

第1回 非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ

平成30年11月30日 午前10時30分
太陽生命ビル8階 第4会議室

議案

1. 本ワーキング・グループの設置趣旨等について

2. 事務局説明

○ 事業承継の円滑な実施を実現するための非上場株式の取引等の在り方について

3. プレゼンテーション

○ 本田委員（野村証券株式会社／株式会社野村資産承継研究所）

・事業承継での非上場株式の取扱いについて

4. 自由討議

以上

「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ」 の設置について

平成 30 年 10 月 3 日
日本証券業協会

1. 設置の趣旨

協会員による非上場株式の取扱いについては、従前より、投資者保護の観点から一部の例外を除き、慎重な対応をおこなってきたところである。しかしながら、社会環境や経済構造の変化に伴い、非上場株式の取引等については、より一層大きな役割が求められてきているところである。このような事象に総合的に対応するために、エクイティ分科会の下部機関として、標記ワーキング・グループを設置することとする。

2. 検討事項

「店頭有価証券に関する規則」、「株主コミュニティに関する規則」及び「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」等における非上場株式の取引等に関する事項について検討を行う。

3. ワーキング・グループの構成

- (1) 本ワーキング・グループは、協会員の実務に精通した役職員を中心に構成する。
- (2) 本ワーキング・グループに主査を置く。
- (3) 本ワーキング・グループに副主査を置くことができる。
- (4) 本ワーキング・グループには、オブザーバーを置くことができる。
- (5) 本ワーキング・グループには、必要に応じ、関係者に出席を求めることができる。

4. ワーキング・グループの運営

- (1) 本ワーキング・グループは、その検討状況を適宜エクイティ分科会に報告を行う。
- (2) 本ワーキング・グループの会議については、非公開とする。
- (3) 本ワーキング・グループの議事については、原則としてその概要を取りまとめた議事要旨を作成し、本ワーキング・グループ

委員の確認を経たうえで、協会員が閲覧可能なWAN及び一般のアクセスが可能な本協会のウェブサイトに掲載し、公開する。ただし、公開することにより当事者又は第三者の権利又は利益を害するおそれがあるもの、その他主査が認めるものについては非公開とする。

- (4) 本ワーキング・グループの会議で使用した資料については、原則として協会員が閲覧可能なWAN及び一般のアクセスが可能な本協会ウェブサイトに掲載し、公開する。ただし、公開することにより当事者又は第三者の権利又は利益を害するおそれがあるもの、その他主査が認めるものについては非公開とする。

5. 庶務の所管

本ワーキング・グループに関する庶務は、本協会エクイティ市場部が担当する。

以上

「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ」における 当面の検討課題

- 事業承継の円滑な実施を実現するための非上場株式の取引等の
在り方について
- 「株主コミュニティ制度に関する懇談会」の議論を踏まえた規則
改正等の必要な対応について



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料 2

「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ」 第1回資料

～事業承継の円滑な実施を実現するための
非上場株式の取引等の在り方について～

2018年(平成30年)11月30日

日本証券業協会
自主規制本部 エクイティ市場部



1. 事業承継への対応状況	.....	2
2. 事業承継における当事者ニーズと証券会社に 求められる行為	.....	3
3. 現行制度の状況	.....	4
4. 現行制度における課題と考慮すべき点	.....	6
5. 論点案(まとめ)	.....	7
【参考資料】		
6. 株主コミュニティ制度	.....	9
7. 譲渡制限付き店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等	.....	12
8. 「譲渡制限付き店頭取扱有価証券の募集等の取扱い 等」と「株主コミュニティ制度」の比較	.....	13

政府の状況

➤ 「未来投資戦略2018」(平成30年6月15日閣議決定・公表)

中小企業・小規模事業者の円滑な世代交代を通じた生産性向上を図るため、今後10年程度を集中実施期間として取組を強化する。

➤ 金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第14回)(平成30年10月11日開催)

今後10年間で200万人を超える中小企業等の経営者が引退時期を迎える中、事業承継は重要な課題であり、事業承継において金融機関に期待されている役割は大きいと考えられる。

本協会の状況

➤ 「当面の主要課題」(平成30年7月)

重点施策: 地方における資金調達と投資機会の拡充に資する非上場株式取引の在り方を検討
各論: リスクマネーの供給及び事業承継の円滑化の観点から、株主コミュニティ制度を含む非上場株式の取引の一層の活用について、地方活性化の観点も踏まえつつ、関係者との意見交換等を通じて検討を行う。

