

第5回 非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会

2021年5月20日（木）午後2時30分
日本証券業協会 第1・2会議室
（太陽生命日本橋ビル8階）

議案

1. 仲介者側からみた取引制度の課題・解決策

（証券会社等及び株式会社 BOOSTRY からのプレゼンテーション）

2. 海外のプロ個人投資家から注目が高まるプライベート市場と日本への示唆

（ブラックストーン・グループ・ジャパン株式会社からのプレゼンテーション）

3. その他（事務局説明）

・ 第4回会合後の意見照会結果等について

以上

株主コミュニティ制度の現状と改善策について

<過去の経緯>

- ・旧グリーンシート制度が始まる以前（昭和の時代）から、富山県の地元証券会社の店頭では、地元の有力会社の株式の店頭取引が行われていました。

（富山地方鉄道、立山黒部貫光、チューゲキ、富山合同興行、Y K K、北日本放送、廣貫堂、富山電気ビルディング等）

- ・株主コミュニティ制度が始まったときに、旧グリーンシート制度において取り扱いをしていた銘柄をそのまま引き継ぎ、現在に至ります。

<取引の現状>

- ・取扱銘柄は下記の5社6銘柄です。

富山地方鉄道第二普通株式、富山地方鉄道普通株式、立山黒部貫光、YKK、北日本放送、廣貫堂

- ・富山地方鉄道、YKKについては、継続的に売買があります。
- ・立山黒部貫光、北日本放送、廣貫堂については、売買頻度はあまり高くありません。
- ・各銘柄について、買いたい人・売りたい人のリストを作成し、売り買いの意向が合致した投資家同士の売買を仲介する形で、取引をしています。

<これまでの実績>

2015年11月から実質スタート

制度開始以来の取扱銘柄の売買高の推移（単位：千円）

期間	富山地方鉄道第二	富山地方鉄道普通	立山黒部貫光	Y K K	北日本放送	廣貫堂
2016/3期	34,828	0	0	24,980	10,925	910
2017/3期	69,998	0	729	87,576	19,000	0
2018/3期	76,270	0	1,239	79,400	0	0
2019/3期	24,011	0	4,374	183,360	17,433	0
2020/3期	28,031	760	243	148,224	523	10,987
2021/3期	23,960	342	14,823	101,184	0	1,580
2022/3期	0	0	0	13,440	0	0
合計	257,098	1,102	21,408	638,164	47,880	13,477

(2019/3期以前は富山地方鉄道第二普通株式に普通株式が含まれている。)

< 買い手について >

- ・ 富山地方鉄道第二普通株式と立山黒部貫光については、株主優待乗車証を目的とした買い付け。
- ・ Y K K、北日本放送、廣貫堂については「地元会社を応援したい」「地元有力企業の株主になりたい」と言う動機での買い付けが多い。
- ・ Y K Kの場合は、日本の非上場会社の中でも特に規模の大きな有力企業なので「是非株主になりたい」と言う動機での問い合わせが全国からある。

< 売り手について >

- ・ いずれの銘柄も、相続等で引き継いだものを換金したい、というニーズが多い。
- ・ 富山地方鉄道、立山黒部貫光については「株主優待乗車証を利用しなくなった」「親から相続したが自分は株主優待乗車証を利用しない」などの理由で換金したいニーズが多い。
- ・ Y K K、北日本放送、廣貫堂については「親などから相続し自分が株主となったが、可能であれば換金したい」というニーズが多い。

換金したいというニーズを株主になりたいというニーズにつなげるのが当社の役割です。

売り手と買い手のニーズをつなげるのは、当社の重要な地域貢献です。

<改善策について>

流通市場の現状について

一般の投資家については、自らが株主コミュニティ参加を希望し、株主コミュニティ参加後でなければ投資勧誘はできない。会社関係者以外の投資家には、株主コミュニティの存在を紹介することはできるが、投資勧誘のみならず、株主コミュニティへの参加勧誘もできない。

< 下記の改善策 >

- 会社関係者等（※）に対しては、株主コミュニティへの参加を条件とした投資勧誘を可能とする
- 既存株主については、株主コミュニティに参加せずとも投資勧誘及び売却を認める
- 「特定投資家」については、株主コミュニティへの参加勧誘を可能とする
- 有価証券報告書提出会社については、会社関係者等以外の投資者への株主コミュニティへの参加勧誘を可能とする

< 会社関係者等の定義 >（※）

株主コミュニティ銘柄企業の「役職員・元役職員」「グループ会社の役職員」「役職員の親族」「株主・元株主」

< 当社での影響 >

当社で株主コミュニティを運営している銘柄の発行会社は、全て有価証券報告書提出会社であって、今後も原則として同様の運営を行うこととしています。

「有価証券報告書提出会社については、会社関係者等以外の投資者へのコミュニティへの参加勧誘を可能とする」と言う点が特に大きいと思います。広く一般の投資家に対し、株主コミュニティへの参加を勧誘できるのであれば、今までは投資家側からのアプローチをただ待つだけであったものが、当社から投資家に株主コミュニティ参加勧誘のアプローチが可能となるので、より広い顧客層による売買が可能となり、取引の厚みが増すものと考えています。

< 発行市場における課題 >

現在当社が株主コミュニティを運営している銘柄の発行会社については、何れも有価証券報告書提出会社であって、資金需要の額も5億円以上と考えられるので、そのような会社が株主コミュニティ制度による資金調達を行う可能性は低いと考えます。今後、地元の有力企業の中に、成長資金を調達するにあたり株主コミュニティ制度を利用したい、と考える会社が出てきたときには、有価証券届出書不要の上限の5億円未満への拡大は、有効に働くと思います。

発行会社の審査については、当社においてはノウハウがないので、その部分で何らかの助成があると良いと考えています。

株式会社日本クラウドキャピタル





Japan Cloud Capital

日本クラウドキャピタル

- 2015年11月26日設立
- 資本金及び資本準備金の合計額 30億1247万9340円
- 日本証券業協会（加入）
- 第一種少額電子募集取扱業者 関東財務局長（金商）第2957号

