

第9回 非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ

2020年1月22日 午前10時00分
太陽生命日本橋ビル8階 第4会議室

議案

1. 本ワーキング・グループでの検討テーマについて
2. 適格機関投資家に該当しない大規模投資家向けの勧誘規制の見直しについて
3. 株主コミュニティ制度を利用した資金調達の活用について
4. 上場廃止銘柄の受け皿制度としての株主コミュニティの機能性向上について

以上



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料 1

「非上場株式の取引等に関する ワーキング・グループ」第9回 ～非上場株式の一層の活用について～

2020年1月22日

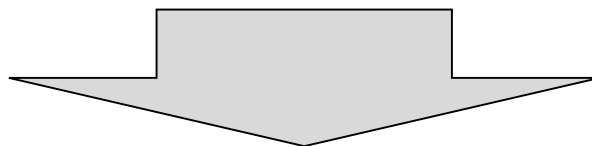
日本証券業協会 自主規制本部
エクイティ市場部

○骨太方針2019、日証協「当面の主要課題」 (2019年7月策定)

「経済財政運営と改革の基本方針2019」 (骨太方針2019)

(令和元年6月21日閣議決定)

- 地域に根ざした企業等における、**株主コミュニティ制度**などを利用した、株式による資金調達の円滑化を図る。



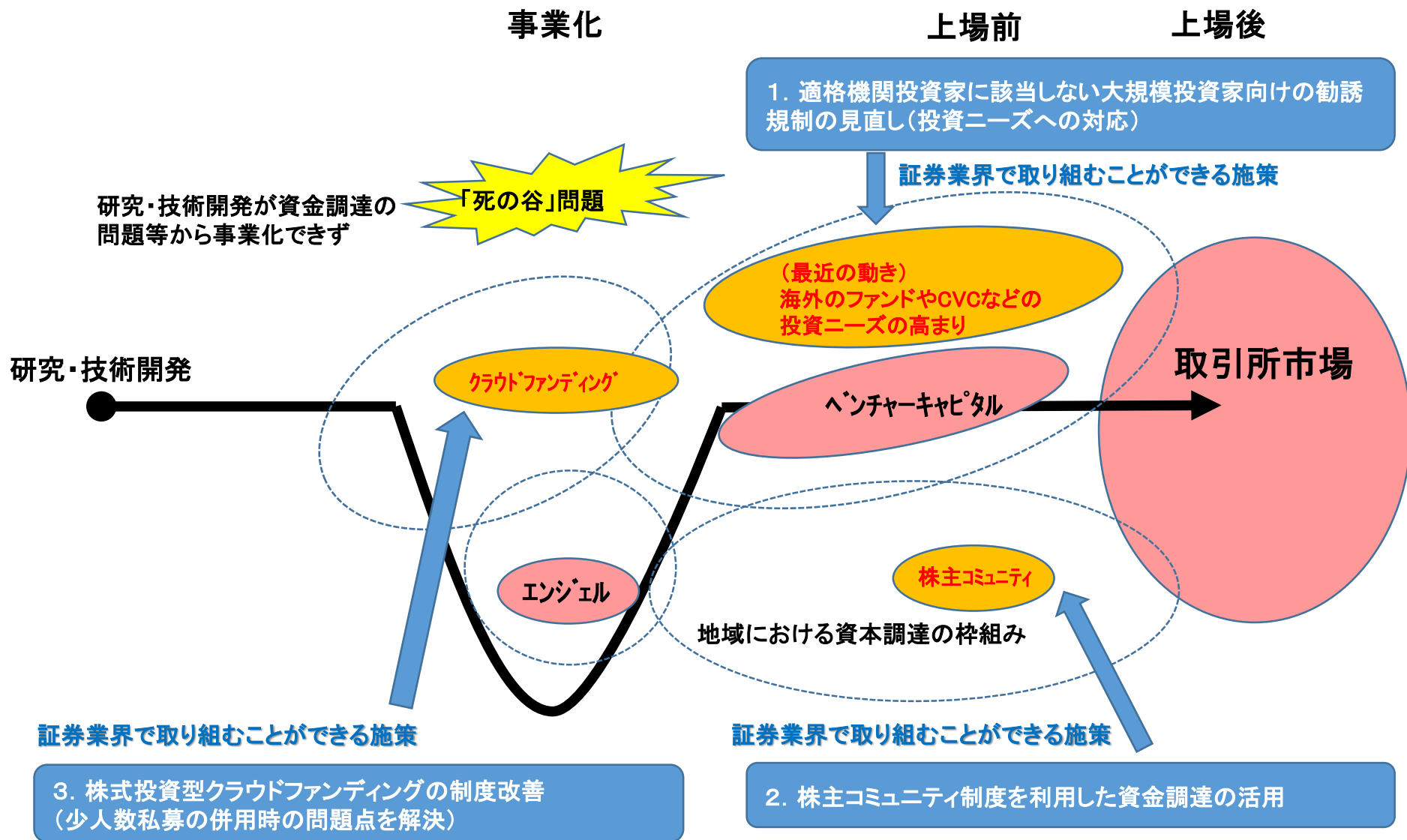
日本証券業協会 「当面の主要課題」 (令和元年7月策定)

非上場株式の一層の活用

リスクマネーの供給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を利用した資金調達の在り方等について、地方活性化の観点も踏まえつつ、検討を行う。

株式投資型クラウドファンディング制度及び株主コミュニティ制度の適切な利用に向けて、モニタリングや周知活動を行う。

1. 新規・成長企業へのリスクマネー供給の場面で 証券業界で取り組むことができる施策



(出典) 第4回産業競争力会議・麻生金融担当大臣提出資料(平成25年3月15日)を参考に一部加筆

2. 証券業界で取り組むことができる 施策・問題点・解決案（たたき台）

1. 適格機関投資家に該当しない大規模投資家向けの勧誘規制の見直し（投資ニーズへの対応）

（問題点）

- 適格機関投資家に該当しない海外のファンドや事業会社（CVC）などの大規模投資家の非上場株式への投資ニーズが高まっているが、証券会社が勧誘する場合には目論見書・会社内容説明書の交付が必要となるなど事実上対応できない状況にある

（解決案）

- 適格機関投資家に該当しない大規模投資家向けの投資勧誘規制の在り方の検討【規則改正】
※詳細は資料2参照

2. 株主コミュニティ制度を利用した資金調達の活用

（問題点）

- 発行会社の資金調達の活用実績なし

（解決案）

- 株主コミュニティ制度において私募を行う際の規則上の制約の見直し【規則改正】
※詳細は資料3参照

3. 株式投資型クラウドファンディングの制度改善 （少人数私募の併用時の問題点を解決）

（問題点）

- ① 株式投資型クラウドファンディング実施後、6か月間は少人数私募が行えないため、少人数私募との併用ができない（開示規制）
- ② 株式投資型クラウドファンディングと少人数私募を併用する場合に、両方を合算した調達金額が1年間で1億円未満である必要がある（業規制）

（解決案）

- ① 少人数私募の人数通算規定について、同種の新規発行証券から株式投資型クラウドファンディングによるものを除くことができないか【法令改正要望】
- ② 少額要件（1年間で1億円未満）につき、少人数私募による発行価額を合算しないことにできないか【法令改正要望】
※詳細は次回以降WGで意見交換予定



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9回

～適格機関投資家に該当しない大規模
投資家向けの勧誘規制の見直し～

2020年 1 月22日

日本証券業協会 自主規制本部
エクイティ市場部

1. 非上場株式投資における最近の状況 (ニーズ)

(非上場企業)



- ・テック系のスタートアップ企業
(バイオテック・ヘルステック)
- ・スケールアップを目指す企業

- ・システム開発のために設立当初から多額の費用が必要
- ・海外のようにユニコーン企業となって成功するためには、コンスタントかつスピーディに多額の資金提供が必要
→ 外部監査等なしで1億円以上の資金調達(=私募)がしたいので、プロ投資家等を紹介してほしい
→ 海外ファンドに資金提供をしてほしいが、日本語の話せる証券会社に関与してほしい

