



## NO&amp;T Capital Market Legal Update

## キャピタルマーケットニュースレター

2025年3月 No.49

## 上場ベンチャーファンドに関する法令等の改正に伴う上場制度の整備について

弁護士 糸川 貴視

弁護士 鈴木 雄大

## はじめに

2024年11月26日に、金融庁より、「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令（案）」が公表されております。同案は、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（以下「改正取引規制府令」）、「金融商品取引法第二章の六の規定による重要情報の公表に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」及び「投資信託及び投資法人に関する法律施行規則の一部を改正する内閣府令（以下「改正投信法施行規則」）の改正を内容としており、同案に基づく改正が、2025年2月25日付（改正投信法施行規則については、同年2月17日付）で施行されています（以下「本件改正」）。本件改正の概要は、上場ベンチャーファンドについて、インサイダー取引規制等の対象としたうえで、一定の場合に、上場ベンチャーファンドによる自己投資口の取得を可能とするものです。

また、2024年11月26日付で、株式会社東京証券取引所（以下「東証」）により、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の改正等に伴う上場ベンチャーファンドの上場制度等の整備について」が公表され、2025年2月28日付で上場ベンチャーファンドの上場制度に関する変更が行われています（以下「本件上場制度変更」）。本件上場制度変更は、本件改正の施行に合わせて、上場ベンチャーファンドに関する情報の適時開示の対象項目の追加や、上場ベンチャーファンドの投資対象資産及び運用資産等の比率の定めの変更等の上場制度の整備を行うものです。

本ニュースレターでは、本件改正及び本件上場制度変更の概要についてご説明いたします。

## 本件改正の概要

## 1. インサイダー取引規制及びフェア・ディスクロージャー・ルール

本件改正により、その資産を主として非上場株券等資産に対する投資として運用することを目的とする投資法人が、金融商品取引法（以下「金商法」）上のインサイダー取引規制及び公平な情報開示に係る規制（いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルール）の対象に加えられました<sup>1</sup>。非上場株券等資産には、①非上場株式、②上場前から保有していた上場株式、③資産の一定割合以上が①及び②に対する投資として運用することを目的とする投資信託等の発行する受益証券等が該当します<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> 金商法 163 条 1 項、同法施行令 27 条 2 号イ、改正取引規制府令

金商法 27 条の 36、同法施行令 14 条の 15 第 2 号イ、金商法第二章の六の規定による重要情報の公表に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令 2 条 2 項

<sup>2</sup> 非上場株券等資産は、改正取引規制府令 25 条 2 項各号で下記のように定義されています（金融商品取引法第二章の六の規定による

また、本件改正に伴い実施されたパブリックコメントへの回答において、上場ベンチャーファンドの投資先企業の上場申請、上場承認の延期・取り消し、上場廃止等の事実、及び投資先企業の破綻等の運用資産等に関する重要な事実のうち投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものについては、基本的に金商法 166 条 2 項 14 号に規定する「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」（いわゆる「バスケット条項」）に該当するとの考え方が示されています。このように、今後上場ベンチャーファンドにおいては、投資先企業の情報を含めインサイダー取引規制の適用に留意する必要があり、有価証券届出書・有価証券報告書における投資リスクの記載においても、インサイダー取引規制の適用に関するリスクについて一定程度の記載をすることにつき検討が必要となります。

## 2. 自己投資口の取得

本件改正により、その資産を主として非上場株券等資産に対する投資として運用することを目的とする投資法人について、一定の場合には自己投資口の取得が可能となりました<sup>3</sup>。

具体的には、上場ベンチャーファンドが、投資主との合意により当該ベンチャーファンドの投資口を有償で取得することができる旨を規約で定めた場合には、当該ベンチャーファンドによる自己投資口の取得が可能となります。

## 本件上場制度変更の概要

### 1. 適時開示項目の追加

上場ベンチャーファンド、当該上場ベンチャーファンドの発行者である投資法人（以下「ベンチャーファンド発行投資法人」）、当該ベンチャーファンド発行投資法人からその資産の運用に係る業務の委託を受けた資産運用会社（以下「ベンチャーファンド資産運用会社」）、及び上場ベンチャーファンドの運用資産等に関する情報について、開示項目が追加されています。追加項目の概要は下記のとおりです<sup>4</sup>。

重要情報の公表に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令 2 条 2 項各号においても同様に定義されています。

