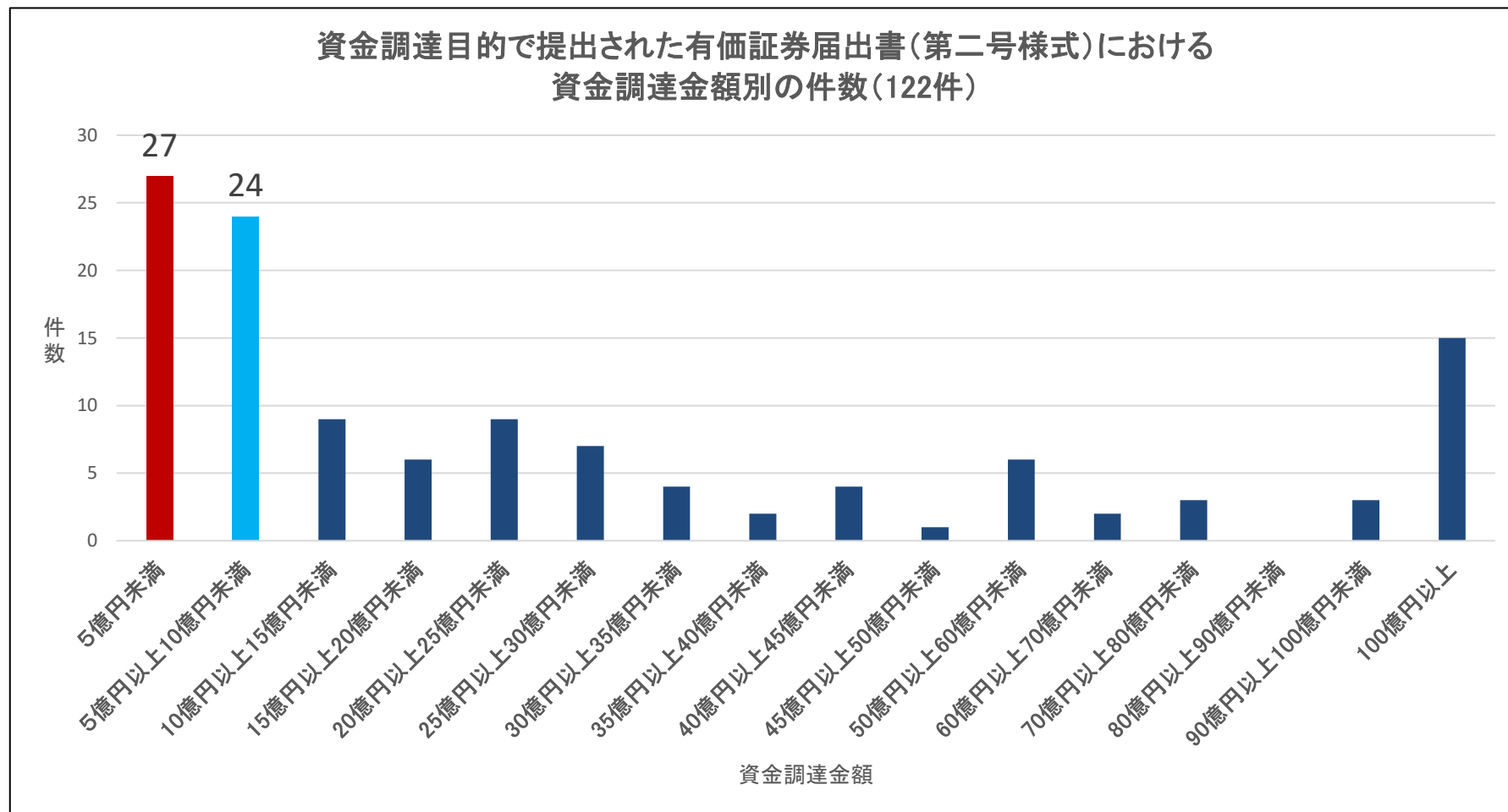
資金調達に関する調査・分析

- 有価証券届出書の提出免除基準の検討の前提として、資金調達の状況を把握するため、①開示書類に基づく調査、②私募等の実態に関する調査を実施した。
- ①開示書類に基づく調査では、過去10年間に提出された有価証券届出書等から資金調達額と企業規模を表す指標を抽出し、これらの関係性を分析した。
- ②私募等の実態調査では、スタートアップ企業、法律事務所、証券会社等からヒアリング等の方法により、私募の実施方法や実施状況について確認した。

①開示書類に基づく調査	調査対象	➤ 2015年1月1日から2024年12月31日までの10年間に提出された有価証券届出書及び発行登録書 ・第二号様式(通常方式):190件 ※組込方式・参照方式を使用できない場合に利用。 ・第二号の二様式(組込方式):1,735件 ※継続開示要件を満たす場合に利用可能。 ・第二号の三様式(参照方式):3,063件 ※継続開示要件及び周知性要件を満たす場合に利用可能。 ・第二号の四様式(新規上場):988件 ※新規上場時に提出される有価証券届出書。 ・第二号の五様式(少額募集):12件 ※発行価額又は売出価額の総額が1億円以上5億円未満の場合に利用可能。 ・第十一号様式(発行登録書):2,444件 ※継続開示要件及び周知性要件を満たす場合に利用可能。 ※ 対象有価証券は株券のほか、新株予約権証券、新株予約権付社債券及び社債券を含む。
	目的	➤ 届出書の提出免除基準を上げた場合に開示が不要となる範囲を把握
	集計データ	➤ <u>会社規模を計る指標として、「売上高」・「総資産」・「純資産」・「資本金」</u> ※ 売上高、純資産、総資産はいずれも連結の数値がある場合には、連結の数値を集計し、連結の数値がない場合には、単体の数値を集計。 ※ 売上高の記載がない場合には、売上収益・営業収益・経常収益・事業収益・保険料等収入・投資収益総額・収益のいずれかを集計。 ※ 総資産の記載がない場合には資産合計を集計。 ➤ <u>「発行株式数」・「売出株式数」(海外分を含む)、「発行価額」・「売出価額」・「引受価額」</u> ※ ブックビルディング方式により発行価額等を決定している場合、条件決定後に提出される訂正有価証券届出書記載の発行価額等を集計。
②私募等の実態調査	調査概要	➤ スタートアップ企業(ステージごと)、ベンチャーキャピタル、証券会社、法律事務所等、スタートアップ企業が実施する資金調達に関与し得る関係者(20先)に対して、私募の実施方法、資金調達金額等をヒアリング。