(投資者)



- ・適格機関投資家
- ・**適格機関投資家に該当しない大規模投資家 ※**
— 適格機関投資家の届出に係る代理人が国内にいない海外のプロ投資家
(ソブリンウェルス・ヘッジファンド等)
- 国内CVC・VC
- 海外富裕層・エンジェル投資家 等

- ・世界的に非上場株式投資への興味が急上昇
背景1：上場株式は競争が激しく+αの利益が取りにくい
背景2：ユニコーン銘柄のIPO成功事例が増加
→ 証券会社に対し、発行者の紹介にとどまらず、取引の最後まで関与してほしい
→ 複数の投資家が投資する案件で、デュー・ディリジェンスや書類の取りまとめなどを証券会社にしてほしい

※適格機関投資家の届出を行わない理由として考えられるもの

- ・届出には日本に事務所等を持つ代理人が必要であり、コストがかかる
- ・名前を公表されることで問合せが増えることを望まない
- ・届出に必要なコストに対してメリットが少なく、上記のようなデメリットもある

(証券会社)



- ・上記のような発行者と投資者双方の顧客を持つ証券会社

- ・上記のような顧客ニーズに応えたい
- ・日本では非上場株式投資の文化が未成熟であり、ユニコーン企業が育たない原因になっているほか、周辺他国の企業の魅力が向上していることで、相対的に日本企業への投資に対する魅力が低下している。このような問題点や危機感を解消するために、証券会社として関与したい

2. 現行の非上場株式の取引制度 (主な内容)

	店頭規則3条の2 (経営権移転等)	店頭規則4条 (プロ私募等)	対応する ルールなし	店頭規則6条 (店頭取扱有価証券)	株式投資型クラウドファンディング	株主コミュニティ
利用場面	セカンダリー (経営権移転等)	プライマリー セカンダリー	プライマリー セカンダリー	プライマリー	プライマリー	プライマリー セカンダリー
勧誘対象	経営者候補	適格機関投資家	適格機関投資家に該当 しない大規模投資家	制限なし (一般投資家等)	一般投資家等 (インターネット上)	発行者に身近な方 (コミュニティ内)
外部監査	—	—	—	必須	—	—
証券会社 の審査	—	—	(要検討)	—	必要	必要
開示・ 情報提供	取引前調査の 機会提供等	—	(要検討)	有価証券報告書又は会 社内容説明書等	発行者・募集に 関する情報等	会社法ベースの 企業情報等
金額制限	—	—	—	—	発行者: 1億円未満 投資者: 50万円以下	—
要件・ 譲渡制限	—	適格機関投資家私 募要件等と合致	(要検討)	2年間の譲渡制限	—	—
対協会	事前・事後報告	—	—	事前届出・承認	取扱要領提出等	運営会員指定等

※ 上に掲げる協会規則の要件以外にも、金商法その他法令等の規制に服する必要があることに留意。

※ 上場会社を対象とする店頭規則8条・上場廃止会社を対象とするフェニックス銘柄制度については、記載を省略。

制度上の課題：前頁の発行者・投資者のニーズに応えるにあたって、証券会社が利用しやすい制度がない

→適格機関投資家に該当しない大規模投資家を対象とした、新しい制度の検討が必要

3. 改善策（検討用・たたき台）

	店頭規則 4 条 (プロ私募等)	新ルール① ※1	新ルール② ※1	店頭規則 6 条 (店頭取扱有価証券)
利用場面	プライマリー セカンダリー	プライマリー セカンダリー	プライマリー (セカンダリー)	プライマリー
勧誘対象	適格機関投資家	適格機関投資家に該当しない大規模投資家 (自らDD可能・情報提供不要)	適格機関投資家に該当しない大規模投資家 (左記以外)	制限なし(一般投資家等)
(具体例)		・国内に拠点がない海外のプロ投資家 ・CVC・VC	・海外の富裕層 (個人) ・エンジェル投資家 (個人)	
外部監査	—	—	—	必須
証券会社の審査	—	— (任意としてはどうか)	ある程度必要か	—
開示・情報提供	—	— (任意としてはどうか)	ある程度必要か	有価証券報告書又は会社内容説明書等
譲渡制限・ 私募要件	適格機関投資家 私募・私売出し	・少人数私募・私売出しの要件 (勧誘50名未満等) と合わせてはどうか。		2年間の譲渡制限
その他検討事項	—	<ul style="list-style-type: none"> ・「適格機関投資家に該当しない大規模投資家」は、金商法2条3項2号口の特定投資家等(非居住者含む)の要件に準じて規則で定義してはどうか。 ・自分でDD可能かどうかの判断は、ビッグボーイ・レター※2のようなものを投資家から取得し、情報提供を求めないことの表明保証を得るとともに、DD経験・DD手法等も合わせて記載させることとしてはどうか。 ・対象は自分でDD可能な投資家だが、証券会社がDD結果を取りまとめて複数の投資家へ提供することも可能としてはどうか。 	<ul style="list-style-type: none"> ・新ルールについて、個人を対象とすべきか否か。 ・個人を対象とする場合、 <ul style="list-style-type: none"> a. 対象とする個人の属性の限定は必要か。(例: 会社経営者) b. 証券会社による審査や情報提供は必要か。(必要とする場合は、その内容) c. 流通場面での審査が困難であれば、プライマリーに限定したルールとすべきか。 	<ul style="list-style-type: none"> ・本協会は届出承認に当たって形式基準の確認を行っているが、協会員にとっては承認手続・期間が見通しにくく、機動的な資金調達求められる場面では利用しにくいとの意見もある。 ⇒形式基準の確認は協会員自身で行うこととし、本協会への報告は事後報告としてはどうか。

※1 対象有価証券：店頭有価証券（株券・新株予約権証券・新株予約権付社債券

※2 片方又は両方の当事者が重要な非公開情報を持ち、重要な非公開情報を持たない当事者が情報の非対称性を問題視しないことについて同意する書面。

「店頭有価証券」、「店頭取引」、「店頭取扱有価証券」の定義に関する規定

(定義)

第 2 条 この規則において、次の各号に掲げる用語の定義は、当該各号に定めるところによる。

1 店頭有価証券

我が国の法人が国内において発行する取引所金融商品市場に上場されていない株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券をいう。

2 店頭取引

会員が自己又は他人の計算において行う店頭有価証券の売買その他の取引をいう。

3 会社内容説明書

第 5 条の要件を満たした、会員並びに当該会員が金融商品仲介業務（定款第 3 条第 9 号に規定する金融商品仲介業に係る業務をいう。以下同じ。）の委託を行う特別会員及び金融商品仲介業者が店頭取扱有価証券の投資勧誘を行う際の説明資料をいう。

4 店頭取扱有価証券

店頭有価証券のうち、次のいずれかに該当する発行会社が発行する株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券（以下「株券等」という。）をいう。

イ 金融商品取引法（以下「金商法」という。）第 24 条第 1 項の規定に基づき有価証券報告書を提出しなければならない発行会社（当該発行会社が内閣総理大臣に提出した直近の有価証券報告書又は有価証券届出書に含まれるすべての財務諸表及び連結財務諸表について、総合意見が適正である旨の監査報告書が添付されているものに限る。）

ロ (略)

ハ 第 5 条第 1 号から第 4 号までに掲げる要件を満たす会社内容説明書を作成している発行会社

ニ (略)

会社内容説明書の要件に関する規定

(会社内容説明書の要件)

第 5 条 会社内容説明書は、発行会社において作成するものとし、第 1 号から第 4 号までに掲げる要件又は第 1 号から第 3 号まで及び第 5 号に掲げる要件を満たしたものとする。