1号：株券若しくは金商法 2 条 1 項 17 号に掲げる有価証券で株券の性質を有するものであって金融商品取引所若しくは外国金融商品市場（同条 8 項 3 号に規定する外国金融商品市場をいう。）に上場されているもの又は店頭売買有価証券に該当する株券（次号において「上場株券」という。）を発行する者以外の者の発行する株券等（株券、新株予約権証券若しくは新株予約権付社債券又は同条 1 項 17 号に掲げる有価証券で株券、新株予約権証券若しくは新株予約権付社債券の性質を有するものをいう。次号において同じ。）

2号：前号の株券等を取得した後にその株券等を発行する者の発行する株券又は金商法 2 条 1 項 17 号に掲げる有価証券で株券の性質を有するものが上場株券に該当することとなった場合において、引き続き保有する当該株券等（当該株券等が新株予約権証券若しくは新株予約権付社債券又は同号に掲げる有価証券で新株予約権証券若しくは新株予約権付社債券の性質を有するものである場合にあっては、これらの有価証券に係る新株予約権又は外国の者に対する権利で新株予約権の性質を有するものを行使することにより取得する上場株券を含む。）

3号：投資信託（投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」）2 条 3 項に規定する投資信託をいう。次号において同じ。）若しくは外国投資信託（同条 24 項に規定する外国投資信託をいう。次号において同じ。）（信託財産の総額の百分の五十を超える額を前二号に掲げるものに対する投資として運用することを目的とするものに限る。）の受益証券、投資証券（金商法 2 条 1 項 11 号に掲げる投資証券をいう。以下この号及び次号において同じ。）若しくは外国投資証券（同項 11 号に掲げる外国投資証券をいう。次号において同じ。）で投資証券に類する証券のうち資産の総額の百分の五十を超える額を前二号に掲げるものに対する投資として運用することを目的とする投資法人若しくは外国投資法人（投信法 2 条 25 項に規定する外国投資法人をいう。次号及び 4 条 7 号において同じ。）の発行するもの又は金商法 2 条 2 項 5 号若しくは 6 号に掲げる権利のうち当該権利を有する者が出資又は拠出した金銭その他の財産の価額の合計額の百分の五十を超える額を充てて前二号に掲げるものに対する投資を行う出資対象事業（同項 5 号に規定する出資対象事業をいう。次号において同じ。）に係るもの

4号：投資信託若しくは外国投資信託（信託財産の総額の百分の五十を超える額を前三号に掲げるものに対する投資として運用することを目的とするものに限る。）の受益証券、投資証券若しくは外国投資証券で投資証券に類する証券のうち資産の総額の百分の五十を超える額を前 3 号に掲げるものに対する投資として運用することを目的とする投資法人若しくは外国投資法人の発行するもの又は金商法 2 条 2 項 5 号若しくは 6 号に掲げる権利のうち当該権利を有する者が出資又は拠出した金銭その他の財産の価額の合計額の百分の五十を超える額を充てて前三号に掲げるものに対する投資を行う出資対象事業に係るもの

<sup>3</sup> 投信法 80 条 1 項 1 号、同法施行令 69 条の 2、改正投信法施行規則 128 条の 2

<sup>4</sup> 有価証券上場規程上、既に一定事項については適時開示項目とされており、本件上場制度変更は適時開示項目を大幅に追加するものです。具体的な適時開示項目一覧の新旧対照表については、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の改正等に伴う上場ベンチャ

<適時開示の追加項目>

(1) ベンチャーファンド発行投資法人に関する情報	
ア ベンチャーファンド発行投資法人の決定事実	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産の運用に係る委託契約の締結又はその解約</li> <li>・公開買付けに対抗するための買付等の要請<sup>5</sup></li> <li>・自己投資口の取得<sup>6</sup></li> <li>・新投資口予約権無償割当て</li> </ul>
イ ベンチャーファンド発行投資法人の発生事実	<ul style="list-style-type: none"> <li>・上場廃止の原因となる事実<sup>7</sup></li> <li>・投資法人の登録取消の通告<sup>8</sup></li> <li>・災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害<sup>9</sup></li> <li>・訴訟の提起又は判決等<sup>10</sup></li> <li>・仮処分命令の申立て又は決定等<sup>11</sup></li> <li>・破産手続開始又は再生手続開始の申立て</li> <li>・不渡り等</li> <li>・債務の取立不能又は取立遅延<sup>12</sup></li> <li>・取引先との取引停止<sup>13</sup></li> <li>・債務免除等の金銭支援<sup>14</sup></li> <li>・資源の発見<sup>15</sup></li> </ul>
ウ ベンチャーファンド発行投資法人の利益予想の修正、金銭の分配予想の修正等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・上場ベンチャーファンドに係るファンドの営業収益、経常利益、純利益又は金銭の分配について、公表された直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表された前営業期間の実績値）に比較して当該上場ベンチャーファンドに係るベンチャーファンド発行投資法人が新たに算出した予想値又は当営業期間の決算において差異が生じた場合<sup>16</sup></li> </ul>
(2) ベンチャーファンド資産運用会社に関する情報	
ア ベンチャーファンド資産運用会社の決定事実	<ul style="list-style-type: none"> <li>・当該ベンチャーファンド発行投資法人から委託された資産の運用に係る事業の休止又は廃止<sup>17</sup></li> </ul>