資金調達額別の有価証券届出書の提出件数の分布

- スタートアップ企業による利用が想定される有価証券届出書は、**第二号様式**。
- **過去10年間に提出された第二号様式の有価証券届出書のうち、資金調達に際して提出されたもの**（株式報酬、売出し、株式交付等の組織再編に際して提出されたものを除外）を調達金額別にみた場合、**5億円未満**と**5億円以上10億円未満**の件数が多数。
- このため、この**二つの金額帯を念頭に、有価証券届出書の提出免除基準を検討**することが適當。

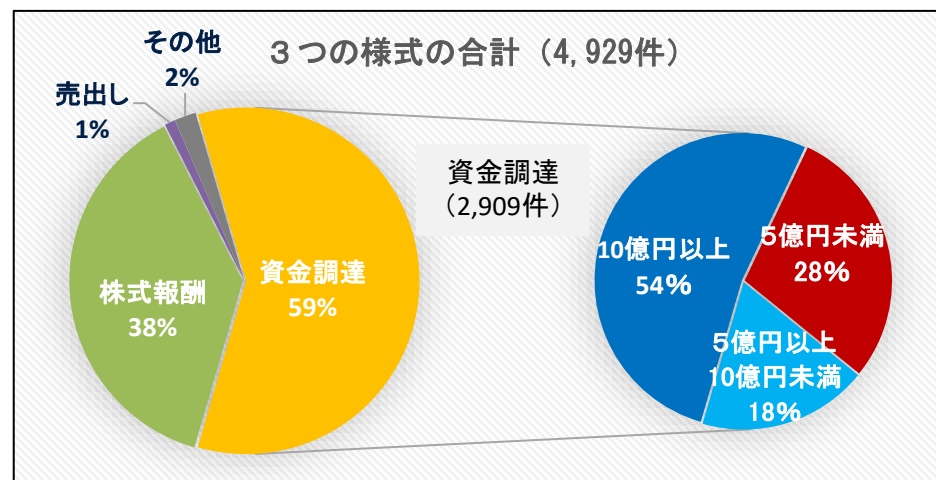
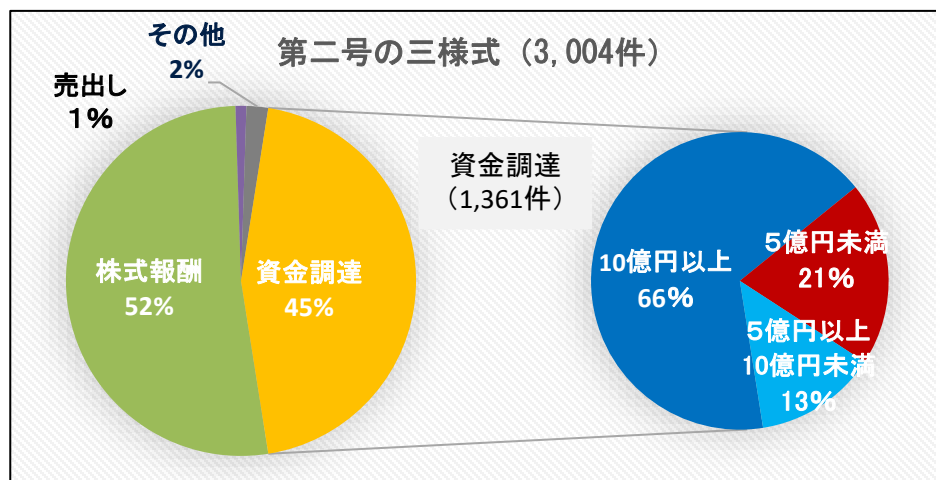
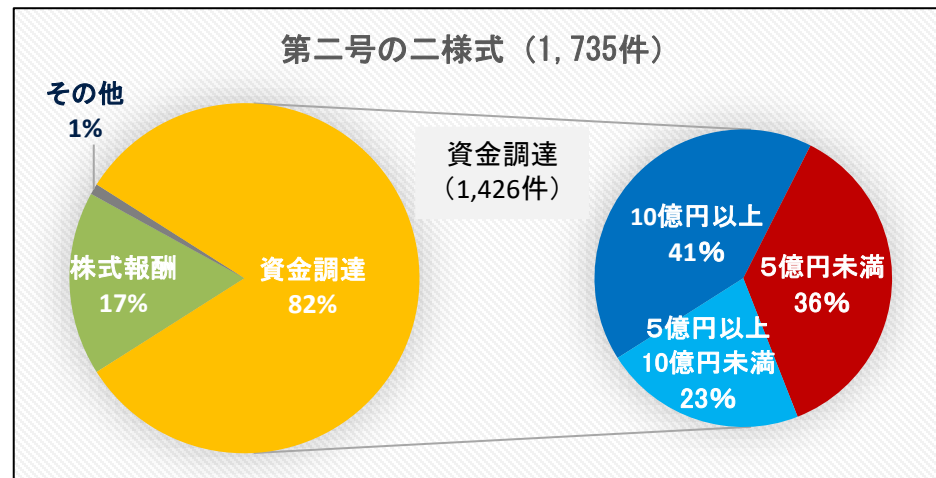
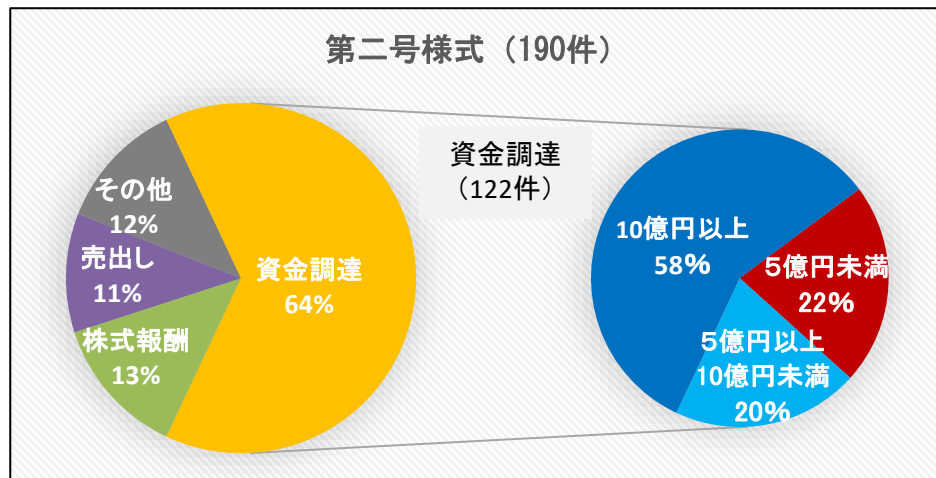