1 店頭有価証券が株券等（上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていないものを除く。）である場合は、企業内容等の開示に関する内閣府令に定める有価証券報告書のうち「企業情報」の記載事項に準拠して記載されていること。ただし、財務諸表及び連結財務諸表については、当該店頭有価証券の発行会社が第 2 条第 4 号イの規定に該当せず、かつ、次に掲げる場合は、それぞれ次のとおりとする。

イ 発行会社が設立後 2 事業年度未満である場合 第 1 期の財務諸表又は連結財務諸表並びに事業計画の概要及びその実現性等が記載されていること。

ロ 発行会社が設立後 2 事業年度以上である場合 次の(1)又は(2)のいずれかが記載されていること。

(1) 直前 2 事業年度の財務諸表又は連結財務諸表

(2) 直前事業年度の財務諸表又は連結財務諸表並びに事業計画の概要及びその実現性等

2 店頭有価証券が上場有価証券の発行会社が発行する取引所金融商品市場に上場されていない株券等である場合は、次に掲げる事項が記載されていること。なお、ニに掲げる事項に代えて、当該発行会社が内閣総理大臣に提出した直近の有価証券報告書を記載することを妨げない。

イ 当該株券等の概要

ロ 当該発行会社が発行する上場株券とは異なる特徴

ハ 当該株券等に投資するに当たってのリスク

ニ 当該発行会社に関する情報は EDINET（金商法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システムをいう。）を参照すべき旨

ホ その他当該店頭有価証券についての説明に必要と認められる事項

3 財務諸表及び連結財務諸表が金商法第 193 条に規定する内閣総理大臣が一般に公正妥当であると認められるところに従って内閣府令で定める用語、様式及び作成方法又は計算書類等が「会社計算規則」に準拠して記載されていること。

4 財務諸表及び連結財務諸表について公認会計士又は監査法人により金商法に準ずる監査が行われ、又は計算書類等について会社法に基づく会計監査人による監査若しくはこれに準じる監査が行われ、かつ、その総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が、記載されている財務諸表若しくは連結財務諸表又は計算書類等に添付されていること。

5 (略)

店頭規則4条（プロ私募等）に関する規定

(店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘)

第4条 協会員が適格機関投資家（金商法第2条第3項第1号に規定する適格機関投資家をいう。以下同じ。）に対して投資勧誘を行うことができる店頭有価証券は、取得した店頭有価証券に譲渡制限を付すことを条件として適格機関投資家のみに対して投資勧誘を行うものでなければならない。

2 前項の譲渡制限は、次に掲げる者については、それぞれ次のとおりとする。

1 投資勧誘が金商法第2条第3項第2号イに掲げる場合に該当するものである場合（発行の際の投資勧誘がこれに該当するものであった店頭有価証券の投資勧誘を行う場合を含む。）の当該投資勧誘の相手方である適格機関投資家

金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という。）第1条の4に定める要件に合致すること。

2 投資勧誘が金商法第2条第4項第2号イに掲げる場合に該当するものである場合（投資勧誘がこれらに該当するものであった店頭有価証券の投資勧誘を行う場合を含む。）の当該投資勧誘の相手方である適格機関投資家

金商法施行令第1条の7の4に定める要件に合致すること。

3 取得勧誘の相手方である適格機関投資家が金商法施行令第1条の4に定める条件に合致することにより、金商法施行令第1条の5の人数の計算から当該適格機関投資家を除いた結果、当該取得勧誘が金商法第2条第3項第2号ハに掲げる場合に該当するものである場合の当該適格機関投資家及び発行の際の投資勧誘がこれに該当するものであった店頭有価証券の投資勧誘の相手方である適格機関投資家

金商法施行令第1条の4に定める要件に合致すること。

4 金商法第2条第4項に規定する売付け勧誘等の相手方である適格機関投資家が金商法施行令第1条の7の4に定める条件に合致することにより、金商法施行令第1条の8の人数の計算から当該適格機関投資家を除いた結果、当該売付け勧誘等が金商法第2条第4項第2号ハに掲げる場合に該当するものである場合の当該適格機関投資家及び売付け勧誘等がこれに該当するものであった店頭有価証券の投資勧誘の相手方である適格機関投資家

金商法施行令第1条の7の4に定める要件に合致すること。

5 前各号に掲げる者以外の適格機関投資家

当該店頭有価証券の取引所金融商品市場への上場日の前日又はその取得の日以後2年間を経過する日の前日のいずれか早い日まで、適格機関投資家以外の者に譲渡してはならない。ただし、次のいずれかに該当する場合であって、かつ、譲渡することが適当であると当該譲渡の前に協会員が認めるときは、この限りでない。

イ 取得者がその経営の著しい不振により取得した店頭有価証券を譲渡する場合

ロ その他社会通念上やむを得ないと認められる場合

3 前項第5号に掲げる内容の譲渡制限を付す場合は、当該協会員及び投資勧誘の相手方である顧客の間で当該内容を含む契約を締結しなければならない。

店頭規則6条（店頭取扱有価証券の募集等の取扱等）に関する規定

（店頭取扱有価証券の投資勧誘）

- 第6条** 協会員が募集、売出し（金商法第13条第1項の規定により目論見書を作成しなければならないものに限る。以下この項において同じ。）、「私募若しくは私売出し（金商法第2条第4項第2号イからハまでのいずれかに該当する売付け勧誘等をいう。以下同じ。）」（以下「募集等」という。）の取扱い又は売出し若しくは私売出し（以下「募集等の取扱い等」という。）に際して適格機関投資家以外の顧客に対して投資勧誘を行うことができる店頭取扱有価証券（第2条第4号ロ又はニに該当する店頭取扱有価証券を除く。以下同じ。）は、当該募集等で取得した店頭取扱有価証券に譲渡制限を付すことを条件として投資勧誘を行うものであり、当該協会員から本協会に届出があり、かつ、本協会が適当であると認めたものでなければならない。
- 2 前項の譲渡制限は、当該店頭取扱有価証券の取引所金融商品市場への上場日の前日又はその取得の日以後2年間を経過する日の前日のいずれか早い日まで、適格機関投資家以外に譲渡してはならない。ただし、次のいずれかに該当する場合であつて、かつ、譲渡することが適当であると当該譲渡の前に協会員が認めるときは、この限りでない。
- 1 取得者がその経営の著しい不振により取得した店頭取扱有価証券を譲渡する場合
 - 2 その他社会通念上やむを得ないと認められる場合
- 3 前項に掲げる内容の譲渡制限を付す場合は、当該協会員、当該店頭取扱有価証券の発行会社及び投資勧誘の相手方である顧客の間で当該内容を含む契約を締結しなければならない。
- 4 第1項の届出は、当該募集等の取扱い等を開始する日の5営業日前までに、所定の様式により、本協会に対し行わなければならない。なお、金融商品仲介業務として募集等の取扱い等を行う場合の特別会員による届出は、当該特別会員に当該金融商品仲介業務の委託を行う会員が当該特別会員について併せて届出を行うことで足りる。



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料 3

「非上場株式の取引等に関する ワーキング・グループ」第9回

～株主コミュニティ制度を利用した
資金調達の活用～

2020年1月22日

日本証券業協会 自主規制本部
エクイティ市場部

1. 株主コミュニティにおける 資金調達ニーズ

(非上場企業)



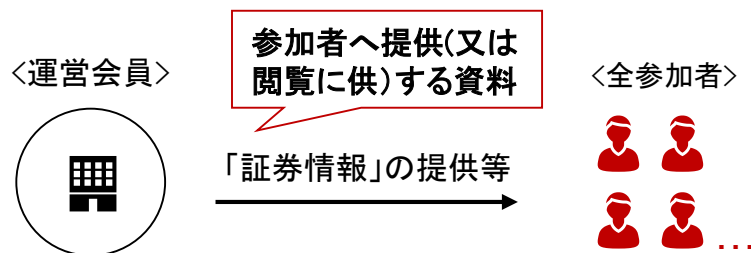
- 地域の富裕層や地元の投資家から資金調達をしたい
- 株主が全国分散しない方法で資金調達をしたい
- 新規・成長企業のうち、クラウドファンディングやSTOなどのインターネット経由の資金調達ではなく、対面営業による資金調達を希望
- 新規・成長企業のうち、外部資本の導入(VCやCVC等)を希望
- 資本業務提携を企図した第三者割当増資をしたい

