

規制改革推進会議 スタートアップ・イノベーション促進ワーキング・グループ 金融庁説明資料

2025年4月21日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

規制改革実施計画(2024年6月21日)(抜粋)①

- 「規制改革実施計画」では、スタートアップ関連施策として、株式等による資金調達の際のコスト分析・公表、届出免除基準の検討、少額募集に係る開示様式の簡素化を含む調達金額に応じた開示制度の検討のほか、少人数私募制度の見直しの検討につき提言が行われている。

II 実施事項

2. スタートアップの更なる成長

(4) スタートアップの資金調達

(i) 非上場株式の発行・流通の活性化

No.	事項名	規制改革の内容	実施時期	所管府省
1	発行市場(公募)の活性化	a 金融庁は、事業者が株式による資金調達を行う際に過大な手続コストが掛かるという指摘があることを踏まえ、b,cにおける募集の在り方について検討を行うに当たっては、事業者負担に関する実態調査を行い、コストを分析し、公表する。 b 金融庁は、現行の有価証券届出書の届出免除基準について、スタートアップの具体的な資金ニーズ、投資家保護や事業者負担の実態等を踏まえつつ、基準の引上げを含め制度の在り方について検討し、結論を得る。 c 金融庁は、現行の金融商品取引法第5条第2項に基づく少額募集について、金融庁が現在検討している開示の簡素化を早期に実施するとともに、例えば、少額募集の上限を20億円程度まで引き上げ、1億円から5億円未満、5億円から10億円未満、10億円から20億円未満の金額帯で開示を簡素化する案等、投資家保護の要請に応えつつ、段階的かつ合理的な開示制度となるよう見直しを検討し、結論を得る。	a: 令和6年検討開始、令和7年度措置 b~d: 令和6年度検討、結論を得次第速やかに措置	金融庁
2	発行市場(私募)の活性化	b 金融庁は、スタートアップ等が株式による資金調達をしやすくする観点から、投資家保護のための規制が事業者の情報発信や勧誘活動を過大に制約していないか等を検証し、スタートアップの具体的な資金ニーズ、投資家保護や事業者負担の実態等を踏まえつつ、例えば、特定投資家私募時に広範囲に情報提供を認める案や、少人数私募における人数要件(49名以下)の緩和や人数計算を勧誘者基準から取得者基準に変更する案等、広く私募の在り方について検討し、結論を得る。 c 金融庁は、インターネット利用、ピッチイベント等具体的な場面における少人数私募制度に関する考え方を明確化し、少人数私募制度の活用の仕方について改めて整理する。	令和6年度検討、結論を得次第速やかに措置	金融庁

少額募集における開示内容の簡素化

- 調達金額**1億円以上5億円未満**の有価証券の募集は、有価証券届出書の提出が必要であるものの、連結情報を記載する必要がなく記載内容が簡素化されている(少額募集)。
- スタートアップの資金調達における情報開示の負担軽減の観点から、少額募集の届出に係る**開示内容の更なる簡素化**のため、内閣府令の改正を実施(2025年2月公布・施行)。

※ 少額募集に係る有価証券報告書の開示内容も同様に簡素化

有価証券届出書(2号の5様式の主な項目)

第一部 証券情報

第1 募集要項

第2 売出要項

⋮

第三部 企業情報

第1 企業の概況

- 主要な経営指標等の推移
- 従業員の状況
- コーポレート・ガバナンスの状況 等

第2 事業の状況

- 経営方針、経営環境及び対処すべき課題 等

記載を簡素化
(会社法上の事業報告と同程度で可)

記載を任意化

(比較情報を含む)
1期分に縮減

記載不要

1期分に縮減

● サステナビリティに関する考え方及び取組

- 事業等のリスク
- 経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析 等

第3 設備の状況

第4 経理の状況

- 最近2事業年度分の財務諸表(貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書、キャッシュ・フロー計算書、注記)

第六部 特別情報

第1 最近の財務諸表

- 最近5事業年度分の財務諸表のうち、「第4 経理の状況」で記載したもの以外の3事業年度分)