有価証券届出書の提出免除基準を引き上げた場合の影響

- 過去10年間に提出された資金調達を目的とする有価証券届出書等のうち、提出免除基準を仮に1億円から5億円に引き上げた場合に有価証券届出書の提出が免除されるものの割合は、以下の円グラフ(■部分)のとおり。第二号様式で約22%、3様式合計で約28%の提出が免除される。

(注1) グラフ中緑色の部分は株式報酬に係る届出書であり、株式報酬に係る制度見直し(後述)が行われることとなれば、有価証券届出書の提出免除基準の引き上げの効果とは別に、基本的に届出書が不要となると考えられる。

(注2) 「その他」は、株式交付等の組織再編を目的とするものや、資本業務提携等、資金調達を目的として有価証券届出書が提出されていないものを指す。



(※) 2015年1月1日から2024年12月31日までに提出された有価証券届出書を対象に調査。ただし、既に取下げられているものや、新規上場時の資金調達の際に提出される第二号の四様式、5億円未満の少額募集の際に提出される第二号の五様式は集計の対象外としている。また、第十一号様式は1件を除き5億円未満の募集・売出しを対象として提出されているものがないことから、同様に集計の対象外としている。

私募等の実態調査の調査結果(1)

非上場会社の資金調達の特徴

調査の目的

- 非上場会社の資金調達は私募が利用されることも考えられるが、私募では開示が行われず、その実態を開示書類等から把握することはできない。このため、関係者に対するヒアリング等を通じて、非上場会社の**資金調達の実態を確認**することを企図。
- 調査の特性上、**統計的なデータの取得を目的としたものではない**。

募集・私募

- 企業の成長ステージにかかわらず、**少人数私募が多く利用されている**。
- また、件数は少ないものの、株式投資型クラウドファンディングやJ-Ships制度の利用実績もあり。

投資家属性

- **ベンチャーキャピタル、コーポレートベンチャーキャピタル等の適格機関投資家が主な投資家**であるが、特定投資家や事業会社による出資も確認。
- 他方、**一般の個人投資家が株式投資型クラウドファンディング以外の場面で投資する事例は少ない**。

勧誘方法

- 私募では、対面・メール・電話等、**勧誘対象者を特定した方法で実施**されている事例が多い。
- 募集に該当するものは、**インターネットを通じた株式投資型クラウドファンディングの形態が多い**。

企業の成長ステージごとの特徴

- 企業の成長ステージに応じて資金調達金額に差異あり。
 - ・ シード期・アーリー期: **数千万円～数億円規模**
 - ・ ミドル期・レイト期: **数十億円～数百億円規模**
- 企業の成長ステージに応じて、求める投資家層の考え方についても差異あり。
 - ・ シード期・アーリー期: **事業モデル・成長戦略に対する理解、高いリスク許容度等**
 - ・ ミドル期・レイト期: **投資金額規模、長期保有(上場後の継続保有)、大規模事業への支援力等**

調達手段の検討で重視する要素

- 資金調達実行までの**スピード**
- 監査報酬やリーガルコスト等の**発行諸費用が少ない**
- 機密性の高い情報の**開示が限定的**
- 当該資金調達手段の利用要件として**金額上限がない**

株式投資型クラウドファンディング

- 調査で確認した事例では、**400万円から9,900万円の範囲内**で資金調達が実施。
- ※ 投資型クラウドファンディングの金額要件としての発行総額の上限は5億円。

私募等の実態調査の調査結果(2)

有価証券届出書の提出免除基準の引上げに関する意見

- ①届出書の提出免除基準を引き上げた場合でも、引き続き少人数私募が利用されるのではないかと
いった意見や、②むしろ私募制度の見直しを検討するべきではないかといった意見もあったものの、
- ・ 投資型クラウドファンディングの金額要件としての発行総額の上限は、本年2月に5億円に引き上げられているが、現行制度上、資金調達額が1億円以上であれば発行者が有価証券届出書の提出義務を負うこととなっていることから**1億円以上の投資型クラウドファンディングは実施されていない**。提出免除基準を引き上げることで、**投資型クラウドファンディングの利用を促進**することが可能となる
 - ・ スタートアップ企業が資金調達等を目的として、投資家向けに事業の状況や展望などのプレゼンテーションを行うこと(ピッチイベント)が募集に該当する場合、現行の届出書の提出免除基準の水準では無届募集になってしまうおそれがあるが、提出免除基準が引き上げられれば、**違法性の懸念を抱くことなく、投資家との交流を行えるようになる**
 - ・ 勧誘者の人数を気にすることなく、コミュニケーションの**初期段階から、投資家に対して資金調達の具体的な情報を提供することが可能**となり、より適切な条件で適切な投資家にアクセスすることができるようになる
- といった観点から、**届出書の提出免除基準の引上げに賛成する意見**もあった。

特定投資家私募制度に関する意見

- ①特にミドル・レイター期では資金提供元の候補となるベンチャーキャピタル、コーポレートベンチャーキャピタルなどの機関投資家が十分に存在し、あえて不特定多数の投資家に出資を募る必要がないといった意見、②J-Shipsの銘柄審査の準備・必要書類の作成が発行会社にとって負担になっているといった意見もあったものの、
- ・ レイター期のスタートアップ企業など**IPOを見据える段階では、成長資金を確保する観点から一般投資家層へと資金調達対象を広げるニーズが生じ得る**ためニーズは存在する
 - ・ 投資家層が拡大すれば、ミドル期・レイター期における**資金調達の多様化・活性化や発行企業のファンの拡大につながる**
 - ・ 上場後を見据え、**多数の個人投資家への対応力(IR能力)を培う**ことができる
- といった観点から、J-Ships制度の利用促進に向けた見直しを求める意見もあった。