など

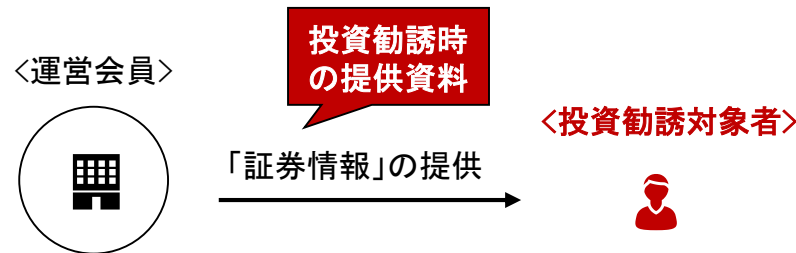
2. 改善策①（検討用・たたき台） 少人数私募等に関する勧誘資料の明確化

制度上の課題	改善策（検討用のたたき台）
<p>運営会員が、株主コミュニティ銘柄について少人数私募・少人数私売出しの取扱いを行う場合に、発行者から取得した「証券情報」を株主コミュニティの参加者全員に提供する義務がある。この情報提供を50名以上の参加者に行うことが、場合によっては、勧誘行為とみなされる懸念（＝募集又は売出しに該当する懸念）がある</p>	<p>少人数私募等の取扱いを行う際に、発行者から取得した証券情報は株主コミュニティの参加者への提供資料ではなく、投資勧誘の対象者へ提供する資料と位置づけ、勧誘対象である参加者のみ（50名未満）に提供することを明確化してはどうか ただし、少人数私募等が行われている旨の公表は現状どおりとする</p>

現行



改善策



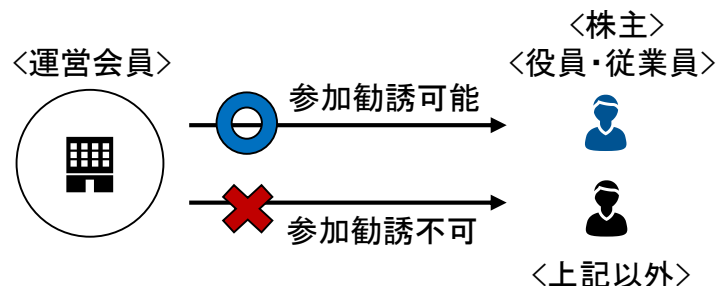
検討事項:

- ・証券情報の提供について株主コミュニティ参加者の一部に限定することの是非
- ・参加者間の公平性に係る考え方
⇒ 公平性と利便性向上のバランスに鑑み、私募・私売出しが行われている旨の公表は、引き続き義務付けることとしてはどうか。

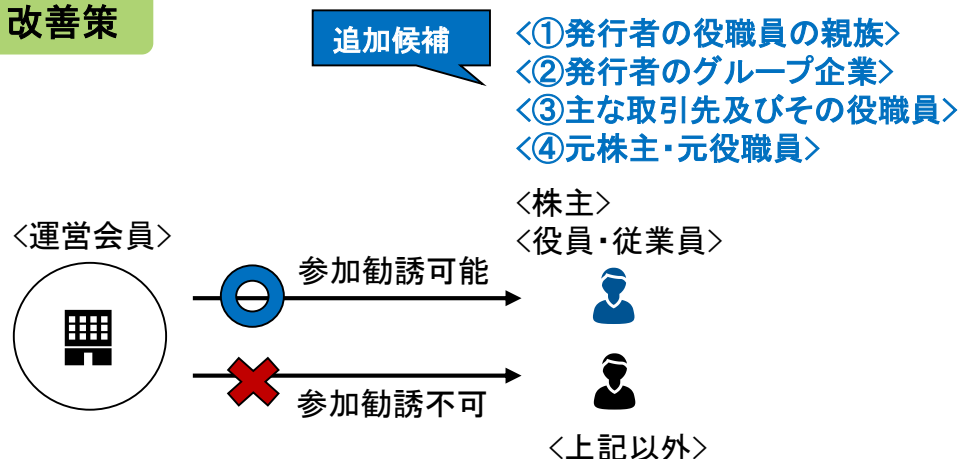
3. 改善策②（検討用・たたき台） 参加勧誘の対象者拡大

制度上の課題	改善策(検討用のたたき台)
<p>参加勧誘は、発行者の株主及び役員・従業員に限定されており、資金調達に応じる投資者を募るうえでの制約となっている</p>	<p>株主が全国分散しない方法での資金調達ニーズもあることから、株主や役員・従業員と同様、以下2つの要件を両方満たす投資者については、参加勧誘を認めてはどうか</p> <p><要件></p> <p>① 発行者のことをよく知っている投資者 ② 上記①の属性が外形的に判断可能な投資者</p>

現行



改善策



検討事項:

- ・上記追加候補を参加勧誘の対象に加えることの是非
- ・上記以外の追加候補
- ・実務における上記追加候補の外形的判断方法

4. 改善策③（検討用・たたき台） 公表情報の拡充

制度上の課題	改善策(検討用のたたき台)
投資者の参加判断に資する公表情報が極めて限定的	資金調達を行っている企業のプロフィールがわかるようにするために、発行者の業態や本社所在地などについて、公表してはどうか

現行

情報の公表

- ① 銘柄名
- ② 発行者のウェブサイトのURL等
- ③ 株主に対する特典
- ④ 募集等の取扱い等を行っている場合はその旨等

<運営会員>



改善策

情報の公表

- ① 銘柄名
- ② 発行者のウェブサイトのURL等
- ③ 株主に対する特典
- ④ 募集等の取扱い等を行っている場合はその旨等

<運営会員>



追加候補

- ⑤ 発行者の業態
- ⑥ 発行者の本社所在地
- ⑦ 有報提出会社の場合はその旨 等

検討事項:

- ・上記公表情報を拡充することの是非
- ・上記以外の公表情報の追加候補

5. その他検討課題

○プロ私募等の他の投資勧誘制度との連携

制度上の課題	検討課題
<p>運営会員による株主コミュニティ銘柄の投資勧誘や取引はコミュニティの中に制限されているため、自社で取り扱う株主コミュニティ銘柄について、株主コミュニティの外で他の投資勧誘制度(プロ私募等の取扱い)の利用ができない</p>	<p>左記に限らず、株主コミュニティ制度と他の制度との連携(併用)などについてどのように考えるか。また、改善すべき点はないか</p>

改善策①：少人数私募等に関する勧誘資料の明確化

(株主コミュニティ銘柄に関する情報提供)

第 12 条 運営会員は、次の各号に掲げる株主コミュニティ銘柄に関する情報について、公表しなければならない。

1～3 (略)

4 当該株主コミュニティ銘柄に関する募集等の取扱い等を行っている場合は、その旨及び申込期間

2 (略)

(情報の取得)

第 13 条 運営会員は、次の各号に定めるところにより、発行者に関する情報を取得しなければならない。

1 運営会員は、金商法第 5 条の規定に基づく有価証券届出書、同法第 24 条第 1 項に規定する有価証券報告書、同法第 24 条の 5 第 1 項に規定する半期報告書（同法第 24 条の 4 の 7 第 2 項の規定により四半期報告書を任意に提出する場合にあっては、当該四半期報告書）又は同法第 24 条の 5 第 4 項に規定する臨時報告書（以下「有価証券届出書等」という。）を作成する発行者に関する情報にあっては、次のイ又はロに掲げる情報を、当該イ又はロに定める時期に、それぞれ取得しなければならない。

イ 有価証券届出書等

発行者が内閣総理大臣に対し有価証券届出書等を提出したときから遅滞なく

ロ (略)