本会議の目的と課題解決

1. 趣旨

政府の**成長戦略及び規制改革実施計画等**において、**非上場企業の資金調達の円滑化と手段の多様化**に向けた検討が行われる旨、謳われており、金融庁では、金融審議会市場制度ワーキング・グループにおいて、成長資金の円滑な供給に向けた非上場株式等の発行・流通市場の見直し等について検討されているところである。

これら具体策の検討に当たっては、非上場株式取引制度が広く利用されるものとなるよう、市場関係者等のニーズを的確に把握し、それを踏まえた枠組みを検討していくことが重要であると考えられる。

については、本協会として、金融庁とも連携しつつ、市場関係者のニーズ等に基づいて非上場株式取引制度の課題・改善策について検討するため、自主規制会議の下部機関として「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」（以下「本懇談会」という。）を設置することとする。

出典：「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」の設置について

本会議の目的と課題解決

政府の**成長戦略及び規制改革実施計画等**に沿って非上場企業の**資金調達の円滑化と手段の多様化**に向けた検討をしている。

その解決手段として**規制緩和による資金調達の円滑化と手段の多様性**を議論している。

◆事業継続と金融システムの安定維持

- ・ 予算・税制・金融措置などあらゆる手段を総動員し、中小・小規模事業者などの事業継続を強力に支え、雇用と暮らしを守り抜く。
- ・ 固定費の負担軽減に資する持続化給付金や家賃支援給付金について、オンライン申請の下、できる限り迅速に支給。
- ・ 業種別ガイドラインに沿った感染防止対策への投資など事業者の事業再開を強力に後押し。
- ・ 実質無利子・無担保融資や危機対応融資の円滑な実行。資本性劣後ローンの供給。
- ・ **出資やファンド拡充等により、スタートアップ企業やベンチャー企業におけるデジタル化等の新たな事業展開も強力に後押し。**
- ・ 日本銀行と危機感を共有し、緊密に連携する下で、資金繰り支援により事業継続を強力に支援。

※出典：「経済財政運営と改革の基本方針2020～危機の克服、そして新しい未来へ～」(骨太方針2020)

3. 投資等分野

(1)規制改革の観点と重点事項

人口減少の社会にある我が国が持続的に成長し、いかなる状況の変化にも柔軟に対応していくためには、イノベーションによって生まれる新しい価値やサービス、経済社会の変化により新たに必要が生じた事業等を従前の制度の中で無理に整理しようとするのではなく、**制度そのものを柔軟かつ最適にするアクションにまで踏み込んで実行していくことが不可欠である。**こうした考えの下、**イノベーションを後押しするとともに、弱者の保護と利便性の確保とビジネス機会の両立につながるよう、規制や慣行の見直しを行い、スピード感を持って社会実装を行っていく観点から、**(2)フィンテックによる顧客利便性の向上、(3)自動運転の実装に向けた環境整備、(4)多様な移動ニーズを満たすマイクロモビリティについて、(5)タクシーの利便性向上、(6)電波・通信制度改革、(7)放送を巡る規制改革、**(8)スタートアップを促す環境整備、**(9)老朽化や被災した区分所有建物の再生の円滑化、(10)水素スタンド関連規制の見直しについて、重点的に取り組む。