その他

- グロース市場の上場維持基準引上げにより、IPOまでの期間の長期化が予想され、売却機会の確保のためのセカンダリー取引の重要性が増大していくのではないかと。
- 投資家のリテラシーを高めつつ、自己責任の原則の在り方を啓蒙すべき。

有価証券届出書の提出免除基準の見直しの方向性(1)

- 調査結果を踏まえつつ、投資者保護の観点と政策効果の実現を図る観点から、有価証券届出書の提出免除基準を**5億円に引き上げる**ことが適当と考えられる。

「①開示書類に基づく調査」の結果

- 届出書の提出免除基準を5億円に引き上げた場合、過去10年間に提出された有価証券届出書(株式報酬の付与や売出しを除く、企業の資金調達を目的とするもの)でみれば、その**28%**(スタートアップ企業による利用が想定される様式では**約22%**)が**提出不要**となり、一定の政策効果が認められる。

「②私募等の実態調査」の結果

- 提出免除基準を引き上げた場合でも、引き続き少人数私募が利用されるのではないかといった意見や、私募制度を拡大するべきではないかといった意見もあったものの、
 - **投資型クラウドファンディングの利用を促進**することが可能
 - ピッチイベントにおける、投資家との交流の拡大といった観点から、**届出書の提出免除基準の引上げに賛成する意見**もあった。

5億円への引上げとする理由は、以下のとおり。

- 届出書の提出免除基準は、過去に**5億円**であったものが1億円に引き下げられたもの。その理由は有価証券の勧誘を巡る環境変化が生じ、**投資者保護の要請**が高まったことにあり、**届出書の提出免除基準を急激に引き上げる**ことには、**投資者保護の観点から慎重さも求められる**こと。
- 「①開示書類に基づく調査」の結果を踏まえると、**スタートアップ企業への資金供給の拡大**という政策効果と**投資者保護の要請とのバランスをとるために**妥当な水準であると考えられること。
- 投資型クラウドファンディングの発行総額の上限が**5億円**であり、当該上限額と届出書の提出免除基準を**同額に設定すれば、政策的な効果が期待**できること。

有価証券届出書の提出免除基準の見直しの方向性(2)

- 有価証券届出書の提出免除基準を5億円に引き上げた場合、従来有価証券届出書が提出されていた募集等について有価証券届出書が提出されないことになる。
- このため、当該募集等(調達金額1億円以上5億円未満の範囲)について、例えば、以下のような投資者保護策を講じることについて、どう考えるか。

調達金額1億円以上5億円未満の募集等に対する投資者保護策の案

- 当該募集等について提出される有価証券通知書の添付書類として、**会社法上の事業報告や計算書類**を追加する。
(注1) 監査役等又は会計監査人による会社法上の監査報告書がある場合には、これらの添付も求める。
- 当該募集等に係る有価証券通知書が、投資者向けの情報提供手段としても機能するものとなるよう、**当該有価証券通知書は、添付書類も含めてEDINETを通じてインターネット上で公衆縦覧に供されるものとする。**
(注2) その前提として、有価証券通知書は、現在、EDINETでの提出が任意とされているため、当該募集等に係る有価証券通知書については、EDINETでの提出を義務付ける。
- これにより、**投資者保護策として一定の効果**を期待できる一方、元々、金商法上作成が必要な書類に、会社法上作成すべき書類の添付を求めるのみであり、**発行者の負担は限定的**と考えられる。

[参考]各国における発行開示書類の提出等に係る金額基準

第1回ディスクロWG (8/26)
資料

- ❑ 我が国を含め、一定金額以上の資金調達を行う場合に開示書類の提出等を求めている。
- ❑ 米国・EUにおいては、近年、開示書類の作成コストに配慮し、金額基準の引上げが行われている。

	日本	米国	英国	EU
開示書類の提出等の要件	➢ 調達金額が1億円以上の募集・売出しを行う場合、財務局に有価証券届出書の提出が必要 ➢ 金額は、過去1年間の募集・売出しを通算して算出	➢ 調達金額が\$1,000万以上^(注1)の勧誘を行う場合、SECに登録届出書を提出する必要 ➢ 金額は、過去12か月間の調達金額を通算して算出	➢ 調達金額が€100万以上の勧誘を行う場合、FCAの承認を受けた目論見書を公表する必要 ➢ 金額は、過去12か月間の調達金額を通算して算出	➢ EU域内における調達金額が€100万から€800万までの範囲で加盟国が決定した額以上^(注2)の勧誘を行う場合、当局の承認を受けた目論見書を公表する必要 ➢ 金額は、過去12か月間の調達金額を通算して算出
投資者の属性	制限なし	制限なし	制限なし	制限なし
基準額未満の資金調達の場合の手续	調達金額が1億円未満1千万円以上の募集・売出しは、有価証券通知書(非縦覧書類)の提出が必要	簡易な書類(FormD・縦覧書類)の提出が必要	任意で目論見書の要約を公表可	任意で目論見書の要約を公表可 ^(注3)

(注1) 2016年の改正で、\$500万以上から\$1,000万以上に引き上げられている。

(注2) 独仏は€800万としている。なお、2026年6月から、EU規則上の基準額が€1,200万(加盟国の判断により€500万)に引き上げられる。

(注3) 独仏は公表を義務化している。

I. 有価証券届出書の提出免除基準の検討

(1) 提出免除基準の見直し

(2) 少額募集制度の見直し

II. 特定投資家私募制度の見直し

III. 株式報酬に係る開示制度の見直し

IV. ご議論いただきたい事項

少額募集制度の見直しの方向性

- 少額募集制度は、通常の様式に比して簡易な様式による有価証券届出書の届出を可能とする制度であり、1998年の法律改正により有価証券届出書の提出免除基準を5億円から1億円に引き下げた際、従前開示義務のなかった**1億円以上5億円未満の範囲の募集等**について適用される制度として導入。過去の利用実績は、**12件**。