2 運営会員は、前号以外の発行者に関する情報にあっては、次のイからチまでに掲げる情報を、当該イからチまでに定める時期に、それぞれ取得しなければならない。

イ～ホ

へ 募集又は私募の取扱いを行う場合にあっては、企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式に定める有価証券届出書の「証券情報」の記載事項に準拠して記載された当該募集又は私募に係る情報

当該募集又は私募に係る募集事項の決定が行われたときから遅滞なく

ト 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を行う場合にあっては、企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式に定める有価証券届出書の「証券情報」の記載事項に準拠して記載された当該売出し又は私売出しに係る情報

当該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を開始するときまで

チ (略)

(参加者への株主コミュニティ銘柄に関する情報の提供)

第 14 条 運営会員は、前条各号に規定する情報を取得した場合は、当該株主コミュニティ銘柄に係る株主コミュニティの参加者に対し当該情報を提供し、又は当該参加者が当該情報を閲覧することができる状態に置かなければならない。

改善策②：参加勧誘の対象者拡大

(株主コミュニティへの参加手続及び参加に関する勧誘の禁止)

第 9 条 運営会員は、投資者から株主コミュニティへの参加の申出を受けた場合を除き、当該投資者に係る当該株主コミュニティへの参加の手続を行ってはならない。

2 運営会員は、株主コミュニティへの参加に関する勧誘を行ってはならない。ただし、当該勧誘の相手方が当該株主コミュニティ銘柄の保有者又は当該株主コミュニティ銘柄の発行者の役員若しくは従業員であることを確認できた場合は、この限りでない。

3 (略)

改善策③：公表情報の拡充

(株主コミュニティ銘柄に関する情報提供)

第 12 条 運営会員は、次の各号に掲げる株主コミュニティ銘柄に関する情報について、公表しなければならない。

1 当該運営会員が取り扱う株主コミュニティ銘柄の銘柄名

2 当該株主コミュニティ銘柄の発行者が当該発行者に関する情報を掲載するウェブページの URL (ウェブサイトを持たない発行者にあっては、代表電話番号)

3 当該株主コミュニティ銘柄の発行者の株主に対する特典

4 当該株主コミュニティ銘柄に関する募集等の取扱い等を行っている場合は、その旨及び申込期間

2 (略)

その他検討課題：プロ私募等の他の投資勧誘制度との連携

(株主コミュニティの参加者以外の者に対する投資勧誘の禁止)

第 16 条 運営会員は、自社が運営会員となっている株主コミュニティの参加者以外の者に対して、当該株主コミュニティに係る株主コミュニティ銘柄の投資勧誘を行ってはならない。

(店頭取引の範囲)

第 17 条 株主コミュニティ銘柄の店頭取引は、運営会員が運営している当該株主コミュニティの参加者間又は参加者と運営会員との間で行わなければならない。



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料 4

「非上場株式の取引等に関する ワーキング・グループ」第9回 ～上場廃止銘柄の受け皿としての 株主コミュニティ制度～

2020年1月22日

日本証券業協会 自主規制本部
エクイティ市場部

1. 検討の背景

—上場廃止銘柄の受け皿制度を巡る状況①

【「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」報告書(2014年6月)】

2014年6月に公表した本協会の「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」報告書において、既にフェニックス銘柄制度を廃止することの結論は出ており、後継制度として、株主コミュニティ制度が創設されている。

◆ 同WGで指摘された問題点及び提言(報告書に盛り込まれた事項)

- ・ 上場廃止銘柄の投資魅力の問題、投資勧誘の困難さ及び指定後の流動性の問題
- ・ 取引所の整理売買期間における換金機会の担保
- ・ 投資グループ(現 株主コミュニティ)による代替可能性

◆ フェニックス銘柄制度の廃止、投資グループ制度(現 株主コミュニティ)で代替との結論。



【同報告書を踏まえた自主規制改正(株主コミュニティ制度創設等)】

同報告書の公表後、自主規制規則改正の段階で、フェニックス銘柄はグリーンシート銘柄廃止及び株主コミュニティ制度創設とは別に検討することが適当とされたことから、本協会としては、株主コミュニティ制度創設後の定着状況や、フェニックス銘柄制度のニーズなどを確認しつつ、当局や取引所とも相談のうえ、フェニックス銘柄制度の廃止時期を見極めることとした。

2. 検討の背景

—上場廃止銘柄の受け皿制度を巡る状況②

【フェニックス銘柄制度の活用状況・存続ニーズ】

- ◆ 2016年6月末以降現在に至るまでフェニックス銘柄はゼロ銘柄であり、過去においても合計4銘柄(旧制度であるグリーンシート銘柄フェニックス区分を含めても11銘柄)のみであり、実質的に上場廃止銘柄の受け皿制度としては殆ど活用されていない状況。
- ◆ 本協会の会員は一般投資家に対して上場廃止銘柄であるフェニックス銘柄の投資勧誘を行う意向がなく、市場関係者からも、同制度の継続要望・問合せ等は寄せられていない。

【株主コミュニティ制度の定着状況・利用ニーズ】

- ◆ 株主コミュニティ制度はフェニックス銘柄の後継制度として概ね機能している。
→実際の取引事例あり(武井工業所株式、チッソ株式及びアドメテック株式)
- ◆ 2019年1月の本協会「株主コミュニティ制度に関する懇談会」報告書においても株主コミュニティ制度が上場廃止銘柄の受け皿機能となることが現実的である旨が示され、これを受け、2019年7月に「株主コミュニティに関する規則」を改正し、上場廃止直後の株主コミュニティの組成に係る禁止規定を削除している(2019年8月1日施行)。
→当該規則改正後、TOKYO PRO Marketの上場廃止直後に株主コミュニティを組成した事例あり(アドメテック株式)
- ◆ コストの関係から、フェニックス銘柄制度ではなく、株主コミュニティ制度を利用したいとの発行者の声もある。



【検討課題】

上場廃止銘柄の受け皿としての利便性向上の観点から株主コミュニティの在り方を考えた場合、どのような方策が望ましいか。

3. 検討の前提・改善策の方向性（案）

【検討の前提】

株主コミュニティのメリットを維持すること ⇔ フェニックス銘柄のデメリットは排しつつ、メリットのみを取り入れること

	フェニックス銘柄制度	株主コミュニティ制度
メリット	<ul style="list-style-type: none"> 保振利用可能(株主管理や取引の効率化が可能) フェニックス銘柄となる場合、取引所の整理売買期間が延長(1か月→2か月) 証券会社間の取次ぎが可能 顧客は取扱会員毎の参加手続等がなくても取引可能 非取扱会員は、顧客の売付けに係る勧誘のみ可能 	<ul style="list-style-type: none"> インサイダー取引の適用除外 発行者の負担が小さい(保振利用・外部監査のコスト、適時開示体制整備に係るコスト等)
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> 発行者の負担が大きい(保振利用・外部監査のコスト、適時開示体制整備に係るコスト等) 上場廃止銘柄の制度というネガティブな印象が拭えないため、取扱証券会社が現れにくい 	<ul style="list-style-type: none"> 流通性が制限される(取引・勧誘は参加者間に限定され、証券会社間の取次ぎはできない) 保振利用の対象となっていない



【改善の方向性(案)】

改善策1：上場廃止銘柄の取次ぎ等に係る特例

上場時に当該株式を買い付けた自社顧客へのアフターケアの観点から、当該上場廃止銘柄の株主であることが確認できる顧客については、非運営会員から運営会員への売付けの取次ぎ・媒介等や、運営会員間の売買の取次ぎ・媒介等を認めてはどうか。