監査報告書(最近2事業年度分の財務諸表に対するもの)

特定投資家私募制度の見直し(日本版ルール506)

- 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**する

※ 「少数数私募」とは、49名以下の者に対する有価証券の勧誘行為をいう。これは、発行体の縁故者に対する勧誘を想定したものであり、縁故者であれば、発行体から投資判断に必要な情報を直接入手できると考えられるため、開示規制が免除されているもの。人数算定方法を勧誘対象者数ベースから取得者数ベースに変更することは、信頼性のある情報開示がない中での一般投資家への勧誘を拡大することにつながるため、慎重に検討する必要。



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**

規制改革実施計画(2024年6月21日)(抜粋)②

Ⅱ 実施事項

2. スタートアップの更なる成長

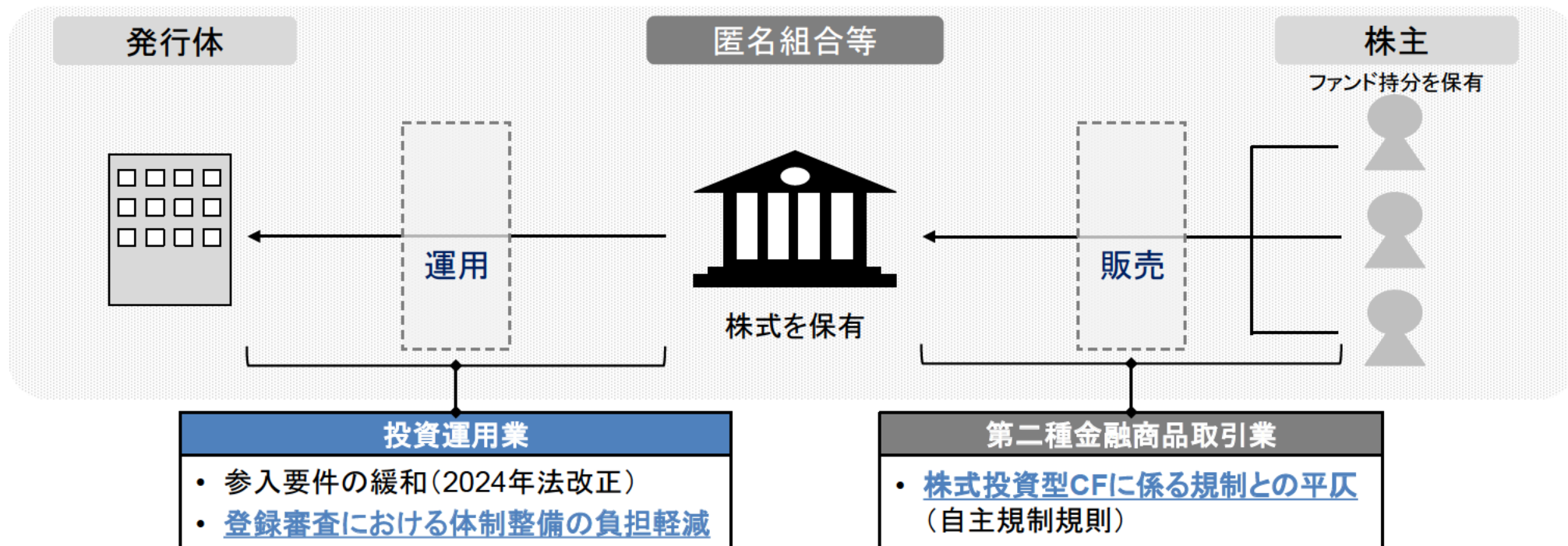
(4) スタートアップの資金調達

(i) 非上場株式の発行・流通の活性化

No.	事項名	規制改革の内容	実施時期
1	発行市場(公募)の活性化	d 金融庁は、 <u>株式投資型クラウドファンディング</u> (以下「ECF」という。)について、発行者と投資家との間にファンドを介在させることで株主の一元化を図る、いわゆる <u>シンジケート型の仕組みを採りやすくすることを可能とし</u> 、もって、スタートアップ等における資金調達を円滑にする観点から、ECF事業者が顧客やマーケットのニーズに合わせて想定しているビジネスモデルに鑑み、単一株式での運用や投資運用に関する判断が限定的である等の特徴があることを勘案して、この場合に <u>必要な人的構成等に係る登録審査の在り方がどのようなものかや、投資運用業の例外的な取扱い</u> をすることがあり得るかを含め、投資家保護の視点に配慮しつつ、ECF事業者が利用しやすい制度となるよう検討し、結論を得る。あわせて、クラウドファンディングに係る自主規制が全体として整合性が確保されるよう検討する。	令和6年度検討、結論を得次第速やかに措置
2	発行市場(私募)の活性化	d 金融庁は、スタートアップ・エコシステムを進化させる観点から、IPOやM&Aでエグジットした起業家等について、スタートアップに関する実体験に基づく知見を有するとともに一定の資産を保有しているかどうか等を勘案した上で、投資家保護に留意しつつ、 <u>特定投資家の要件のうちの「特定の知識経験を有する者」を活用できることを周知することや、その対象範囲の拡大を含めて検討</u> することを通じて、特定投資家の裾野拡大に向けた取組を行う。	令和6年度検討、結論を得次第速やかに措置