※出典：規制改革実施計画 令和2年7月17日閣議決定

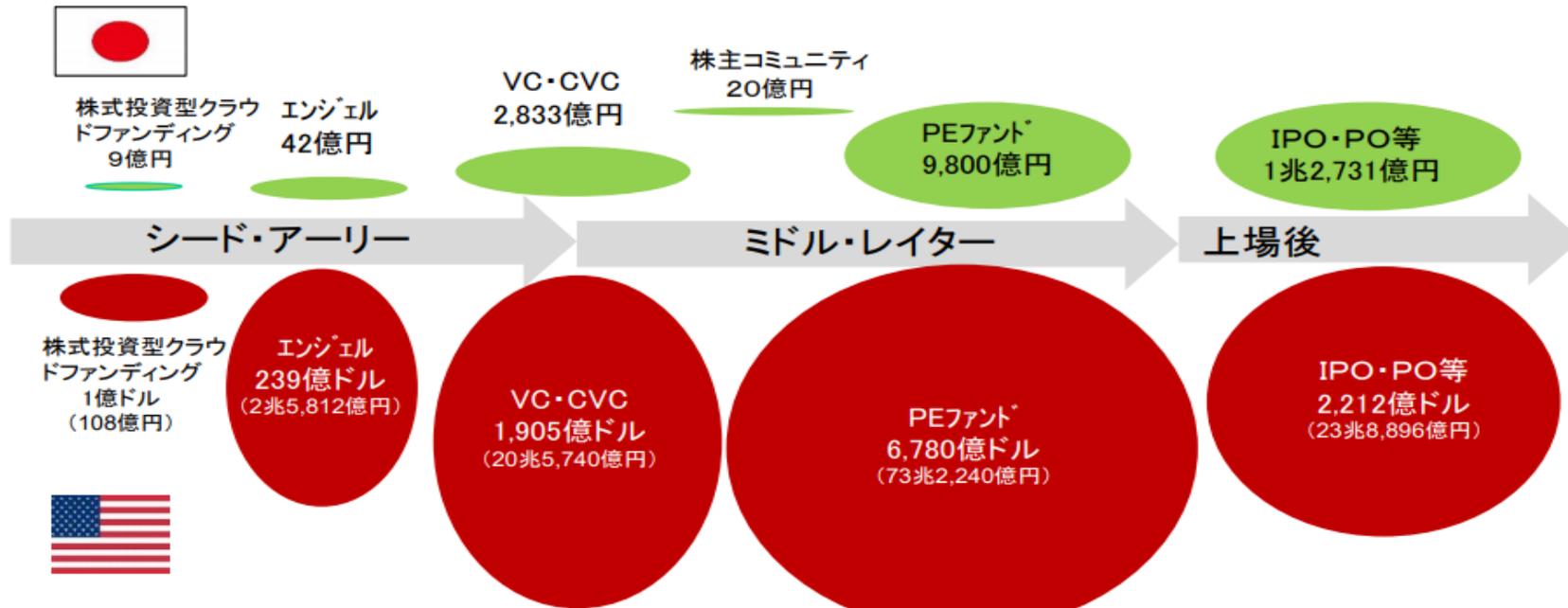
スタートアップへの資金供給は未だ乏しい

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性



米国では企業の各成長ステージに応じた資金調達が活況

企業の成長ステージに応じた株式による資金調達手段・金額



注: データは原則として2019年のもの。
 (日本: エンジェルは2018年、株主コミュニティは2020年。米国: 株式投資型クラウドファンディングは2016年から2018年末の累計)