ーファンドに係る有価証券上場規程等の一部改正新旧対照表」([https://www.jpex.co.jp/rules-participants/rules/revise/um3qrc000000tft-att/shinkyu\\_TSE.pdf](https://www.jpex.co.jp/rules-participants/rules/revise/um3qrc000000tft-att/shinkyu_TSE.pdf))をご参照ください。

<sup>5</sup> 金商法 166 条 6 項 4 号又は同法 167 条 5 項 5 号に規定する要請。

<sup>6</sup> 投信法 80 条の 2 第 1 項（同法 80 条の 5 第 2 項の規定により読み替えて適用する場合を含む。）の規定による自己投資口の取得。

<sup>7</sup> 特定有価証券（金商法 163 条 1 項に規定する特定有価証券をいう。）又は特定有価証券に係るオプションの上場の廃止の原因となる事実。

<sup>8</sup> 投信法 215 条 2 項の規定による登録取消しの通告。

<sup>9</sup> 純資産総額、経常利益、当期純利益への影響額に基づき、軽微基準が設定されている。

<sup>10</sup> 財産権上の請求に係る訴えが提起されたこと又は当該訴えについて判決があったこと若しくは当該訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。また、訴額や判決等による営業収益等への影響額に基づき軽微基準が設定されている。

<sup>11</sup> 資産の運用の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分命令の申立てがなされたこと又は当該申立てについて裁判があったこと若しくは当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。また、当該仮処分による営業収益等への影響額等に基づき軽微基準が設定されている。

<sup>12</sup> 債務者又は保証債務に係る主たる債務者について不渡り等、破産手続開始の申立て等その他これらに準ずる事実が生じたことにより、当該債務者に対する売掛金、貸付金その他の債権又は当該保証債務を履行した場合における当該主たる債務者に対する求償権について債務の不履行のおそれが生じたこと。また、不履行による、純資産総額、経常利益、当期純利益への影響額に基づき、軽微基準が設定されている。

<sup>13</sup> 主要取引先（金商法施行令 29 条の 2 の 3 第 7 号に定める主要取引先をいう。）との取引の停止又は同一事由による若しくは同一時期における複数の取引先との取引の停止。また、取引の停止による、営業収益の減少額に基づき軽微基準が設定されている。

<sup>14</sup> 債権者による債務の免除若しくは返済期限の延長（債務の免除に準ずると東証が認めるものに限る。）又は第三者による債務の引受け若しくは弁済。また、債務免除等の額に基づき一定の軽微基準が設定されている。

<sup>15</sup> 営業収益への影響額に基づき、軽微基準が設定されている。

<sup>16</sup> 直前に公表された予想値を基準とする、重要基準が設定されている。

<sup>17</sup> 営業収益、経常利益、当期純利益への影響額に基づき、軽微基準が設定されている。

	<ul style="list-style-type: none"> <li>・当該ベンチャーファンド発行投資法人から委託を受けて行う資産の運用の全部又は一部の休止又は廃止</li> <li>・会社分割</li> <li>・事業の全部又は一部の譲渡又は譲受け</li> <li>・当該ベンチャーファンド発行投資法人と締結した資産の運用に係る委託契約の解約</li> <li>・株式交換</li> <li>・株式移転</li> <li>・株式交付</li> <li>・当該ベンチャーファンド発行投資法人から委託を受けて行う資産の運用であって、新たな資産の運用であるものの開始<sup>18</sup></li> <li>・認可若しくは承認の申請又は届出</li> </ul>
イ ベンチャーファンド資産運用会社の発生事実	<ul style="list-style-type: none"> <li>・上場廃止の原因となる事実<sup>19</sup></li> <li>・行政庁による認可、承認又は処分</li> <li>・特定関係法人の異動<sup>20</sup></li> <li>・主要株主の異動</li> <li>・訴訟の提起又は判決等<sup>21</sup></li> <li>・仮処分命令の申立て又は決定等<sup>22</sup></li> <li>・不渡り等</li> <li>・特定関係法人に係る破産手続開始の申立て等<sup>23</sup></li> <li>・特別支配株主による株式等売渡請求等<sup>24</sup></li> </ul>
(3) 運用資産等に関する情報	
ア 運用資産等に係るベンチャーファンド資産運用会社の決定事実	<ul style="list-style-type: none"> <li>・運用資産等に係る資産の貸借又は貸借の解消<sup>25</sup></li> </ul>
イ 運用資産等に係る発生事実	<ul style="list-style-type: none"> <li>・運用資産等に係る貸借の解消<sup>26</sup></li> </ul>