3	流通市場の活性化等	金融庁は、非上場株式の流通を円滑化するとともに、フィンテック事業者等の新規参入を促す観点から、 <u>私設取引システム(Proprietary Trading System、以下「PTS」という。)の要件</u> について、例えば、第一種金融商品取引業の取得のみを要件とするなど、 <u>事業者に求めるPTS固有の規制要件を取引規模等に応じて減らす方向で緩和</u> する。また、今後の <u>制度整備と併せてPTSの業務範囲を明確化し、監督指針等で事業者へ周知</u> する。 加えて、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。議論の際には、参加者の同意が得られる場合には、その議事の公開や議事録を公表するなど透明性の確保に留意する。	令和6年度検討、結論を得次第速やかに措置

株主一元化スキームを活用したクラウドファンディング

- 単一企業のみ投資をするターゲット型ファンドの運用にあたっては、**多数の投資家の資産を預かった上で、投資後のモニタリング、議決権行使、事業売却の賛否を含め不測の事態等における判断・対応を行う必要があるため、投資家保護の観点から、投資運用業の登録が必要**と考えられる
- 一方、**株主一元化スキームを活用したクラウドファンディング(CF)**においては、主体的な投資判断や銘柄入替等を行う場合と同等の体制整備は不要と考えられるため、**実態に即した人的構成・業務運営体制での登録を可能**とすることを「投資運用業等 登録手続ガイドブック」にて明確化(2025年3月)^(注1)
- また、株式投資型CFとファンド型CFにおける発行総額上限や投資者の投資上限等の自主規制規則の差異について^(注2)、**株主一元化スキームを活用したCFの場合、株式投資型CFと同様の規制を適用**(2025年3月)



(注1)「投資運用業等 登録手続ガイドブック」では、株主一元化のために、一の株式会社が新規発行する非上場株式等に対する投資を行うファンドであって、株式投資型CFと同等の経済的性質を有するものを組成する場合において、投資運用担当者等の要件については必ずしも投資運用業としての運用経験がなくとも、第一種金融商品取引業者での勤務経験など、実態に即した相応の体制があれば足りる旨を記載

(注2) 株式投資型CFは日本証券業協会、ファンド型CFは第二種金融商品取引業協会の自主規制規則により規制

Ⅲ 金融・資本市場を巡るその他の論点

2. 投資型クラウドファンディング

(1)株主を一元化するスキームを活用したクラウドファンディング

株式投資型クラウドファンディング(CF)においては、多数の個人株主が生じることによる事務・管理コストの増大等に対応するため、匿名組合等のファンドを投資先企業と個人投資家の間に介在させることによって株主を一元化するスキームを組成するニーズが高まっている。現行法でも、CF業者がファンド運用に係る投資運用業とファンド持分の販売に係る第二種金融商品取引業の登録を受けることにより、株主一元化のために単一企業が発行する非上場株式等のみに投資を行うファンド(以下、「株主一元化ファンド」)を組成し、当該ファンド持分をインターネットを通じて販売(ファンド型CF)することで、株主の一元化を図ることは可能であるが、投資運用業の登録要件を満たすための体制整備の負担が課題として指摘されている。