スタートアップへの資金供給は未だ乏しい

1. 非上場株式の発行・流通市場の活性化の必要性

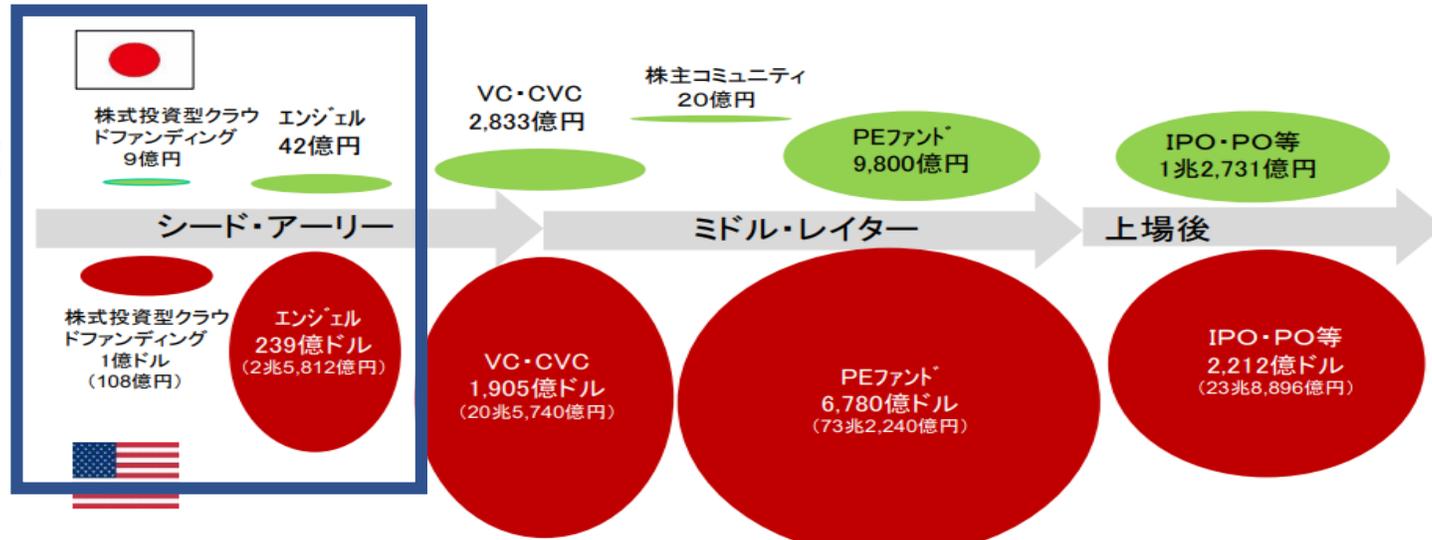


米国では企業の各成長ステージに応じた資金調達が活況

規制緩和により刺激することによりスタートアップへの資金供給量アップを狙う。

非上場株の民主化→エンジェル投資家増加

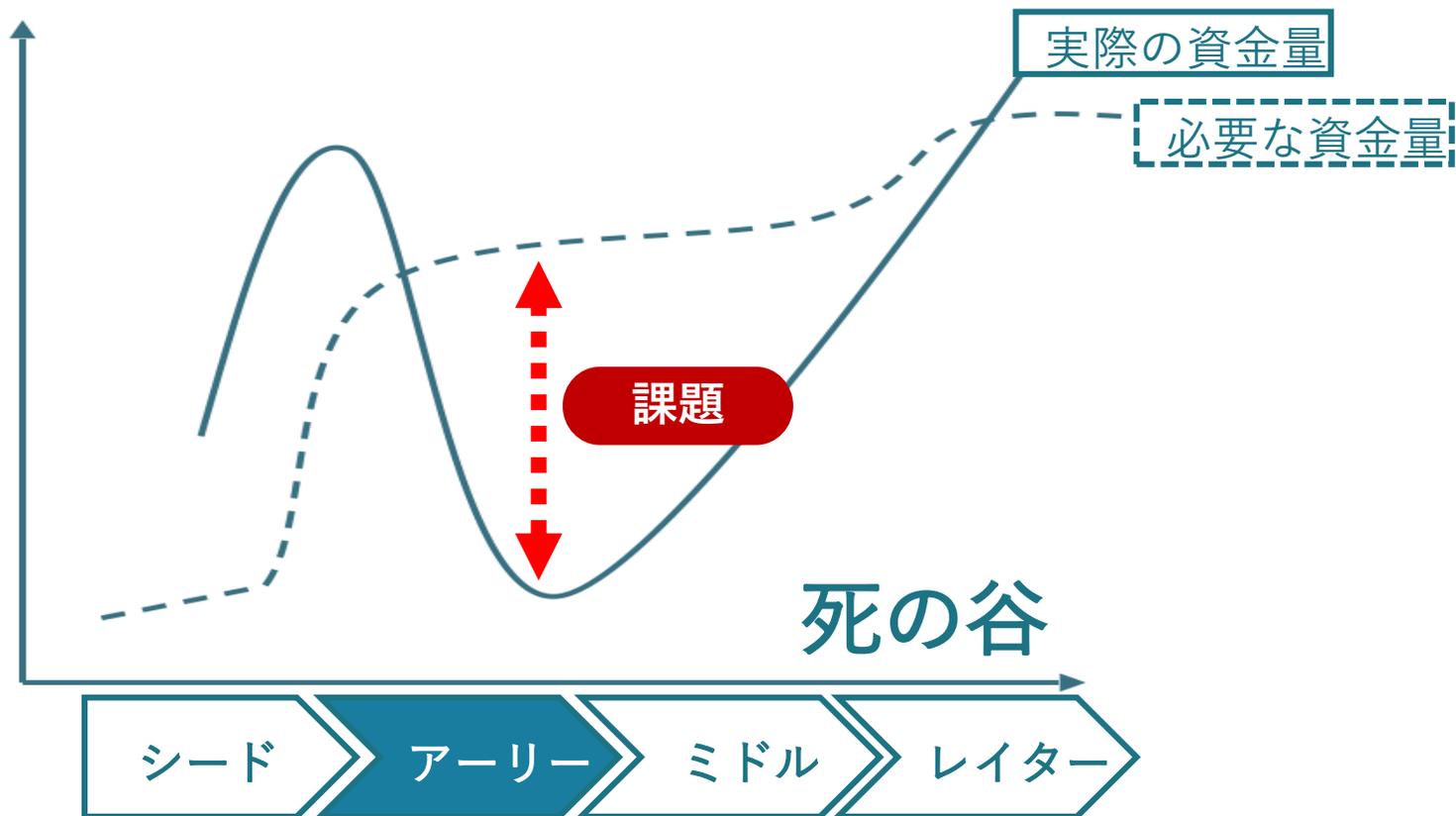
企業の成長ステージに応じた株式による資金調達手段・金額



注: データは原則として2019年のもの。
(日本: エンジェルは2018年、株主コミュニティは2020年。米国: 株式投資型クラウドファンディングは2016年から2018年末の累計)

日本国内における資金調達の実況からの仮説

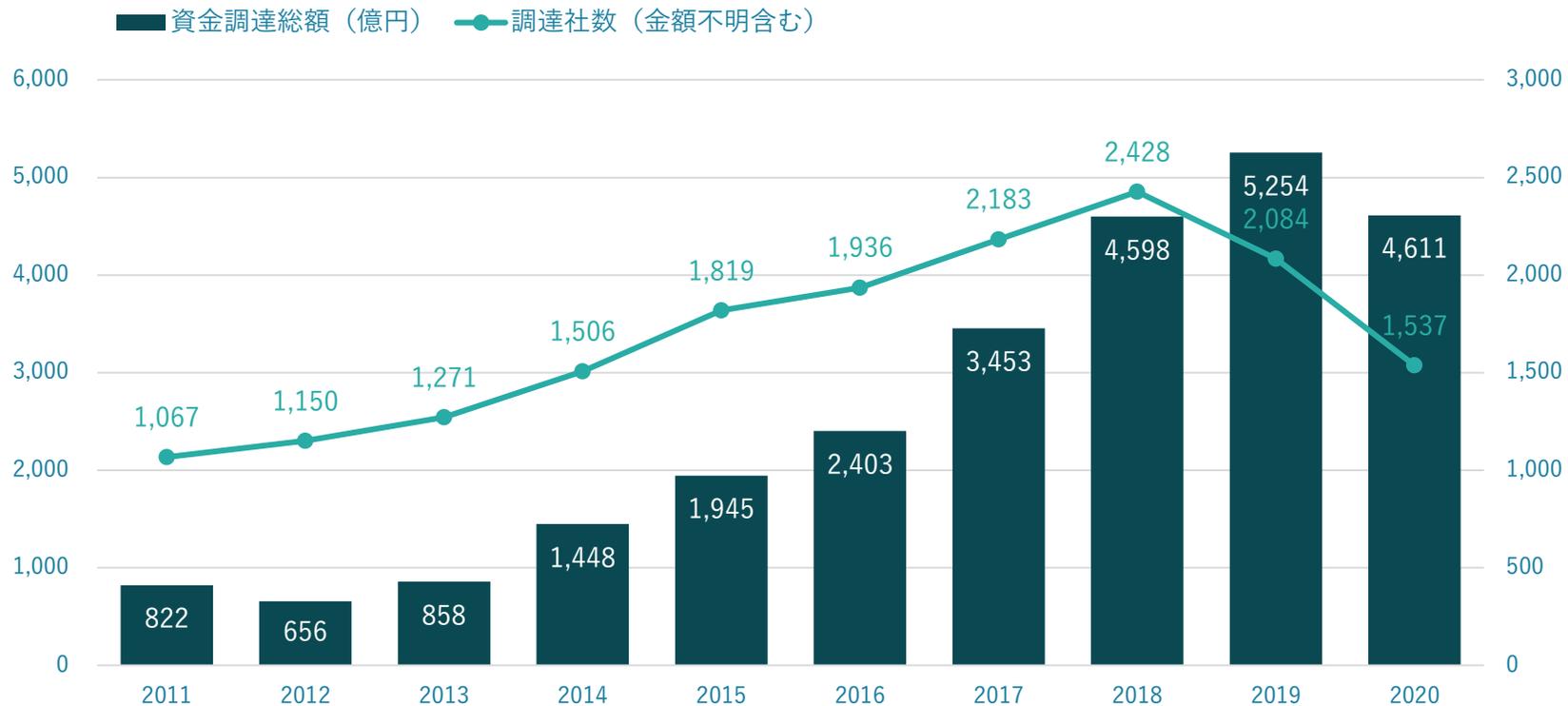
調達金額総額は増加しているものの、ミドル・レイターに集中した大型ファイナンスへシフトしてきおり、結果アーリー領域への資金供給が不足しているのではないかと。そこ課題に対する打ち手が株式投資型クラウドファンディングが有効である。