## 2. 内部者取引等の未然防止に向けた体制整備等

上場ベンチャーファンドに係るベンチャーファンド発行投資法人及びベンチャーファンド資産運用会社（以下「上場ベンチャーファンド発行者等」）に対して、その関係者等に同社の計算における内部者取引を行わせてはならないこと及び内部者取引等の未然防止に向けて必要な体制の整備を行うよう努めるように求めることとされました。

<sup>18</sup> 営業収益への影響額等に基づき、軽微基準が設定されている。

<sup>19</sup> 有価証券上場規程 1318 条 1 項 2 号に掲げる事由に係るものに限る。

<sup>20</sup> 特定関係法人（金商法 166 条 5 項に規定する特定関係法人をいう。）の異動。

<sup>21</sup> 当該ベンチャーファンド発行投資法人から委託された資産の運用に係る財産権上の請求に係る訴えが提起されたこと又は当該訴えについて判決があったこと若しくは当該訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。また、訴額や判決等による営業収益等への影響額に基づき軽微基準が設定されている。

<sup>22</sup> 当該ベンチャーファンド発行投資法人から委託された資産の運用に係る事業の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分命令の申立てがなされたこと又は当該申立てについて裁判があったこと若しくは当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。また、当該仮処分による営業収益等への影響額等に基づき軽微基準が設定されている。

<sup>23</sup> 特定関係法人（金商法 166 条 5 項に規定する特定関係法人をいう。）に係る破産手続開始の申立て等。

<sup>24</sup> 特別支配株主（当該特別支配株主が法人であるときは、その業務執行を決定する機関をいう。）が当該ベンチャーファンド資産運用会社に係る株式等売渡請求を行うことについての決定をしたこと又は当該特別支配株主が当該決定（公表がされた（金商法 166 条 4 項に規定する公表がされたことをいう。）ものに限る。）に係る株式等売渡請求を行わないことを決定したこと。

<sup>25</sup> 貸借・貸借の解消による営業収益等への影響額等に基づき軽微基準が設定されている。

<sup>26</sup> 貸借の解消による営業収益等への影響額等に基づき軽微基準が設定されている。

### 3. 投資対象資産及び運用資産等の比率

ベンチャーファンドの上場審査において、運用資産等の総額に占める①未公開株等（未公開株並びに未公開株の発行者が発行する優先株等、新株予約権証券及び新株予約権付社債券をいう。）及び②未公開株等関連資産（主として未公開株等に対する投資として運用する匿名組合契約に係る出資の持分、投資事業有限責任組合契約に係る出資の持分、受益証券、投資証券並びに外国の法令に基づく権利及び外国の者の発行する証券で当該権利及び証券の性質を有するものをいう。）のうち未公開株等に相当する部分の額の合計額の比率（以下「未公開株等投資比率」）が50%を超える見込みのあることを求めることとされました。

未公開株等投資比率の計算において、国内の金融商品取引所に上場されている株券又は外国金融商品取引所等において上場若しくは継続的に取引されている株券となる前から継続保有していた株券で、現に上場又は継続的に取引されている株券（当該株券の発行者が発行する優先株等、新株予約権証券及び新株予約権付社債券を含む。以下「継続保有株券等」）及び未公開株等関連資産のうち継続保有株券等に相当する部分の額については、未公開株等及び未公開株等関連資産のうち未公開株等に相当する部分の額への投資とみなされます。

なお、ベンチャーファンド発行投資法人は、継続保有株検討等と同一の銘柄を、当該銘柄が上場後に追加取得することも可能ですが、上場後に追加取得した割合は、未公開株等に相当する額への投資とはみなされません。

### 4. 自己投資口の取得可能化に伴う上場審査要件・上場廃止基準の見直し

ベンチャーファンド発行投資法人が自己投資口を取得することが可能となるため、投資証券の流動性の確保に関する上場審査・上場廃止基準の計算において、下記のとおり自己投資口が除外されます<sup>27</sup>。