➤ 「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ」を設置(平成30年10月)

当面の検討課題: 事業承継の円滑な実施を実現するための非上場株式の取引等の在り方

2. 事業承継における当事者ニーズと証券会社に求められる行為

想定される当事者ニーズ

- ① 納税資金確保のため、自身の保有する株式を売却したい
- ② 分散した株式を買い集めたい
- ③ 承継先は決まっているので、売買の媒介を行ってほしい
- ④ 承継先(株式の買取先)を探してほしい
- ⑤ その他(上記以外にもニーズがあるのか、洗出しが必要)

論点案1: 事業承継における当事者ニーズの洗い出し

論点案2: 上記で洗い出されたニーズに対応するため、証券会社に求められる行為の洗い出し

証券会社が非上場株式を取り扱えるケース	証券会社において発生しうる業務/対応するニーズ					
	投資勧誘	売上の媒介等	売出し・私売出しの取扱い	募集・私募の取扱い	その他の行為	備考
投資勧誘を伴わない取引	無	③	—	—	?	投資勧誘を伴わない取引は禁止されていない
譲渡制限付き店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘(店頭規則4条)	有	① ② ③ ④	① ④	○	?	勧誘対象は適格機関投資家のみ
株主コミュニティ制度の利用	有	① ② ③ ④	① ④	○	?	勧誘対象は株主コミュニティ参加者のみ
譲渡制限付き店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等※(店頭規則6条)	有	—	① ④	○	?	発行者が外部監査を受けていることが必要
株式投資型クラウドファンディング業務	有	—	—	○	?	インターネット上の1億円未満の募集の取扱い
その他	?	?	?	?	?	

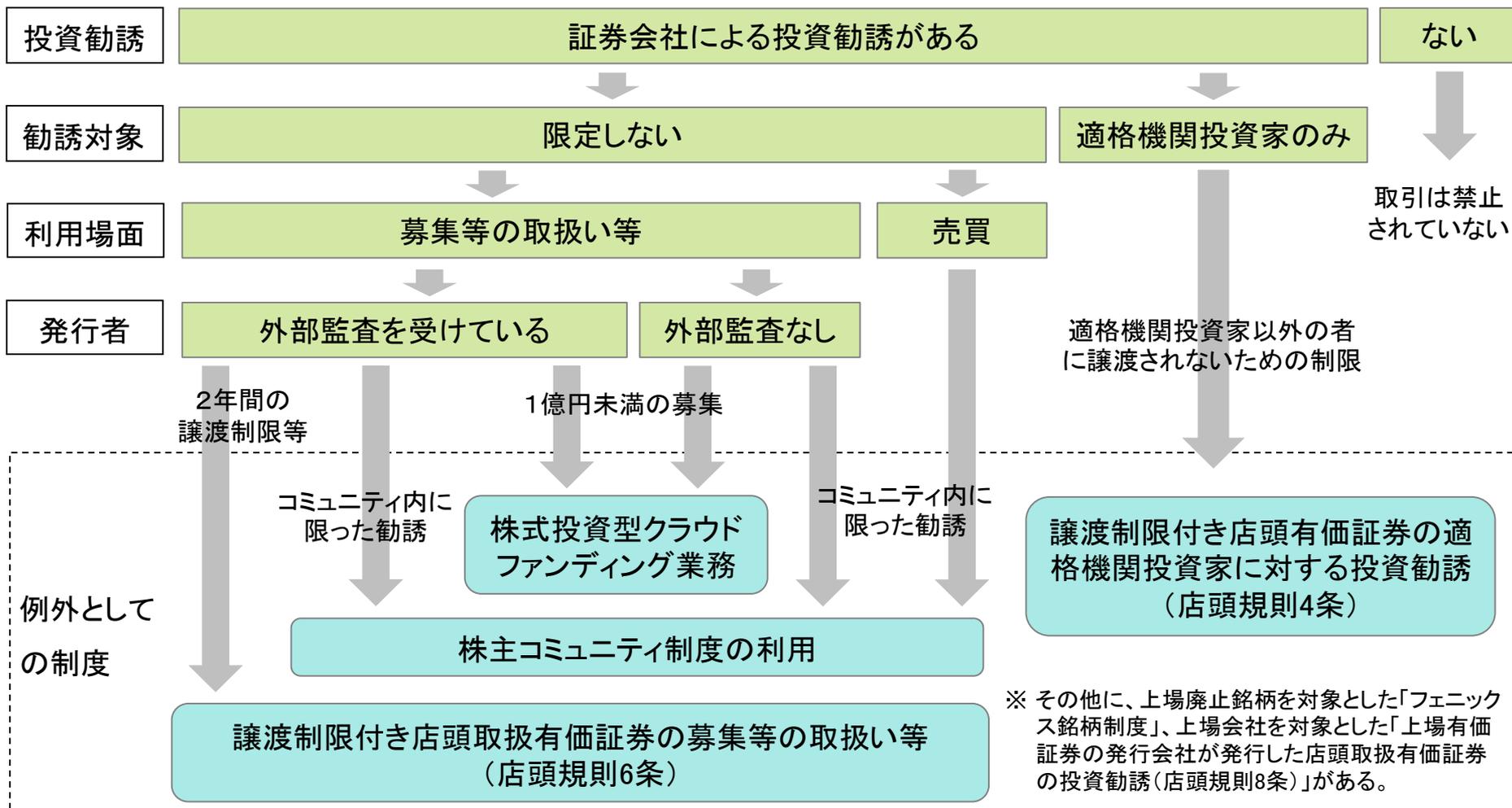
※募集等の取扱い等…募集、私募、売出し若しくは私売出しの取扱い又は売出し若しくは私売出し(以下同じ)