日本国内における資金調達の実況

直近3年間、調達金額総額は4,000億円を超えているものの、2018年の2,428社をピークに調達企業数は大幅に減少し、2020年は1,537件に。

国内スタートアップ資金調達額・調達者数推移

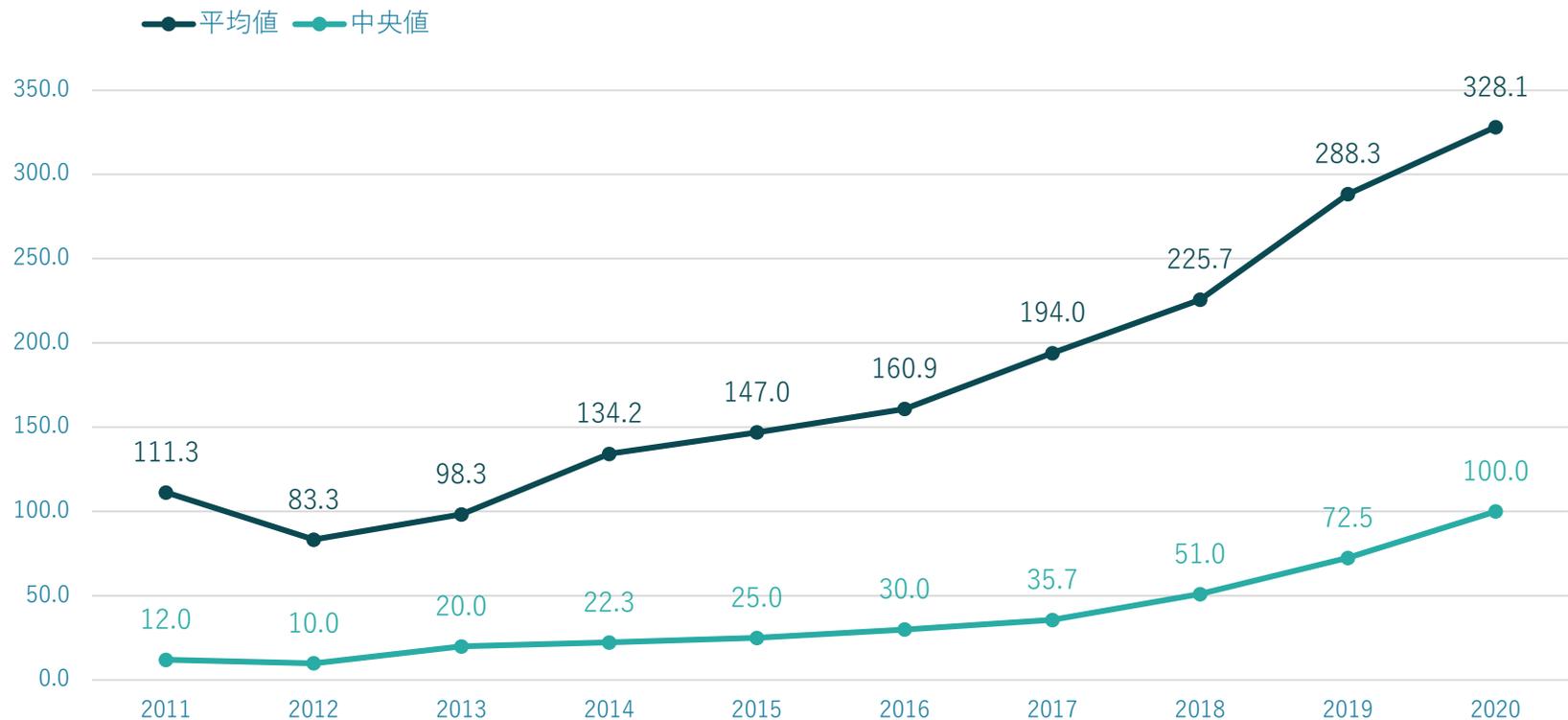


出典：INITIAL 2020 JAPAN Startup Finance より作成

日本国内における資金調達の実況

2020年の1社あたりの調達額は、平均値で約3.2億円（中央値で約1億円）と、調達自体が大型化

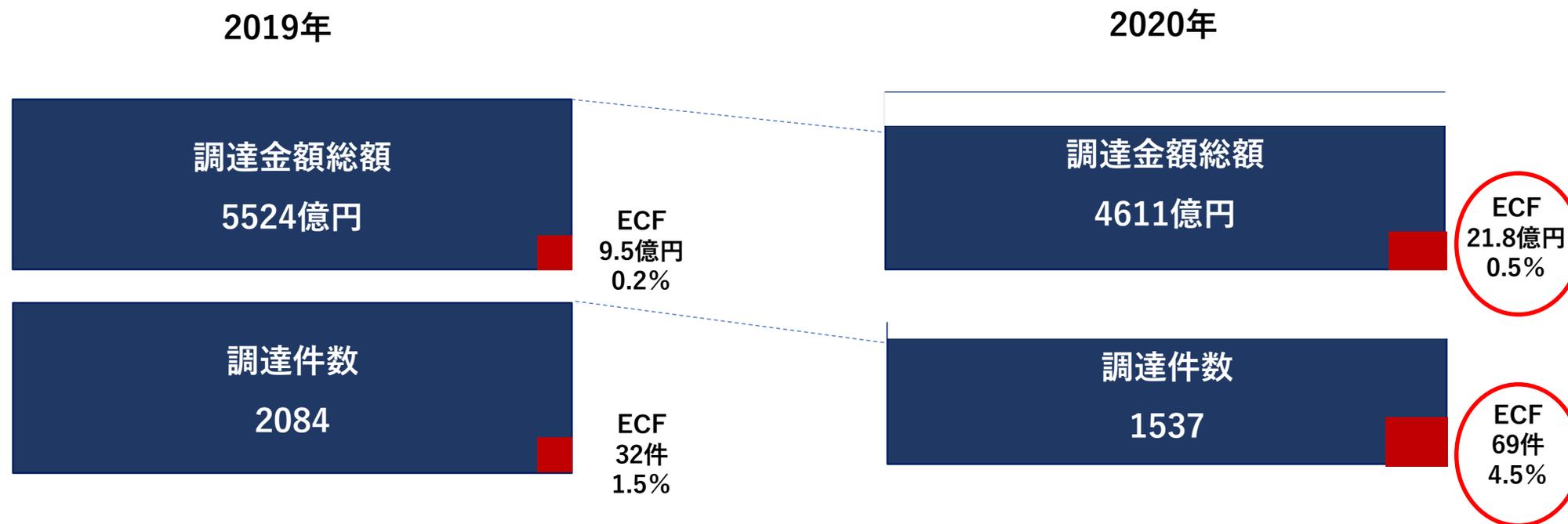
1社あたりの調達額傾向（百万円）



出典：INITIAL 2020 JAPAN Startup Finance より作成

日本国内における資金調達において株式投資型クラウドファンディング（ECF）の存在感が高まるが、国内の調達金額が伸びない。

直近3年間、調達金額総額は4,000億円を超えているものの、2018年の2,428社をピークに調達企業数は減少し、2020年は1,537件に。そのうち株式投資型クラウドファンディングは69件、21億8千万円。2021年は3月末で既に25件、9億。



出典：INITIAL 2020 JAPAN Startup Finance より作成

日本における株式投資型クラウドファンディング規制緩和の方向性

運用上の課題

新規・成長企業へのリスクマネーの供給の促進を目的にはじまった株式投資型クラウドファンディングであったが、以下の課題より活用されにくい状況である。

1

株式投資型クラウドファンディングで資金調達が1億円未満と調達できる金額が少ない