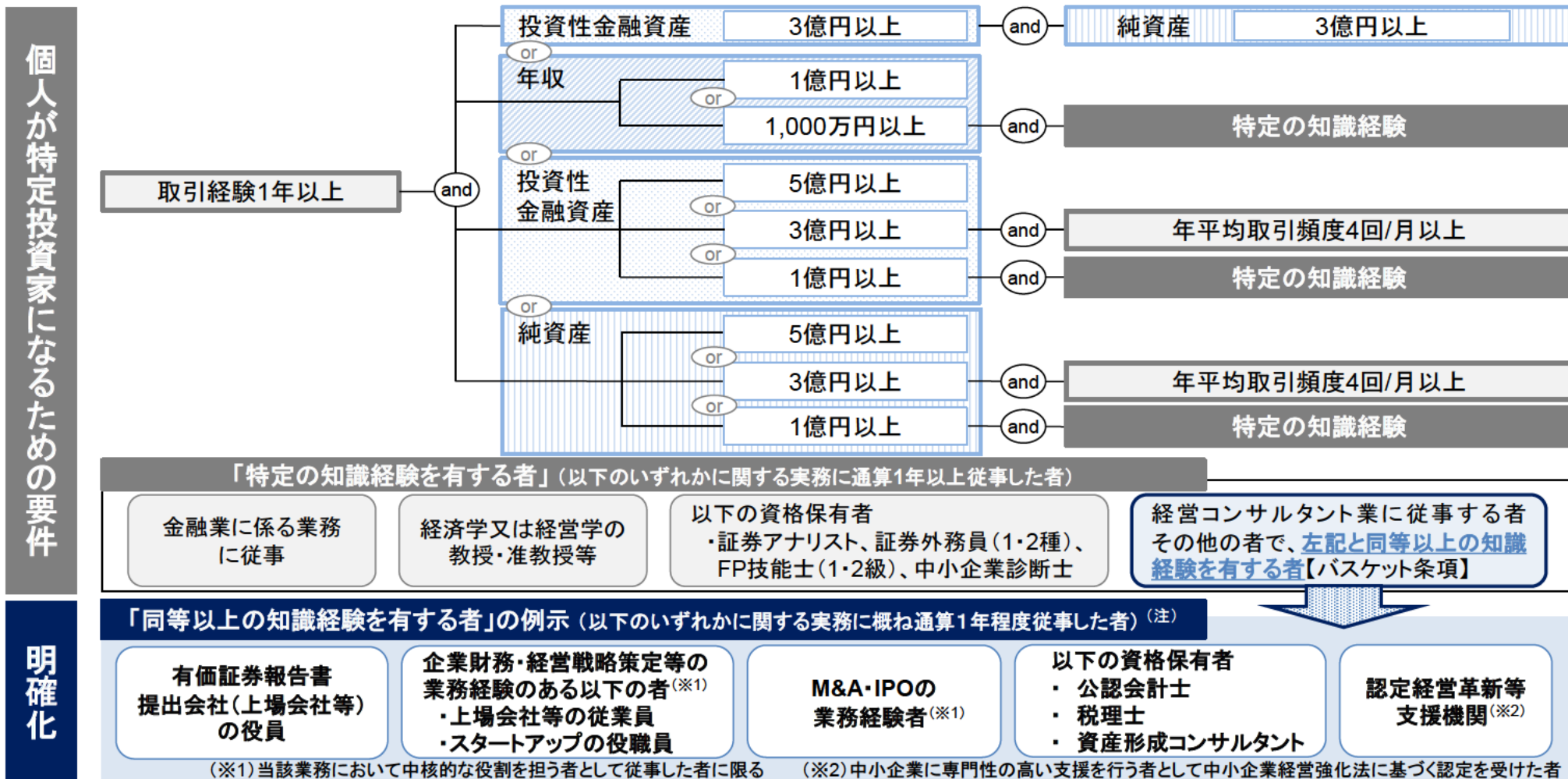
この点、2024年5月に成立・公布された「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」において、投資運用業の参入要件が緩和されることによって、体制整備等の負担が一定程度軽減されることとなった。