3. 現行制度の状況

(1) 非上場株式の投資勧誘の原則禁止とその例外

原則： 協会員は、非上場株式については、投資勧誘を行ってはならない。(店頭規則3条)

例外： 非上場株式の投資勧誘の例外許容(フローチャート)



3. 現行制度の状況

(2) 各制度の比較

店頭有価証券
(取引所に上場していない株券等)

店頭取扱有価証券

有価証券報告書提出会社
会社内容説明書作成会社
が発行する株券等

**株式投資型
クラウドファンディング**

株主コミュニティ銘柄

①譲渡制限付き店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘(店頭規則4条)

【利用場面】プライマリー(売出し・私売出しを含む)／セカンダリー

【勧誘範囲】 **適格機関投資家のみ**

【開示・監査の要件】 **なし**

【協会規則上の譲渡制限】 **必須**

【調達金額の制限】 **なし**

【一般投資家への投資勧誘が可能な範囲】

②株式投資型クラウドファンディング業務

【利用場面】プライマリー(募集・私募のみ)

【勧誘範囲】インターネット上のみ

【開示・監査の要件】 **低**(外部監査必須ではない・開示は会社法ベース)

【協会規則上の譲渡制限】 **不要**

【調達金額の制限】 **年間1億円未満**

③株主コミュニティ制度の利用

【利用場面】プライマリー(売出し・私売出しを含む)／セカンダリー

【勧誘範囲】 **株主コミュニティ内のみ**

【開示・監査の要件】 **中**(外部監査必須ではない・開示は会社法ベース+ α)

【協会規則上の譲渡制限】 **不要**

【調達金額の制限】 **なし**

※ α : 有価証券報告書の「企業情報」の「事業等のリスク」・「提出会社の株式事務の概要」の記載事項等
非公開会社においても公開会社が作成する会社法上の書類等の作成が必要

※ 調達金額1億円以上・参加者50名以上の場合は有価証券届出書が必要(④と同程度の開示・監査が必要)

④譲渡制限付き店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等(店頭規則6条)

【利用場面】プライマリー(売出し・私売出しを含む)

【勧誘範囲】 **制限なし**

【開示・監査の要件】 **高**(外部監査・有価証券報告書等が必要)

【協会規則上の譲渡制限】 **必須**

【調達金額の制限】 **なし**

プライマリー プライマリー&セカンダリー

4. 現行制度における課題と考慮すべき点

論点案3: 事業承継の取扱いにおいて証券会社に求められる行為を制限している課題・要改善点の洗い出し

現行制度の事業承継における課題

株主コミュニティ制度の利用

◆ 株主コミュニティへの参加勧誘禁止

⇒ 事業承継の相手方の誘致に制限があるか。

◆ 発行者に関する事前審査・事後の情報提供に関する義務

⇒ 株式の取得者が自ら発行者の内容について吟味したり、その後の経営に関与するような事業承継の場面では馴染まないか。

譲渡制限付き店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等 (店頭規則6条)