さらに、他の資金調達と合算して1億円を上限とする制限あり。

2

1人あたりの1案件ごとの投資金額が50万円と限定的であること

現在の改正の方向性

左記の課題の解決に向けて、現在以下の点について法改正の動きがある。

1億円の上限については現在議論未着手

1億円の上限枠において、VC等から他の調達との合算はしない方向での改正に動いている

特定投資家に対しては50万円という制限を課さない方向での改正に動いている

求められる株式投資型クラウドファンディングの上限1億円の緩和

通算要件を緩和しても、現在の資金調達ニーズを満たされない

通算要件のみが緩和されることで、ECF単独でも1億円未満までの資金調達を行うこと自体は可能となる。

一方で、ECF利用企業の**平均設立後経過年数は5.02年**であり、**資金調達額の中央値は100.7百万円**程度（「設立3年以上5年未満」を採用）と考えられる。

通算要件のみが緩和されたとしても、**ECF利用企業の資金調達額の中央値100.7百万円にすら足りず、企業の資金調達ニーズを満たしていないといえる（半数以上の企業のニーズは満たしていない）。**

特に、高成長企業はより多額の資金調達ニーズがあるが、そのような企業のニーズは満たされない。

求められる株式投資型クラウドファンディングの上限1億円の緩和

1億円以上5億円未満の資金調達をした社数割合は、2011年の14.4%から2020年では34.7%となり2倍以上増加し、一番のボリュームゾーンになっている。

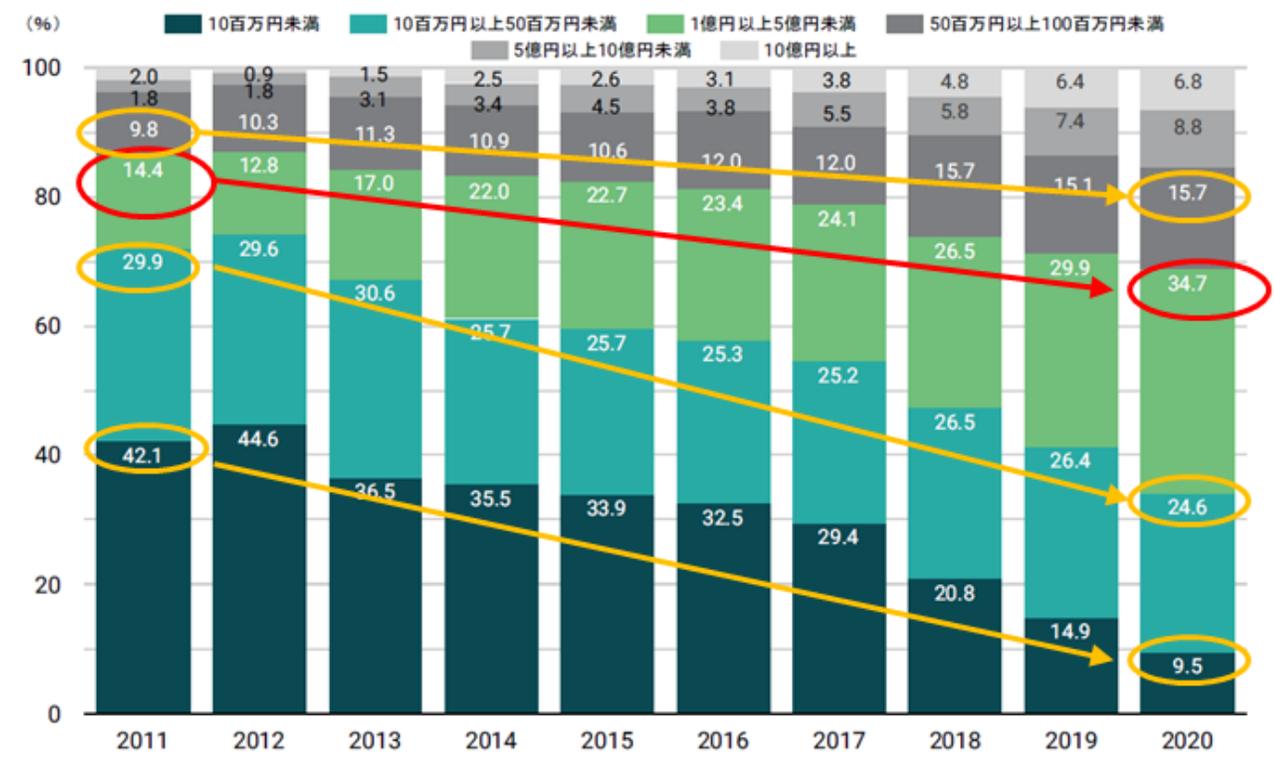
一方、1億円未満の資金調達をした社数割合は、2011年の81.18%から2020年49.8%に大幅に減少している。