(注) 少額募集による届出を行った場合、有価証券報告書についても簡易様式による提出が可能。

- 有価証券届出書の提出免除基準を5億円に引き上げた場合、少額募集制度については、
- ・ 廃止する(案①)
 - ・ 利用可能な募集等の範囲を見直し(5億円以上10億円未満の募集等)した上で、存置する(案②)
- のいずれかの対応を検討する必要がある。
- この点、資金調達を目的とする有価証券届出書の提出件数を金額別に分類した場合、**1億円以上5億円未満と5億円以上10億円未満の件数**が多数であり、**後者のボリュームゾーンに対応する方策として少額募集制度を存置する案②をとる方が、投資者保護と開示負担のバランスに配慮した段階的な開示制度を整備できるため、適当ではないか。**

[参考]通常の有価証券届出書と少額募集の有価証券届出書の差異

	通常の有価証券届出書	少額募集の有価証券届出書
・ ガバナンス情報 ・ 経営方針、経営環境及び対処すべき課題 等	記載上の注意に基づく詳細な記載	事業報告と同程度で可
サステナビリティ情報	義務的記載	任意的記載
「経理の状況」に記載する財務諸表	連結＋単体	単体のみ
初めて提出する場合の財務諸表の対象期	2期分 ※ 監査証明も2期分	1期分(比較情報含む) ※ 監査証明も1期分
「特別情報」に記載する財務諸表(監査証明不要)	3期分	不要

I. 有価証券届出書の提出免除基準の

(1) 提出免除基準の見直し

(2) 少額募集制度の見直し

II. 特定投資家私募制度の見直し

III. 株式報酬に係る開示制度の見直し

IV. ご議論いただきたい事項

特定投資家制度・特定投資家私募制度について

- ❑ 特定投資家制度は、2006年の法律改正により、行為規制の柔軟化を図ることを目的として、導入。
- ❑ 特定投資家私募制度は、2008年の法律改正によるプロ向け市場制度の整備に伴い、導入。

2006年法改正

趣旨

- 投資家の属性に応じて規制の保護の程度に差を設けることで、**行為規制の柔軟化を図る制度**として、2006年の証券取引法から金商法への改組の際に導入。

概要

- 投資家を特定投資家と一般投資家に区分し、**金融商品取引業者等が特定投資家を相手方として有価証券やデリバティブ取引の販売勧誘等を行う場合に、行為規制の一部を適用しないこと**としている。
- 特定投資家に適用されない行為規制は、以下のとおり（法第45条）。

有価証券取引、デリバティブ取引

- ・適合性原則（法第40条第1号）
- ・広告等の規制（法第37条）
- ・契約締結前の情報提供（法第37条の3第1項）
- ・説明義務（法第37条の3第2項）
- ・契約締結時の情報提供（法第37条の4）等

デリバティブ取引

- ・不招請勧誘の禁止（法第38条第4号）
- ・勧誘受諾意思の確認義務（法第38条第5号）
- ・再勧誘の禁止（法第38条第6号）

特定投資家の範囲

- 適格機関投資家、国、日本銀行、投資者保護基金その他の法人（法第2条第31項）
- その他、一般投資家から特定投資家に移行した者も特定投資家とみなされる（法第34条の3、第34条の4）

2008年法改正

プロ向け市場制度

- 買付者を**特定投資家等**（特定投資家・一定の非居住者）のみに限定した取引所金融商品市場の制度を新設（**特定取引所金融商品市場**）。
- （注）現状、TOKYO PRO Market、TOKYO PRO-BOND Market等が存在

特定投資家私募制度

- 特定投資家を相手方とする有価証券の勧誘であって、金商業者が関与し、かつ、特定投資家等以外の者への譲渡が制限されている場合における、私募類型（**特定投資家私募**）を新設し、簡易な開示様式（自主規制で定める）である特定証券情報・発行者情報の提供又は公表を条件として、開示規制を免除。

[参考]金融商品取引法上のプロ概念

適格機関投資家
適格機関投資家私募・私売出しの対象
→ 開示規制の免除 → 一部行為規制(適合性原則等)の適用除外
金商法第2条③一、定義府令第10条
一種業者・投資運用業者
投資法人・外国投資法人
銀行その他預金等取扱機関(信組は【届出】)
保険会社・外国保険会社等
地域経済活性化支援機構
東日本大震災事業者再生支援機構
財政融資資金の管理・運用者
GPIF
国際協力銀行等
日本政策投資銀行
短資業者
銀行法施行規則第17条の3②十二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】
投資事業有限責任組合
民間都市開発推進機構
信託会社・外国信託会社【届出】
法人(保有有価証券残高10億円以上)【届出】
一定の特定目的会社【届出】
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合員等(保有有価証券残高10億円以上)【届出】
外国金融機関等【届出】
外国政府等【届出】
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)、企業年金連合会

【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ができる者

特定投資家
特定投資家私募・私売出しの対象 J-Ships・TOKYO PRO Marketでの取引
→ 開示規制の緩和 (有価証券届出書・有価証券報告書に代えて、特定証券情報・発行者情報の提供・公表) → 一部行為規制(適合性原則等)の適用除外
金商法第2条③、第34条の3、第34条の4、 定義府令第23条、業府令第61条、第62条
適格機関投資家
国
日銀
特殊法人・独立行政法人等
投資者保護基金
預金保険機構・貯金保険機構
保険契約者保護機構
特定目的会社
上場会社
株式会社(資本金5億円以上)
金融商品取引業者(法人のみ)
(一種業者・投資運用業者以外)
適格機関投資家等特例業者、
海外投資家等特例業者(法人のみ)
外国法人
個人(以下の①～④のいずれかに該当する者)
①次の全てに該当 i 純資産3億円以上、ii 投資性金融資産3億円以上、iii 取引経験1年以上
②次のいずれかに該当し、かつ、①iiiに該当 i 純資産5億円以上、ii 投資性金融資産5億円以上、iii 前年の収入が1億円以上
③過去1年間の1か月あたりの平均的な取引件数が4件以上である場合において、 ①i又はiiに該当し、かつ、①iiiに該当
④特定の知識経験を有する者で、次のいずれかに該当し、かつ、①iiiに該当 i 純資産1億円以上、ii 投資性金融資産1億円以上、iii 前年の収入が1,000万円以上
組合、匿名組合又は有限責任事業組合の業務執行組合員等(出資合計額3億円以上)
特定投資家以外の法人

一般投資家に移行可

特定投資家に移行可

(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)の分類あり(金商法第2条③二(2)、第117条の2)