◆ 有価証券報告書の提出等、開示・監査について高いレベルが求められる。

⇒ 開示・監査体制が整備されていない企業は、実務上利用できないか。

事業承継と一般的な株式投資における目的の差異

事業承継目的の買付

- 買付による経営権の確保とその後の事業運営
- 少数株主権の獲得
- 支配株主となること
- 経済的利益の追求



一般的な株式投資の目的

- 経済的利益の追求
- 単独株主権の獲得
- 少数株主となること

論点案4: 洗い出された要改善点に対して、事業承継を目的とした売買の特異性を勘案し、具体的などのような改善策を設けるべきか。(一般的な株式投資との差異を設けるべきか。)

5. 論点案(まとめ)

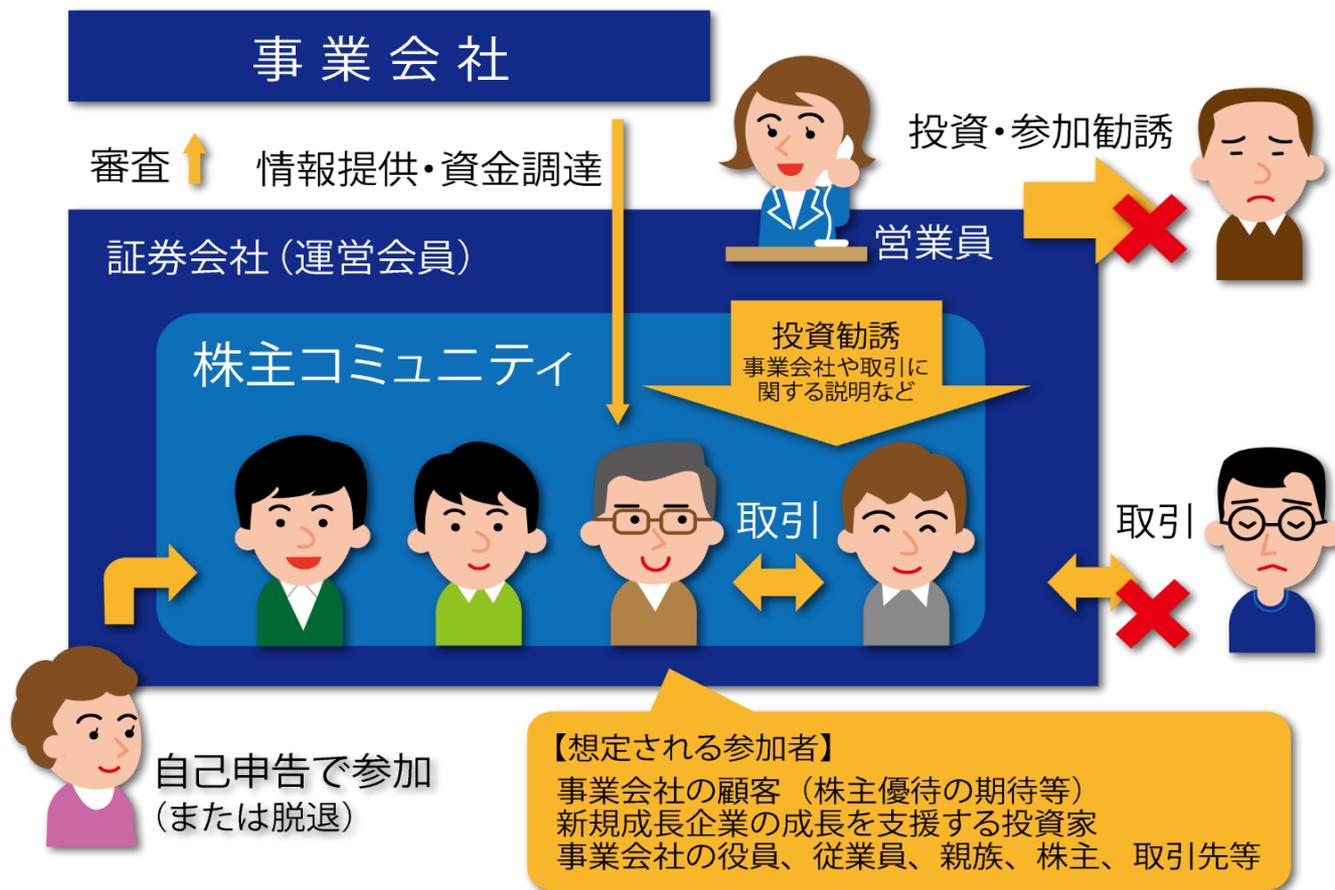
事業承継の円滑な実施を実現するための非上場株式の取引等の在り方の検討にあたって、考えられる論点案は以下のとおり。