1億円未満の資金調達市場は縮小していることから、現状の調達上限では将来の多くの資金調達ニーズに対応できなくなることが予測される。

よって、ボリュームゾーンの5億円まで調達上限額を引き上げる必要があると考える。

出典：INITIAL 2020 JAPAN Startup Finance より作成

資金調達規模別の調達社数割合推移



※ 2020 Japan Startup Finance 株式会社INITIAL

米国における株式投資型クラウドファンディング規制緩和

まだ活用されにくい制度

以下の理由により、株式投資型クラウドファンディングはまだ発行体に活用されにくい状況で、平均調達額、法定上限到達案件が一定の伸び率にとどまっている

1

資金調達ができる額が少ない

2

1ドルあたり調達コストが高い



より活用されやすい制度へ

調達上限額、投資額の緩和で、より魅力的な資金調達手段、投資機会の提供を期待

調達上限額、投資額の緩和

事務コストについては現状のまま



Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets (SEC)

<https://www.sec.gov/rules/proposed/2020/33-10763.pdf>

米国における株式投資型クラウドファンディング規制緩和

調達上限額、投資上限額ともに規制緩和

2020年11月2日、米国の証券取引委員会により採択

調達上限額	107万ドル	500万ドル
投資上限額	<ol style="list-style-type: none">年間所得又は純資産が10.7万ドル未満： 以下のいずれか大きい方<ul style="list-style-type: none">2,200USD年間所得又は純資産のいずれか小さい方の5%年間所得及び純資産が10.7万ドル以上：<ul style="list-style-type: none">年間所得又は純資産のいずれか小さい方の10% (上限10.7万ドル)	<ol style="list-style-type: none">自衛力認定投資家： 制限なし上記以外：<ol style="list-style-type: none">年間所得又は純資産が10.7万ドル未満： 以下のいずれか大きい方<ul style="list-style-type: none">2,200USD年間所得又は純資産のいずれか大きい方の5%年間所得及び純資産が10.7万ドル以上：<ul style="list-style-type: none">年間所得又は純資産のいずれか大きい方の10% (上限10.7万ドル)

米国における株式投資型クラウドファンディング規制緩和

成約数、平均調達額、法定上限到達案件数（2016年～2019年）が一定の伸び率にとどまっているのは、制度自体が活用されにくい状況にあると認識し、規制緩和を実施

平均調達額 & 法定上限到達案件数は、米国においても日本と遜色ない

	米国 ※1	日本 ※2
平均調達額	213,678 USD (2,350万円) ※110円換算	3,178万円
法定上限到達案件数	51件 ※ECFを複数回実施した場合、合算し到達したケースも含む	約5件 ※ECFを複数回実施した場合、合算し到達したケースも含む

※1 Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets (SEC)

<https://www.federalregister.gov/documents/2021/01/14/2020-24749/facilitating-capital-formation-and-expanding-investment-opportunities-by-improving-access-to-capital>

※2 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」（第6回）資料1

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20210218/01.pdf

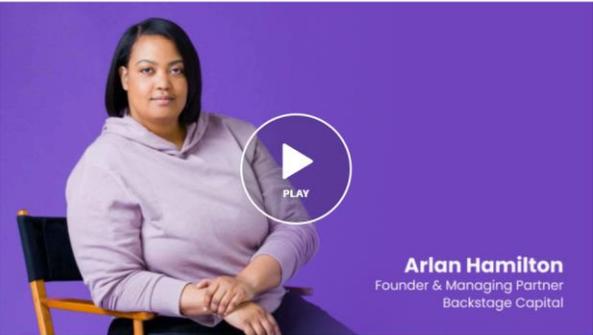
米国における株式投資型クラウドファンディング規制緩和後

2021年3月に施行されたが、既に\$5M到達した案件が実現している。

Backstage Capital ☆

Investment adviser focused on people of color, women and LGBTQ+ founders

SOCIAL IMPACT LGBTQ+ FOUNDERS FEMALE FOUNDERS BLACK FOUNDERS VENTURE CAPITAL



Arlan Hamilton
Founder & Managing Partner
Backstage Capital

✓ SOLD OUT
\$5,000,000
Maximum funding goal reached ⓘ

6,919
Investors

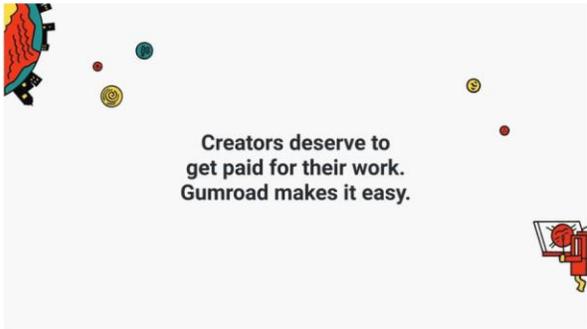
Successfully funded and closed on April 1, 2021.

[Invest in Backstage Capital](#)

Gumroad ☆

Powering the online creator economy

CREATIVE TOOLS CREATOR ECONOMY E-COMMERCE B2C



✓ SOLD OUT
\$5,000,000
Maximum funding goal reached ⓘ

9,344
Investors

Successfully funded and closed on April 7, 2021.