さらに、株主一元化ファンドのみを運営する場合、頻繁に投資判断や銘柄入替え等を行う場合に求められるものと同様の体制整備は必ずしも必要ないと考えられるため、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が可能であることを金融庁のガイドライン等により明確化することが適当である。

なお、株式投資型CFとファンド型CFでは、自主規制規則における規制体系が異なっており、第二種金融商品取引業者が取り扱うファンド型CFの場合には、いわゆる少額要件(発行総額上限、投資者の投資上限)が適用されていない。株式投資型CFと同等の経済的性質を持つ株主一元化スキームについては、株式投資型CFに係る規制との平仄を合わせる必要があると考えられる。その際には、株主一元化スキームによるファンド持分について、ファンド型CF以外の方法による販売のあり方においても、規制の整合性が確保されるよう必要な対応を講じることが適当である。

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。

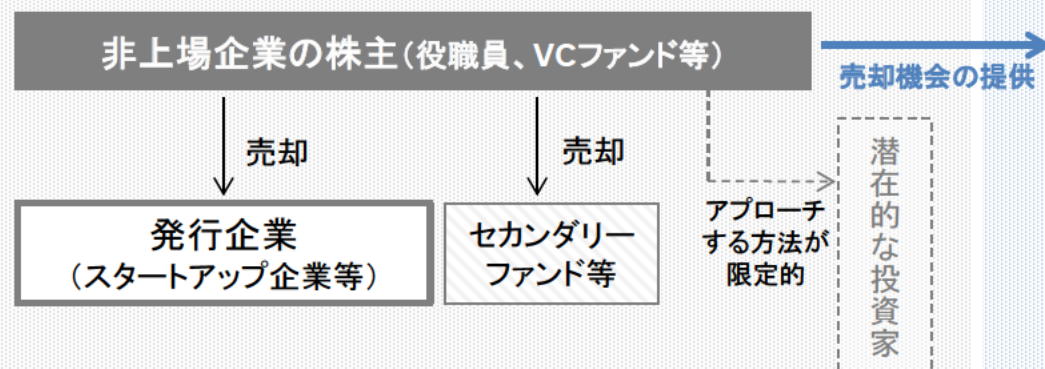
非上場有価証券の仲介業務に係る参入要件の緩和

- 改正金融商品取引法(2024年5月22日公布)により、非上場有価証券の流通活性化の観点から、非上場有価証券の仲介業務の参入要件を緩和。b 2024年11月21日に施行済み、a 公布済み、2025年5月1日施行

課題と対応

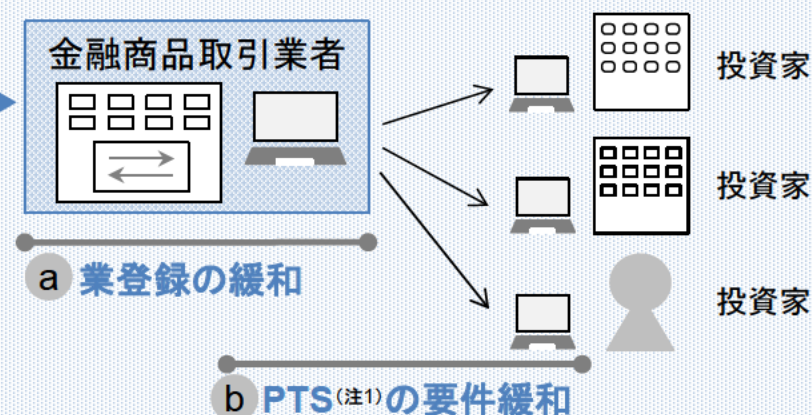
課題

- 現状、非上場株式の売却は限定的
(潜在的な投資家にアプローチできず、換金が容易でない)
⇒ 換金のために小粒上場を行い、その後の成長停滞の原因となっているとの指摘