特定投資家私募制度の現状と課題

- 2022年に特定投資家の範囲の拡大やプロ向け市場外で勧誘を行うことを可能とする制度整備（自主規制規則による特定証券情報等の様式の整備と当該規則の告示指定）を行ったほか、本年は、特定投資家私募の利便性向上のための解釈の明確化や特定投資家の要件の明確化といった取組を講じてきたところ。
- もっとも、**特定投資家による取引は未だ限定的**。

課題

- J-Ships制度は2022年7月1日から取引が可能となっているところ、2025年8月末時点の株式の取扱件数は30件、資金調達金額の合計は228億円にとどまっている
- プロ向け市場上場銘柄は増加しているものの、資金調達の事例は極めて限定的
(注1) TOKYO PRO Marketへの上場会社数は、2020年3月末は33社であったが、2025年2月末は136社に増加している。他方、2024年4月から2025年3月までのプロ向け市場銘柄の売買高は、250万株（グロース市場は476億株）、売買代金は52億円（グロース市場は32兆円）であり、活発な取引がされている状況にはない。

要因

- 特定投資家の裾野が狭い
(注2) 正確な人数は不明であるが、個人の特定投資家は2,000名程度と見込まれる。

背景

- 特定投資家となれば、多様な商品に接することができるようになるものの、特定投資家でない者が特定投資家となるには、契約の種類ごとに、金融商品取引業者に申し出ることにより、移行手续をとる必要がある
- 特定投資家の地位は、申出先の金融商品取引業者との関係でのみ成立し、その有効期間は1年とされ、引き続き特定投資家として扱われることを希望する場合には、更新申出をする必要があることから、移行ニーズに乏しい

- 投資判断能力やリスク許容度が高い投資家によるスタートアップ投資への参加を推進し、投資を活発化させる観点から、プロ投資家へ移行することのメリットを明確にし、プロ投資家の裾野を広げることで、**米国並みの資金調達環境(日本版 Rule 506)を整備**(2025年2月に改正・適用)



課題

①プロ投資家のみが閲覧できるサイトが活用されていない

- ・プロ投資家のみがアクセスできる専用ページでなければ、インターネットによる勧誘ができない(利用実績なし)
- ⇒ プロ投資家のみが投資できる銘柄(スタートアップ株式等)の情報が伝わらず、プロ投資家に移行して投資するメリットが理解されていない

②プロ投資家への移行要件の「特定の知識経験」が不明確

- ・取引経験・財産・年収に加え、知識経験も勘案する等、要件を柔軟化(2022年)したが、当該「知識経験」の要件が分かりづらく、プロ投資家になる個人の数が限定的
- ⇒ 投資判断能力等の高い投資家がプロ投資家に移行しておらず、投資家の裾野が拡大していない