#### (1) 上場審査の形式要件

新規上場申請銘柄は、次の①及び②に適合することが求められます。

- ① 大口投資主（所有する投資口口数の多い順 10 名の投資主をいう。）が所有する投資口の総口数に自己投資口口数（自己投資口処分決議を行った場合には、処分する自己投資口口数を除く。）を加えた投資口口数が、上場の時までに、上場投資口口数の 80%以下になる見込みのあること。
- ② 大口投資主及び自己投資口を所有している場合（所有している投資口の全てについて自己投資口処分決議を行った場合を除く。）の当該新規上場申請銘柄の発行者である者を除く 1 単位以上の投資口を所有する投資主の数が、上場の時までに 300 人以上となる見込みのあること。

#### (2) 上場廃止基準

上場ベンチャーファンドの上場投資口口数（自己投資口口数（自己投資口処分決議を行った場合には、処分する投資口口数を除く。）を除く。）が 2,000 単位未満である場合には、その上場を廃止するものとします。

### 5. 運用資産等に関する評価方法の変更

ベンチャーファンドの上場審査では、運用資産等である未公開株等及び未公開株等関連資産の評価を適正に行うことができる状況にあることの適合性の判断において、投資信託財産の評価及び計理等に関する規則（以下「投信計理規則」）14 条に規定する方法による評価が求められることとなりました。ただし、当該方法による評価を行わない未公開株等及び未公開株等関連資産について、その評価を未公開株等評価機関に委託している場合は、この限りではありません。

上記評価方法の変更に伴い、上場ベンチャーファンドに係るベンチャーファンド発行投資法人が、運用資産等である未公開株等及び未公開株等関連資産について、投信計理規則 14 条に規定する方法及び未公開株等評価機関への評価委託を行っていない場合には、当該ベンチャーファンドの上場は廃止されることとなります。

【参照：投信計理規則 14 条】

<sup>27</sup> これに加え、自己投資口を取得することが可能となるため、上場ベンチャーファンドを ToSTNet 市場における自己株式立会外買付取引の対象とする改正も導入される。

**第 14 条（未上場株式の評価）**

未上場株式（上場予定株式を除く。以下同じ。）の評価については、公正価値測定を用いて時価で評価するものとする。

**6. その他****(1) 新投資口予約権の割当制度に対応する制度整備**

新投資口予約権無償割当てにより発行される新投資口予約権証券を上場対象とする改正も盛り込まれていません。

**(2) 上場等に関する料金の取扱い**

ベンチャーファンドの新規上場料、追加発行時の追加上場料及び年間上場料については、現在、売買単位につき料金が設定されていますが、今後は、純資産総額により料率を定めることとなりました。料率についても、上場不動産投資信託証券と同一のテーブルを採用されるとのことです。本改正についてのみ、2026年2月以後に上場を申請（予備申請を含みます。）するベンチャーファンドから適用予定とのことです。

2025年3月25日

[執筆者]

**糸川 貴視** (弁護士・パートナー)

takashi\_itokawa@noandt.com

J-REIT を含む様々な発行体による有価証券の発行案件、買収ファイナンス、証券化、ストラクチャードファイナンス等のファイナンス取引及びこれらに関連するファイナンス規制を中心に取り扱う。また、不動産取引、M&A を含む企業法務全般にわたり幅広く助言を行っている。2006年京都大学法学部卒業。2008年京都大学法科大学院修了、京都大学大学院医学研究科「医学領域」産学連携推進機構勤務。2009年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2015年 Duke University School of Law 卒業 (LL.M.)。2015年～2017年三井不動産株式会社勤務。

**鈴木 雄大** (弁護士)

yudai\_suzuki@noandt.com

2021年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。

2021年東京大学法科大学院（司法試験合格により）退学。

2023年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

## 長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 JPタワー

Tel: 03-6889-7000 (代表) Fax: 03-6889-8000 (代表) Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約600名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ、ジャカルタ\*及び上海に拠点を構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

(\*提携事務所)

NO&T Capital Market Legal Update ～キャピタルマーケットニュースレター～の配信登録を希望される場合には、<[https://www.noandt.com/newsletters/nl\\_capitalmarket/](https://www.noandt.com/newsletters/nl_capitalmarket/)>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<[nl-capitalmarket@noandt.com](mailto:nl-capitalmarket@noandt.com)>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所から其他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいようお願いいたします。