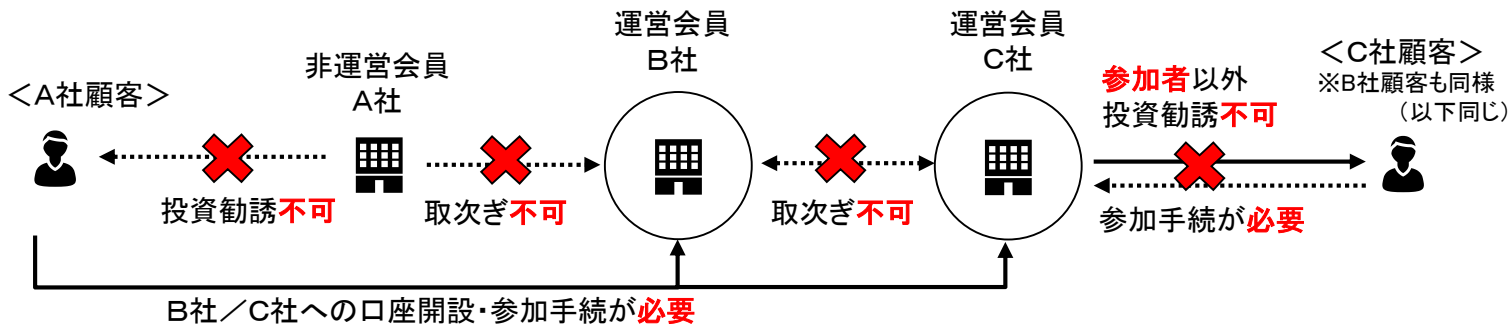
改善策2：株主に関するみなし参加者の特例(制度全体の改善)

運営会員は、株主であることが確認できる顧客を「みなし参加者」として取り扱い、投資勧誘や取引を行ってもよいのではないか（※上場廃止銘柄以外も含む）。

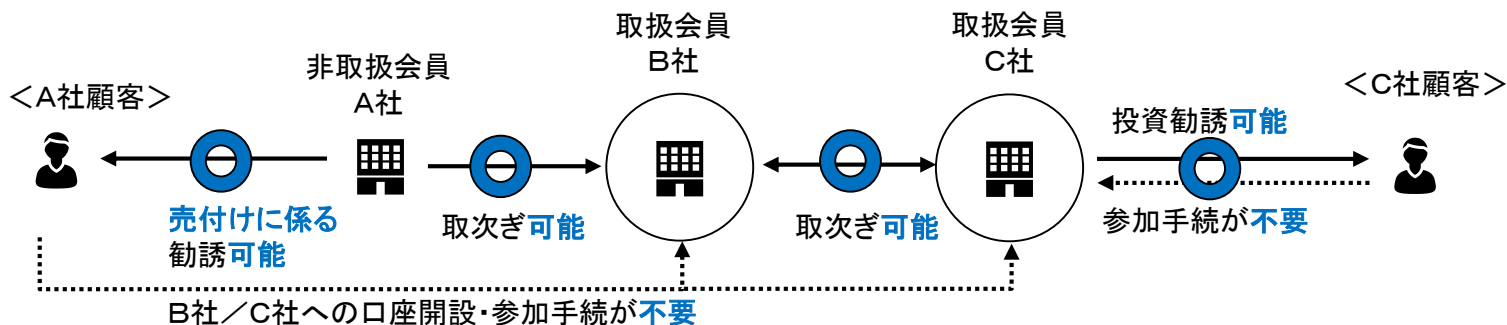
上記対応により、売り手と買い手のマッチングニーズにも応えやすくなり、上場廃止後の換金機会提供という目的に資することが期待できる。なお、これにより取引量は増加する可能性はあるものの、既に銘柄を保有しており、かつ、制度創設当初から参加者として想定されている「株主」に限定した特例のため、インサイダー取引規制の適用除外は引き続き維持できると考えて差し支えないのではないか。

4. 現行制度を踏まえた改善策 (全体像・たたき台)

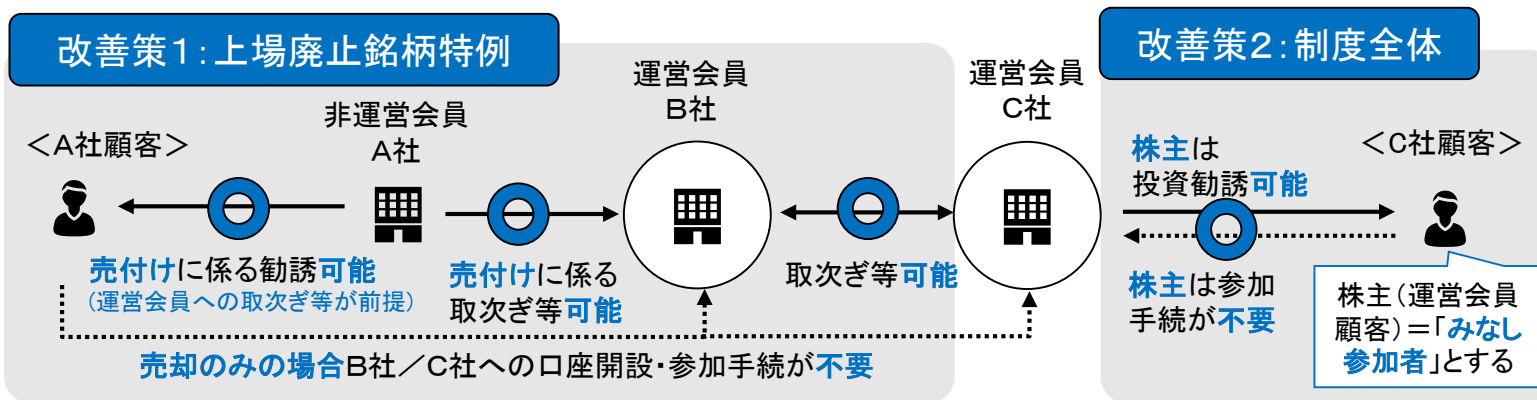
株主コミュニティ制度
(現行)



フェニックス
銘柄制度
(現行)

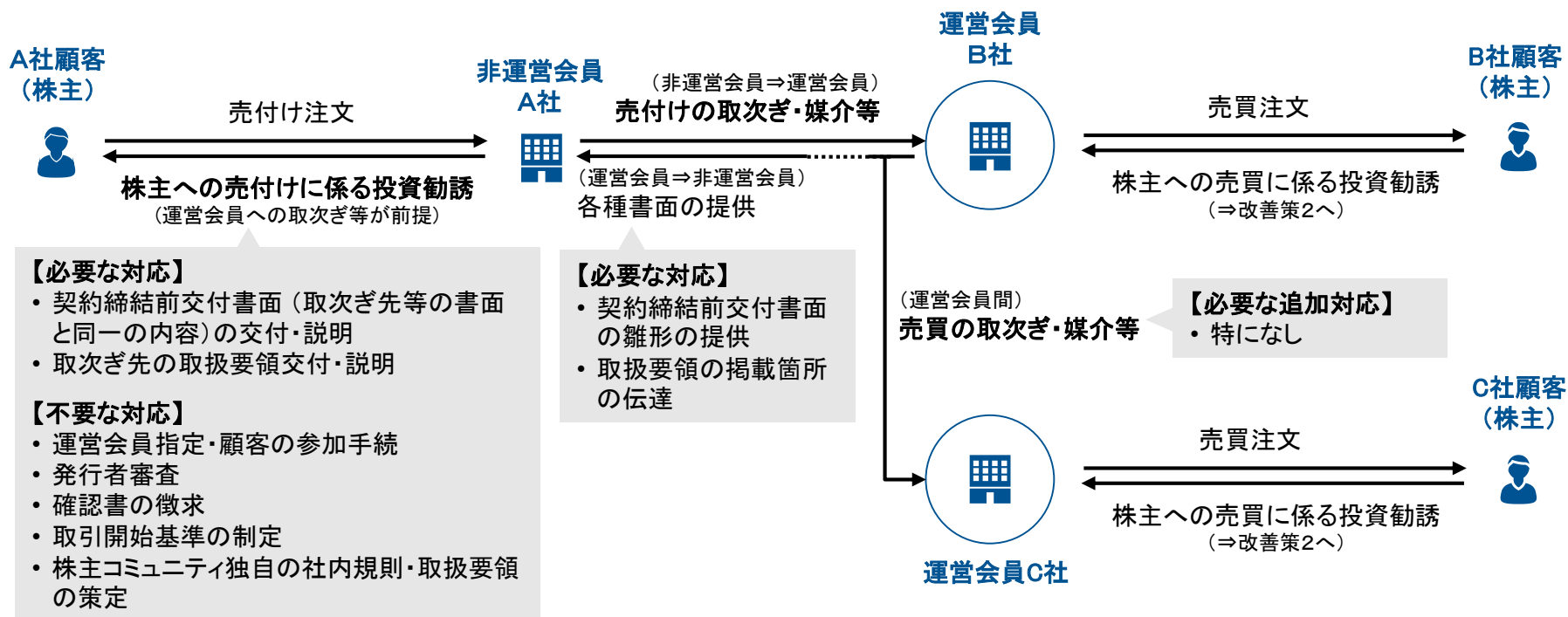


株主コミュニティ制度
(改善策)