1. 事業承継における当事者ニーズの洗い出し
2. 上記で洗い出されたニーズに対応するため、証券会社に求められる行為の洗い出し
3. 事業承継の取扱いにおいて証券会社に求められる行為を制限している課題・要改善点の洗い出し
4. 洗い出された要改善点に対して、事業承継を目的とした売買の特異性を勘案し、具体的にどのような改善策を設けるべきか。(一般的な株式投資との差異を設けるべきか。)

参考資料

6. 株主コミュニティ制度

(1) 制度概要と参加勧誘の禁止



- 証券会社が、非上場株式について銘柄毎に「株主コミュニティ」を組成し、その「株主コミュニティ」に参加している投資家に対してのみ、投資勧誘を可能とする制度
- インサイダー取引規制が掛からず適時開示義務がないことから、発行者の開示負担が低い
- 証券会社はウェブサイト等で銘柄名等を公表するが、参加勧誘を行うことはできない

6. 株主コミュニティ制度 (2) 発行者に関する審査

発行者



厳正な審査

証券会社



審査項目

(1) 組成時

- ① 発行者及びその行う事業の实在性
- ② 発行者の財務状況
- ③ 発行者の法令遵守状況を含めた社会性
- ④ 反社会的勢力への該当性、反社会的勢力との関係の有無及び反社会的勢力を排除する仕組みとその運用状況
- ⑤ (審査を行う) 運営会員と発行者との利害関係の状況
- ⑥ 当該店頭有価証券に投資するに当たってのリスク