対応

インターネットを含む様々な媒体による勧誘の利便性を向上

- 勧誘段階では、一般投資家も閲覧可能な形でのインターネット等による情報提供を可能とする

➡ **米国のプロ投資家を対象とした私募制度並みに緩和**

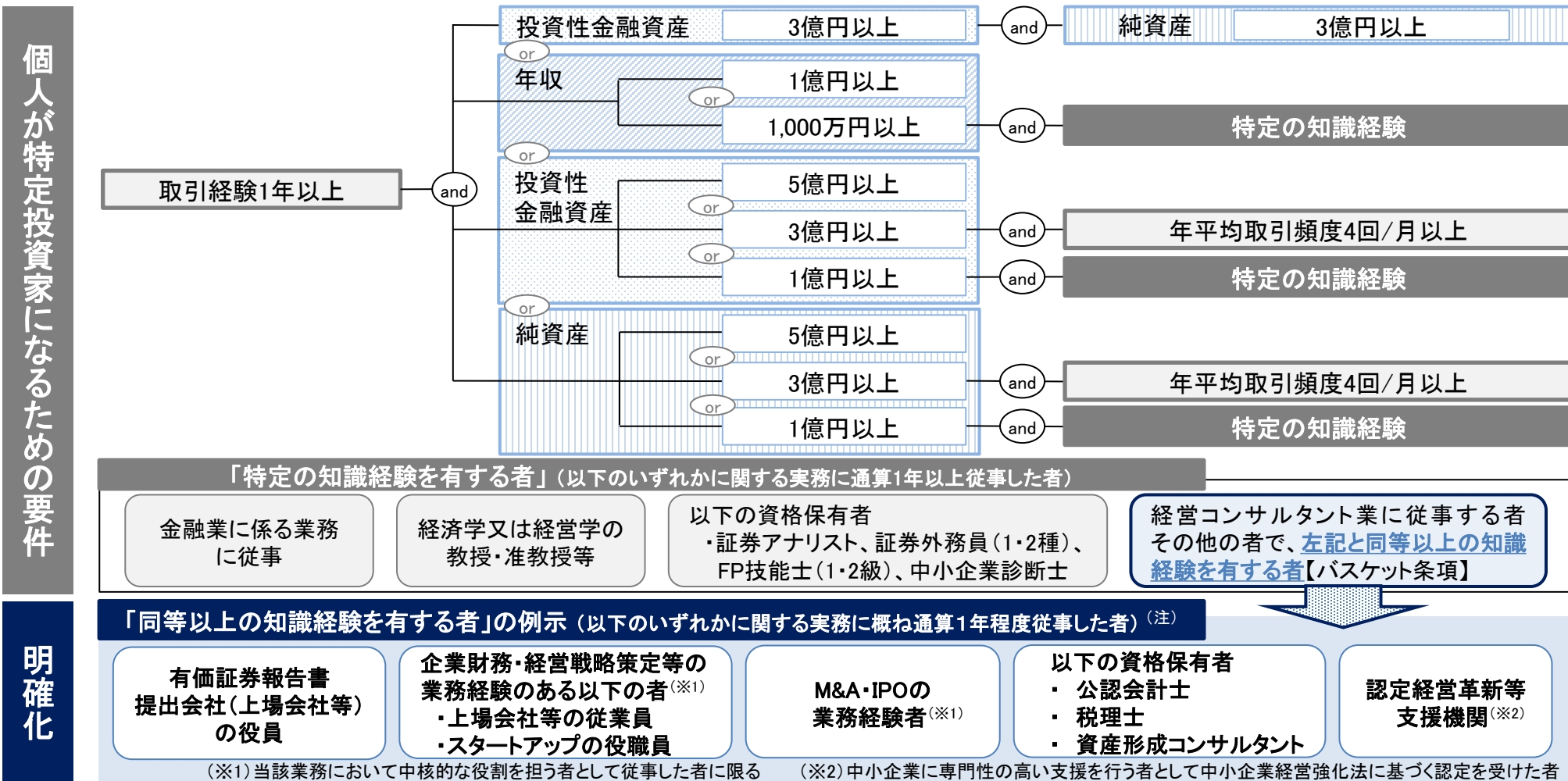
個人がプロ投資家になるための要件の明確化

- 一定の年収・資産を有する場合に、必要となる「特定の知識経験」の内容を明確化し、当該要件の活用を促進

➡ **投資判断能力やリスク許容度が高い個人投資家のプロ投資家への移行を円滑化**

[参考]個人が特定投資家になるための要件の明確化

- 一定の年収・資産を有する個人は、特定投資家になる場合に「特定の知識経験」が必要。しかし、その内容が不明確で分かりづらいため、当該要件の利用が進んでおらず、結果的に投資家の裾野が拡大していない
- 投資判断能力やリスク許容度が高い**個人投資家の、特定投資家への移行を円滑化し、スタートアップ投資への参加を推進するため、当該「特定の知識経験」の内容を例示し明確化**（2025年3月 金融庁Q&A改正）



（注） 特定投資家への移行は、「有価証券への投資」「デリバティブ取引」「投資顧問契約」「投資一任契約」の4つの類型に分けられるが、上記例示は、「有価証券への投資」について特定投資家に移行する場合の「同等以上の知識経験を有する者」を示したもの。なお、証券会社は上記例示に該当しない者についても、その知識経験の内容次第で「同等以上の知識経験を有する」と認めることが可能。

特定投資家私募制度の見直しの方向性

- 特定投資家私募制度を巡る課題に対応するためには、特定投資家要件を満たし、高い情報分析能力等を有するものの、特定投資家への移行手続きを行っていない者（潜在的特定投資家）を、金商業者の関与と簡素な情報提供が制度的に確保された「特定投資家私募」の相手方の範囲に追加し、特定投資家私募の裾野を拡大することが考えられる（以下①の施策）。

（注1） 日証協・金融庁「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（本年9月5日公表）では、「準特定投資家」と表現。

（注2） 潜在的特定投資家の規模感は不明。あくまで参考であるが、本年2月13日に榊野村総合研究所から公表されたリリースによると、世帯として保有する金融資産の合計額から負債を差し引いた「純金融資産保有額」が5億円以上の層は約11.8万世帯、1億円以上5億円未満の層は約153.5万世帯とされている。

- ①の施策を講じることは、別途、金融庁や日本証券業協会において検討が進められている以下②と③の施策も相まって、J-Ships銘柄やプロ向け市場銘柄の取引（これらは制度上「特定投資家私募」に該当）への潜在的特定投資家の参加が促されることになれば、投資者保護に配慮しつつ、スタートアップ企業等への成長資金の供給を拡大することが可能となる。

①特定投資家私募制度の見直し

- 特定投資家私募・私売出しの勧誘の相手方の範囲を、潜在的特定投資家に拡大する。
- これにより、J-Ships制度の利用者及びプロ向け市場の参加者に潜在的特定投資家が含まれることになる。

②移行要件の見直し

- 特定投資家への移行要件の更なる見直し（例：平均取引頻度）。

③原則勧誘禁止の見直し

- 日証協規則を改正し、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ことを検討。
- 日証協スタートアップ懇談会報告書においては、少人数私募・私売出しや有価証券届出書の提出免除基準の枠組を利用し、潜在的特定投資家に対する勧誘を行うことが提案されている。

（注3） 日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、2025年度中に結論を得るとされている。

潜在的特定投資家の区分新設による効果

- 潜在的特定投資家を相手方とする勧誘行為に適用される金商法上の規制は、
 - ・ **開示規制**は、**特定投資家**を相手方とするものと同じ（金商業者の関与や特定証券情報の提供が必要）
 - ・ **行為規制**は、**一般投資家**を相手方とするものと同じ（適合性原則等が適用される）
 であり、**行為規制には変更がない**。
- このため、潜在的特定投資家の**情報分析能力と個々の投資者の属性を踏まえた、柔軟かつ高度な投資者保護が実現できるものと考えられる**。

		見直し前	見直し後
有価証券の取引	特定投資家私募(私売出し)の相手方の範囲	特定投資家	特定投資家、 潜在的特定投資家
	特定投資家向け有価証券の譲渡が可能な範囲	特定投資家、一定の非居住者	特定投資家、一定の非居住者、 潜在的特定投資家
	プロ向け市場における買付者の範囲	特定投資家、一定の非居住者	特定投資家、一定の非居住者、 潜在的特定投資家
	以下の行為規制が適用されない者の範囲 ・ 適合性原則 ・ 広告等の規制 ・ 契約締結前の情報提供 ・ 説明義務 ・ 契約締結時の情報提供 等	特定投資家	特定投資家 (潜在的特定投資家には、一般投資家と同じ行為規制が適用)
デリバティブ取引、投資顧問契約、投資一任契約	行為規制(注)が適用される者の範囲	一般投資家 (含:見直し後の 潜在的特定投資家)	一般投資家 (含: 潜在的特定投資家)

(注) デリバティブ取引についてのみ、不招請勧誘の禁止、勧誘受諾意思の確認義務、再勧誘の禁止を含む。

I. 有価証券届出書の提出免除基準の

(1) 提出免除基準の見直し

(2) 少額募集制度の見直し

II. 特定投資家私募制度の見直し

III. 株式報酬に係る開示制度の見直し

IV. ご議論いただきたい事項

株式報酬に係る開示制度の見直しの方向性(1)

- 第1回DWGでは、事務局から日本の非上場会社や日本市場に上場していない外国の会社が、役員・使用人に株式報酬を交付する場合についても、有価証券届出書の提出を不要とすべきとの提案を行い、概ね一致が見られたことから、提案のとおり見直しを行うことが考えられる。
- なお、有価証券届出書の提出を不要とする方法としては、
 - ① 上場株券に係る現行の制度枠組を前提に、有価証券の「募集」には該当するとした上で、その特例として有価証券届出書の提出を免除する方法
 - ② 上場株券の付与も含めて、そもそも「募集」に該当しないとする方法の2通りが考えられる。