5. 改善策1：上場廃止銘柄の取次ぎに係る特例 (詳細・たたき台)

- 非運営会員は、上場廃止後に直接株主コミュニティ銘柄となった銘柄について、当該銘柄の株主であることが確認できる顧客については、運営会員への取次ぎ又は媒介等を前提に、当該顧客への売付けに係る投資勧誘を可能とする。
 - 非運営会員は、顧客から当該上場廃止銘柄の売付け注文を受注した場合に限り、運営会員への取次ぎ・媒介等を可能とする。
 - 運営会員は、非運営会員から当該上場廃止銘柄の取次ぎ・媒介等に応じることとした場合は、非運営会員への各種書面を提供する。
 - 運営会員間については、当該上場廃止銘柄の売り・買いともに取次ぎや媒介等を可能とする。
- ※各種必要な対応・検討事項は下図のとおり。



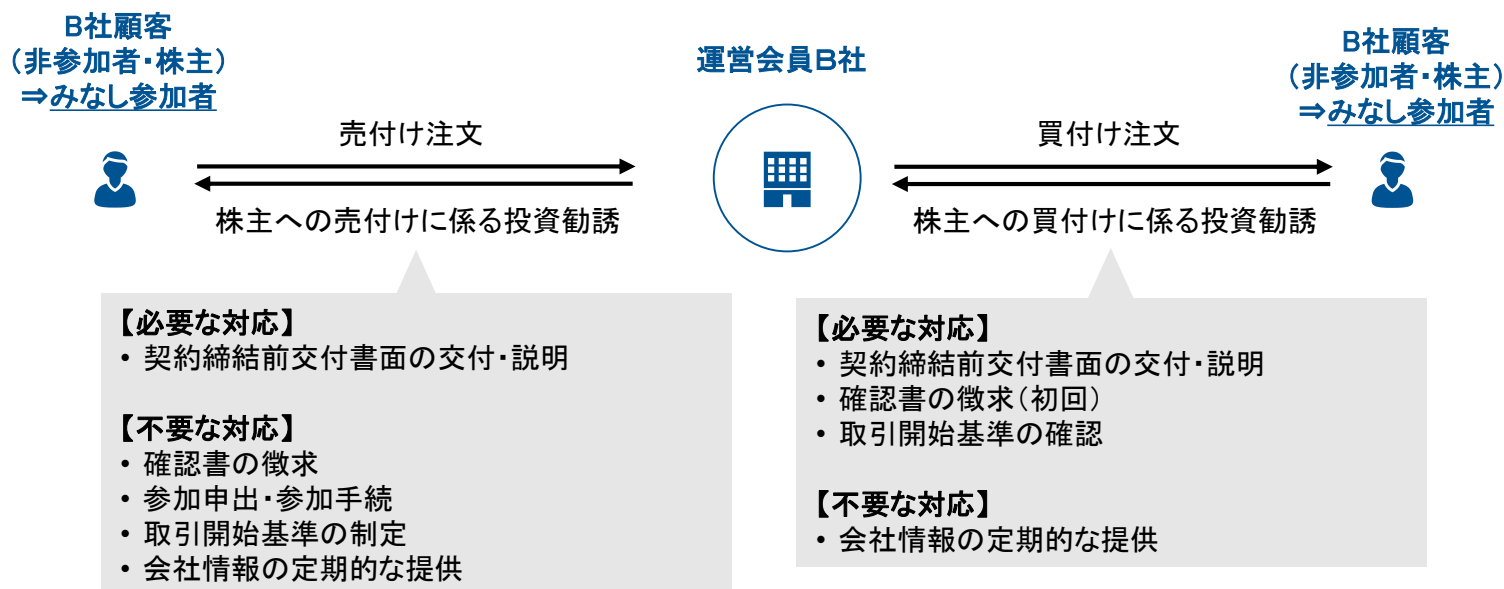
検討事項:

- ・ 上場廃止銘柄の取次ぎに係る特例の適用期限の要否／必要な場合の具体的な期間(例:3~5年)
- ・ 非参加者である株主に対し投資勧誘を行う際の会社情報の提供(又は閲覧可能措置)の要否

6. 改善策2:みなし参加者の特例 (詳細・たたき台)

- 運営会員は、株主コミュニティに参加していない顧客についても、株主コミュニティ銘柄の既存株主であることが確認できる場合には、「みなし参加者」として扱い、参加手続なしで投資勧誘や取引を可能とする。(上場廃止銘柄以外も対象)

※各種必要な対応・検討事項は下図のとおり。

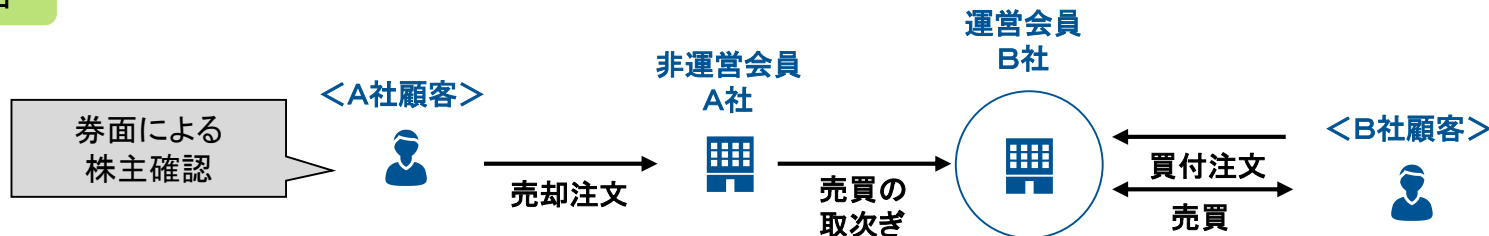


検討事項:

- ・ 非参加者である株主に対し投資勧誘を行う際の会社情報の提供(又は閲覧可能措置)の要否
- ・ みなし参加者が実際に取引を行った後に、以後、参加者として取り扱うことの是非(オプトイン又はオプトアウトの是非)

7. 実務上の留意点

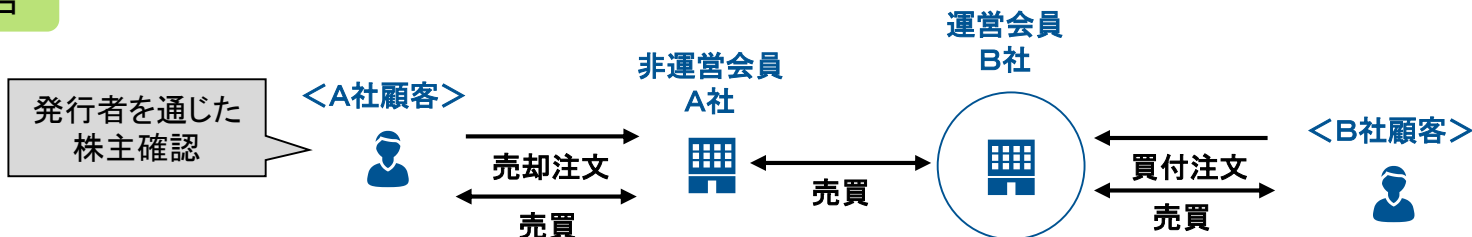
券面発行の場合



【実務上の留意点】

- 複数証券会社による取次ぎの可否…従前のグリーンシート銘柄制度(券面発行)と同様であり可能と思われる
- 株主かどうかの確認の可否…同上(券面の確認)