対応

- 非上場株式の仲介業務を行う事業者の参入を促進し、株主に売却・換金の機会を提供



改正事項

a 非上場仲介業を行う者の登録要件緩和

- プロ投資家(特定投資家)を対象^(注2)として、非上場有価証券の仲介業務に特化し、原則として有価証券や金銭の預託を受けない場合には、第一種金融商品取引業の登録要件等を緩和(資本金要件の引下げ(5,000万円→1,000万円)、自己資本規制比率等)^(注3)

(注2) 換金ニーズに応えるため、一般投資家も「売却」は可能

(注3) 外国投資信託等を日本のプロ投資家に仲介する場合も対象とする

b 非上場有価証券の電子的な取引の仲介業務の参入要件緩和(登録PTS)

- 非上場有価証券の電子的な取引の場を提供する場合、取引規模が限定的なときは、PTSの認可を要せず、第一種金融商品取引業の登録により運営可能とする
- 現在の認可で求めている追加的な資本金要件(3億円)を課さないこととともに、システム要件等を緩和^(注4)

(注4) 取引の管理等に関する必要な規制は適用

(注1) PTS(Proprietary Trading System(私設取引システム))とは、電子的技術を活用して取引の仲介サービスを提供する取引システム。今般の法令改正と併せて、監督指針の改正により、取引の約定プロセスの一部に手作業を介入させたことや、売買価格を固定化したことだけではPTSに該当しないとは限らない旨を明確化。

規制改革実施計画(2024年6月21日)(抜粋)③

Ⅱ 実施事項

2. スタートアップの更なる成長

(4) スタートアップの資金調達

(i) 非上場株式の発行・流通の活性化

No.	事項名	規制改革の内容	実施時期
2	発行市場(私募)の活性化	a 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<u>非上場株式の取扱いに係る自主規制について</u>、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、<u>証券会社による非上場株式の勧誘の在り方を検討</u>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、<u>新たな視点を持った構成員を入れて議論</u>する。議論の際には、参加者の同意が得られる場合には、その議事の公開や議事録を公表するなど透明性の確保に留意する。	令和6年度検討、結論を得次第速やかに措置
3	流通市場の活性化等 (※再掲)	金融庁は、非上場株式の流通を円滑化するとともに、フィンテック事業者等の新規参入を促す観点から、私設取引システム(Proprietary Trading System、以下「PTS」という。)の要件について、例えば、第一種金融商品取引業の取得のみを要件とするなど、事業者を求めるPTS固有の規制要件を取引規模等に応じて減らす方向で緩和する。また、今後の制度整備と併せてPTSの業務範囲を明確化し、監督指針等で事業者へ周知する。 加えて、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、<u>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</u>する。議論の際には、参加者の同意が得られる場合には、その議事の公開や議事録を公表するなど透明性の確保に留意する。	令和6年度検討、結論を得次第速やかに措置
4	PDCAサイクル	金融庁は、日本証券業協会と連携し、<u>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</u>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、<u>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</u>する。	令和6年検討開始、令和7年度措置

「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」(日証協・金融庁)の開催

□ 規制改革実施計画(2024年6月21日閣議決定)を踏まえ、スタートアップ企業等への円滑な資金供給を図る観点から、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して議論すべく、日本証券業協会及び金融庁において「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(本年1月に第1回、3月に第2回を開催)

＜主な検討事項＞

- ・ 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
- ・ 既存の非上場株式取引制度の改善策
- ・ 非上場株式のPTS取引(登録PTS)の活性化に向けた対応
- ・ その他(検討結果のフォローアップのあり方等)

＜座長・委員等＞

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
	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	

※ 本懇談会の会議については、原則として、逐語録形式の議事録を作成し、公開することとしている。(敬称略・五十音順) - 10 -