第1回DWGにおけるご意見(要約)

- 様々な施策によって非上場株式の流通が活発化することで、非上場会社における株式報酬の活用が広がると思うので、見直しに賛同する。
- 自社や自社の子会社の役員・従業員に対する株式報酬の付与に伴う有価証券届出書の提出を免除することは妥当。
- 非上場会社や外国の会社の場合に有価証券届出書の提出が必要になるというのは、制度として一貫性に欠け、不十分な部分があり、株券の特例の適用要件を新株予約権証券と同様にすることが望ましい
- 非上場株式や外国会社が、自社の株式を株式報酬として交付する場合にも有価証券届出書の提出を不要とすることには合理性がある。

株式報酬に係る開示制度の見直しの方向性(2)

- 前頁①の方法と、②の方法について、現行の金商法では以下のように規定されている。
 - それぞれの考え方は、大要、以下のように整理できる。
 - ・ ①は、他に開示があることを理由として有価証券届出書の提出を免除
 - ・ ②は、相手方の属性等を踏まえ有価証券等の情報を自ら入手できる者に対する勧誘を「募集」から除外
 - 取締役等に対する株式報酬やストックオプションの付与は、②の考え方に近いため、上場株券に係るものも含めて「募集」から除外することが適当ではないか。
- (注) なお、証券取引法時代の取締役等へのストックオプションの付与は、②として整理されていた。

①募集には該当するものの有価証券届出書の提出が免除される方法	届出書を免除する理由
i) 役員等を相手方とする株式、ストックオプションの勧誘	役員等は有価証券に関する情報を既已取得し、容易に取得できるため。
ii) 有価証券を対価とする組織再編成(組織再編成に際して新たに発行される有価証券について開示が行われている場合等)	そもそも非開示である場合や既に情報開示が行われている場合に、届出書を提出させる必要性が乏しい。
iii) 有価証券の売出し(有価証券について既に開示が行われている場合)	既に情報が開示されている場合、届出書を提出させる必要性が乏しい。
iv) 外国で既発行の有価証券の売出し(国内における売買価格に関する情報を容易に取得可能である場合)	情報を容易に取得できるため、届出書を提出させる必要性が乏しい。
v) 届出書の提出免除募集(1億円未満)	勧誘の相手方が限られ、投資額も少額であることから届出書を提出させる必要性が乏しい。

②「募集」に該当しないとする方法

- i) 適格機関投資家のみを相手方とする勧誘であって、有価証券が適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないもの
- ii) 特定投資家のみを相手方とする勧誘であって、金商業者が顧客から委託を受けて行うものであり、かつ、有価証券が特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ないもの
- iii) 50名未満の者を相手方とする勧誘であって、多数の者に所有されるおそれが少ないもの。

[参考]株式報酬に係る開示制度の見直し

- ❑ 企業が、自社及びその子会社の役員・従業員に対し、自社の発行する株券、新株予約権証券(SO)を交付する際に行う勧誘行為については、役員・使用人が当該有価証券に関する情報を既に取得し、又は容易に取得できるため、情報の非対称性がないとして、有価証券届出書の提出を免除する特例措置が存在。
- ❑ 本特例措置の適用範囲は、数次にわたって拡大されてきたところであるが、株券を交付する場合について、なお見直しを検討すべきとの指摘もされている。

I 本特例の導入と緩和の経緯

- 2007年9月 発行会社・完全子会社の役員・使用人に新株予約権証券(SO)を交付する場合に有価証券届出書の提出を不要とする特例を新設
(注1) これ以前は、勧誘対象者50名のカウントから除かれ、募集に該当しないと整理されていた。
- 2011年4月 特例が適用されるSOの交付対象者を、発行会社の完全孫会社の役員・使用人に拡大
- 2019年6月 譲渡制限期間(事業年度経過後3月以内)は譲渡が禁止されることを条件として、株券を本特例の対象に追加
- 2025年2月
- 特例が適用されるSO・株券の交付対象者の範囲を、発行者の完全子会社ではない子会社の役員・使用人に拡大
 - 上半期に株券を交付する場合の譲渡制限期間を、半期報告書の提出日(3月決算会社の場合11月中旬)までに短縮
 - 役務の対価として役員等に付与したユニット等に応じた株券を交付する株式報酬制度(事後交付型株式報酬)についても、本特例が適用される旨明確化

II なお検討を要する事項

- 株券とSOを比較すると、特例の適用要件に差異あり。

	株券	SO
対象有価証券の制限	日本市場に上場しているもの	特になし
譲渡制限	有報・半報が提出されるまで譲渡禁止	譲渡に際し取締役会の承認を要すること

この結果、株券を交付する場合の開示規制の適用に関して、以下のような状況が生じ得る。

- 日本の非上場会社や日本市場に上場していない外国の会社^(注2)が、(日本所在の)役員・使用人に株式報酬を交付する場合、有価証券届出書の提出が必要
(注2) 2025年2月の制度改正時の意見公募手続において、これらの会社についても本特例の適用対象とすべきとの意見あり。
- 株式報酬を理由として、以後、有価証券報告書・半期報告書を継続的に提出する必要

I. 有価証券届出書の提出免除基準の

(1) 提出免除基準の見直し

(2) 少額募集制度の見直し

II. 特定投資家私募制度の見直し

III. 株式報酬に係る開示制度

IV. ご議論いただきたい事項

ご議論いただきたい事項

有価証券 届出書の 提出免除 基準の検討

- 引上げ後の届出書の提出免除基準の金額水準について、どう考えるか。
- 届出書の提出免除基準の引上げに伴う投資者保護策として、添付書類を追加した上で有価証券通知書を公衆縦覧に供することについて、どう考えるか。
- 届出書の提出免除基準引上げに伴い、少額募集制度の利用が可能な金額水準を5億円以上10億円未満に見直した上で、当該制度を存置する案について、どう考えるか。

特定投資家 私募制度の 見直し

- 潜在的特定投資家を特定投資家私募の勧誘の相手方に追加する施策(P21の①の施策)の方向性について、どう考えるか。

株式報酬 制度の見直し

- 上場株券も含めて、株式報酬の交付の際の勧誘を募集等から除外することについて、どう考えるか。