券面不発行の場合



【実務上の留意点】

- 複数証券会社による取次ぎの可否…名義書換の関係で、その都度相対取引を行う必要があるか(計3回)。
- 株主かどうかの確認の可否…実務上、発行者へ確認している。なお、発行者自身が株主管理を行う場合、名義書換にタイムラグはないが、株主名簿管理人の事務委託を行う場合、名義書換請求から実際の書換えに数日かかる可能性がある。このため、例えば、顧客がA証券で売却した後、株主名簿が書き換えられるまでの間にC証券で売却されると、二重売却されてしまうことになる。このような問題をどうするかが実務上の課題となる。
※当該留意点は現行制度上でも生じ得るリスクであるが、現状では売買が少なく問題になっていない。)

取次ぎ等に関する規定

【株主コミュニティに関する規則】

(店頭取引の範囲)

第 17 条 株主コミュニティ銘柄の店頭取引は、運営会員が運営している当該株主コミュニティの参加者間又は参加者と運営会員との間で行わなければならない。

【フェニックス銘柄に関する規則】

(売買及び受渡し)

第 24 条 フェニックス銘柄の店頭取引は、委託の媒介、取次ぎ若しくは代理又は仕切りの形式により、会員間又は会員と顧客との間の相対売買により行わなければならない。

2～7 (略)

参加手続に関する規定

【株主コミュニティに関する規則】

(株主コミュニティへの参加手続及び参加に関する勧誘の禁止)

第 9 条 運営会員は、投資者から株主コミュニティへの参加の申出を受けた場合を除き、当該投資者に係る当該株主コミュニティへの参加の手続を行ってはならない。

2・3 (略)

【フェニックス銘柄に関する規則】

該当なし

投資勧誘に関する規定

【株主コミュニティに関する規則】

(株主コミュニティの参加者以外の者に対する投資勧誘の禁止)

第 16 条 運営会員は、自社が運営会員となっている株主コミュニティの参加者以外の者に対して、当該株主コミュニティに係る株主コミュニティ銘柄の投資勧誘を行ってはならない。

【フェニックス銘柄に関する規則】

(投資勧誘)

第 20 条 取扱会員等以外の協会員は、顧客の計算によるフェニックス銘柄の売付けに係るものを除き、フェニックス銘柄の投資勧誘を行ってはならない。

2・3 (略)

保振利用に関する規定

【株主コミュニティに関する規則】

該当なし

【フェニックス銘柄に関する規則】

(フェニックス銘柄の指定条件)

第 6 条 取扱会員となろうとする会員（取扱会員となろうとする会員が代表取扱会員となる予定の会員を定めた場合は、当該代表取扱会員となる予定の会員。以下この項において同じ。）がフェニックス銘柄として第9条の届出を行おうとする有価証券及びその発行会社は、次に掲げるすべての条件を満たしていなければならない。

1 発行会社が株主名簿管理人に事務を委託していること（当該株主名簿管理人から受託する旨の内諾を得ている場合を含む。）。

2～5 （略）

6 当該銘柄について指定振替機関に対し振替法第13条第1項に規定する同意のほか、当該指定振替機関が定める事項について約諾を行っていること又は本協会がフェニックス銘柄として指定するまでの間に当該約諾を行う見込みのあること。

2 （略）

【証券保管振替機構 株式等の振替に関する業務規程】

(機構取扱対象株式等)

第 6 条 機構は、株式等のうち次に掲げるもの（以下「機構取扱対象株式等」という。）であって次条第1項の同意を得たものを株式等振替業務等において取り扱うものとする。

(1) （略）

(2) 日本証券業協会によりフェニックス銘柄に指定されている株式で会って規則で定める要件を満たすもの

(3) ～ (11) （略）

フェニックス銘柄（店頭取扱有価証券）の外部監査に関する規定

【店頭有価証券に関する規則】

(定義)

第 2 条 この規則において、次の各号に掲げる用語の定義は、当該各号に定めるところによる。

1～3

4 店頭取扱有価証券

店頭有価証券のうち、次のいずれかに該当する発行会社が発行する株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券（以下「株券等」という。）をいう。

イ (略)

ロ 金商法第24条第1項の規定に基づき有価証券報告書を提出しなければならない発行会社（金融商品取引所により上場廃止とされた株券及び新株予約権付社債券の発行会社であり、かつ、当該発行会社が内閣総理大臣に提出した直近の有価証券報告書又は有価証券届出書に含まれる直前事業年度の財務諸表及び連結財務諸表について総合意見が適正である旨の監査報告書が添付されているものに限る。）

ハ (略)

ニ 第5条第1号から第3号まで及び第5号に掲げる要件を満たす会社内容説明書を作成している発行会社

5 フェニックス銘柄

店頭取扱有価証券のうち、「フェニックス銘柄に関する規則」第2条第5号に規定するフェニックス銘柄をいう。

上場廃止日延長に関する規定

【東京証券取引所 有価証券上場規程施行規則】

(上場廃止日の取扱い)

第604条

規程第609条に規定する上場廃止日は、原則として、次の各号に掲げる区分に従い、当該各号に定めるところによる。

(1)～(9)の2 (略)

(10) 前各号に掲げる上場株券等以外の上場株券等

当取引所が当該上場株券等の上場廃止を決定した日の翌日から起算して1か月を経過した日（当取引所が当該上場株券等の上場廃止を決定した日の翌日から起算して2週間が経過する日までに日本証券業協会が上場廃止後に当該上場株券等をフェニックス銘柄として指定することを決定したとき又はその見込みがあると当取引所が認めたときには、上場廃止を決定した日の翌日から起算して2か月を経過した日）。ただし、当取引所が速やかに上場廃止すべきであると認めた場合は、この限りでない。

非上場株式の取引等に関するワーキング・グループの開催スケジュール（案）

開催回（開催時期）	検討テーマ
第9回（1月22日）	<p>●全体（概要・趣旨）の説明</p> <p>1. 適格機関投資家に該当しない大規模投資家向け勧誘規制の見直し① （プレゼン：大和証券、メリルリンチ日本）</p> <p>2. 株主コミュニティ制度を利用した資金調達の活用①</p> <p>3. 上場廃止銘柄の受け皿制度としての株主コミュニティ①</p>
第10回（2月7日）	<p>●趣旨の説明・意見交換</p> <p>・株式投資型クラウドファンディング制度の見直し①</p>
第11回（2月17日）	<p>●具体的施策に関する意見交換</p> <p>・適格機関投資家に該当しない大規模投資家向け勧誘規制の見直し②</p>
第12回 （2月下旬～3月上旬）	<p>●具体的施策に関する意見交換</p> <p>1. 株主コミュニティ制度を利用した資金調達の活用②</p> <p>2. 上場廃止銘柄の受け皿制度としての株主コミュニティ②</p> <p>●株主コミュニティ制度周知活動案の紹介</p>
第13回（3月中旬）	<p>●規則改正案の検討</p> <p>1. 適格機関投資家に該当しない大規模投資家向け勧誘規制の見直し③</p> <p>2. 株主コミュニティ制度を利用した資金調達の活用③</p> <p>3. 上場廃止銘柄の受け皿制度としての株主コミュニティ③</p>
第14回 （3月下旬～4月上旬）	<p>●見直し案に関する意見交換、論点整理</p> <p>・株式投資型クラウドファンディング制度の見直し②</p>
第15回（4月中）	予備日