(2) 募集・私募の取扱いに際しては、上記(1)に加え、次の項目についても審査

- ① 発行者の事業計画の妥当性
- ② 調達する資金の用途の妥当性
- ③ 運営会員が当該銘柄について過去に取り扱った募集・私募において調達した資金の用途状況

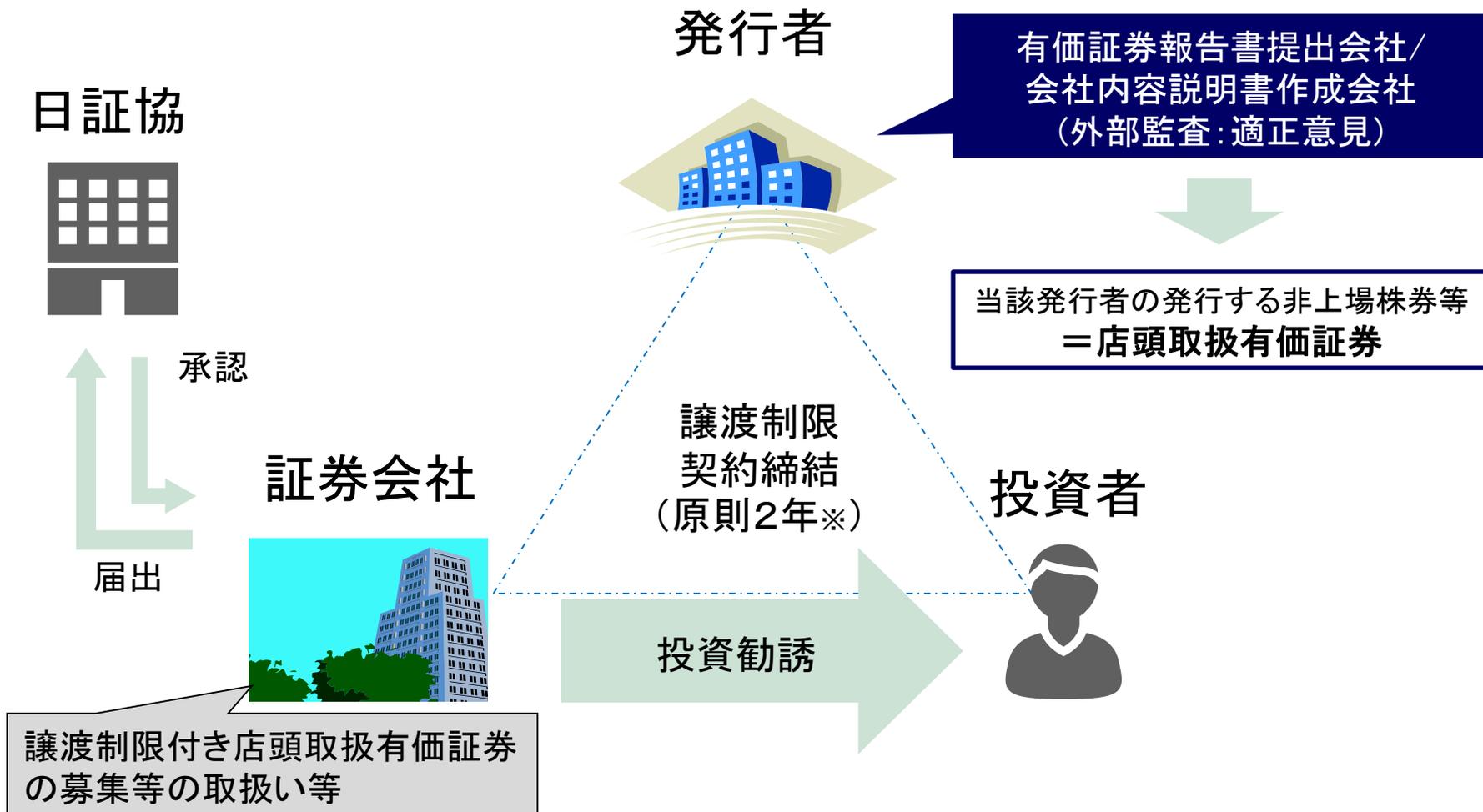
5. 株主コミュニティ制度 (3) 参加者への定期的な情報提供



情報提供の内容

- 有価証券届出書等(有価証券届出書、有価証券報告書、半期報告書又は四半期報告書又は臨時報告書)を作成する事業会社は、有価証券届出書等
- 上記以外の事業会社は、以下の情報
 - ✓ 会社法に基づく計算書類・事業報告
 - ※非公開会社であっても、公開会社が会社法に基づき作成する同書類の記載事項に準拠
 - ✓ 有価証券報告書の「企業情報」の「事業等のリスク」・「提出会社の株式事務の概要」の記載事項
- その他、証券会社が必要と認める情報

7. 譲渡制限付き店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等



※ 取引所上場前日又は取得日以後2年間を経過する日の前日のいずれか早い日まで、原則として、適格機関投資家以外への譲渡不可

8. 「譲渡制限付き店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等」と「株主コミュニティ制度」の比較

	譲渡制限付き店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等	株主コミュニティ制度	
発行者	有価証券報告書提出会社/ 会社内容説明書作成会社	有価証券届出書等※1 提出会社	左記以外の会社
規制の主な内容			
利用場面	募集等の取扱い等※2	募集等の取扱い等/売買	
協会規則上の譲渡制限	原則2年(三者間契約) ※3	—	—
発行者審査・反社排除※4	—	○	○
協会規則上の情報提供※5	【目論見書あり】目論見書 【目論見書なし】有価証券報告書又は 会社内容説明書+証券情報	有価証券届出書等	会社法上の計算書類・事業報告等 +【募集等の取扱い等を行う場合】 証券情報
外部監査	適正意見の監査	○	—
日証協の承認等	案件ごとの届出・承認	証券会社ごとの運営会員指定	
取引開始基準の策定	○	○	○
契約締結前交付書面の 交付・説明	○	○	○
確認書の徴求(初回)	○	○	○
取扱状況の報告・公表	—	○	○
その他	店頭取扱有価証券である旨の明示	参加勧誘・投資勧誘の制限	

※1 有価証券届出書、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書。

※2 売出し及び売出しの取扱いについては、目論見書を作成しなければならないものに限る。

※3 取引所上場前日又は取得日以後2年間を経過する日の前日のいずれか早い日まで、原則として、適格機関投資家以外への譲渡不可。

※4 引受けを伴う場合は、両制度とも、上記のほか「有価証券の引受け等に関する規則」の適用対象となる。

※5 両制度とも、別途、金融商品取引法の開示規制に服する必要がある。