[Invest in Gumroad](#)

本会議でECFに対する懸念点

総論：懸念点として議題に挙がっている内容は、リスクマネー供給拡大に言及しているのか。

- ・株主が多いことへの懸念

→次回以降の調達と株主同意

リスクの高い領域に投資をした人から見てフェアに次回以降の契約は締結すべきではないのか。

- ・反社会的勢力排除への不安

→金融商品取扱業者として徹底した遵守をしている

反社チェックは、次回以降出資する業者のコストが上がる懸念が論点では

本会議でECFに対する懸念点

総論：懸念点として議題に挙がっている内容は、リスクマネー供給拡大に言及しているのか。

・本来は、プロ投資家のみがベンチャー出資を行うべきなのか？

プロ投資家の定義とは？国内と海外のベンチャーキャピタリストの比較

Ex.海外のECF VS VC の倒産率

フランスにおける317件のECF募集と304件のVC投資の比較

ECFの資金提供を受けた企業の倒産率は27.1%であるのに対し、VCの資金提供を受けた企業の倒産率は30.45%

https://ideas.repec.org/a/cai/finpug/fina_413_0093.html

本会議で検討すべき我々の論点

- ・ 我々是一律のパターナリスティックな規制からの転換が必要な局面を迎えていないか？
- ・ 投資家保護と合わせて投資家教育に乗り出す局面に来ているのではないか。

Ex.イギリスの場合、理解度が高い個人かどうかをテストで見極め、投資家の理解度に応じて規制変えるべきだという方向性がある。

非上場株市場における ブロックチェーンの活用について

2021/5

株式会社 BOOSTRY 佐々木 俊典

目次

1. 証券トークンのご紹介
2. 非上場株市場での活用
3. 活用時の課題

証券トークンのご紹介

発行事例（BOOSTRY社関係）

2020/3 デジタルアセット債

NRI様による利息をポイントで支払う社債+自己募集

2020/7 不動産証券化

ケネディクス様による優先出資証券トークンの発行

2020/10 非上場株

SBI e-Sports様による非上場株の増資や管理に利用

2020/3 カフェポイント

LEOC様による社債のリターンであるポイントをトークン化

2020/7 会員権

野村アグリ様による非有価証券トークンの発行

2021/4 公募社債

SBI証券様による日本初の公募+証券会社による取扱い

発行事例（BOOSTRY社関係）

2020/3 デジタルアセット債

NRI様による利息をポイントで支払う社債+自己募集

2020/7 不動産証券化

ケネディクス様による優先出資証券トークンの発行

2020/10 非上場株

SBI e-Sports様による非上場株の増資や管理に利用

2020/3 カフェポイント

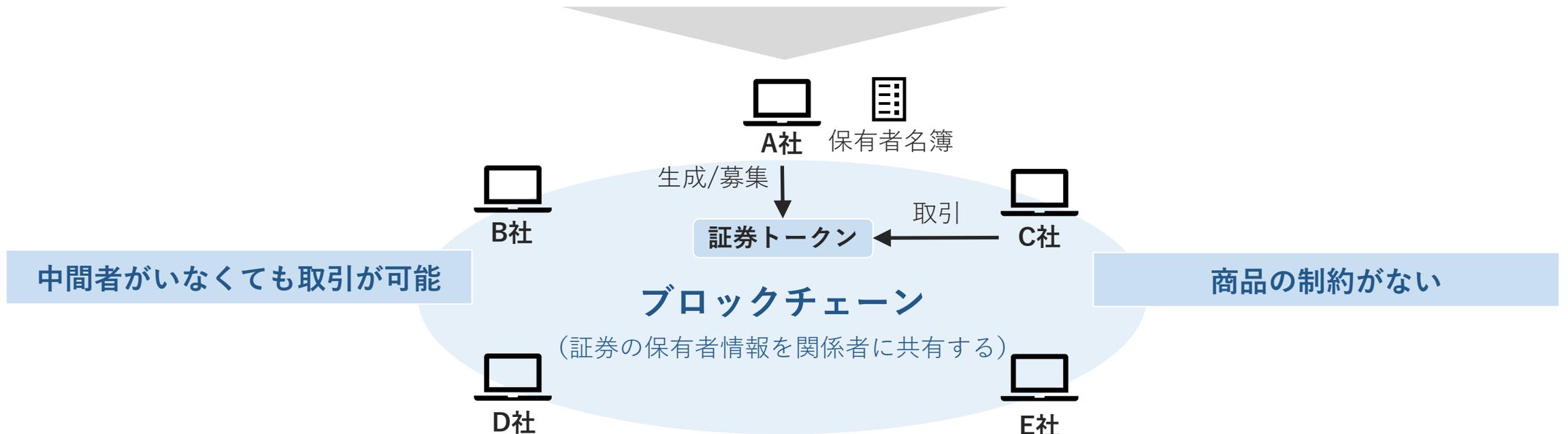
LEOC様による社債のリターンであるポイントをトークン化

2020/7 会員権

野村アグリ様による非有価証券トークンの発行

2021/4 公募社債

SBI証券様による日本初の公募+証券会社による取扱い



現状

法制度

2020/5 STに関わる金商法が施行

2021/2 デジタル対抗要件が閣議決定

流通市場

2021/2 DeFiの業界団体が設立

2021/3 SBIとSMBCがSTのPTS合併設立へ

2020/12 日銀がCBDCのST分科会開催

民間ペイメント事業 + 証券仲介業

資金決済

現状

法制度

2020/5 STに関わる金商法が施行

2021/2 デジタル対抗要件が閣議決定

流通市場

2021/2 DeFiの業界団体が設立

2021/3 SBIとSMBCがSTのPTS合併設立へ

様々な証券等の権利が、
簡単に売買できる流れ

2020/12 日銀がCBDCのST分科会開催

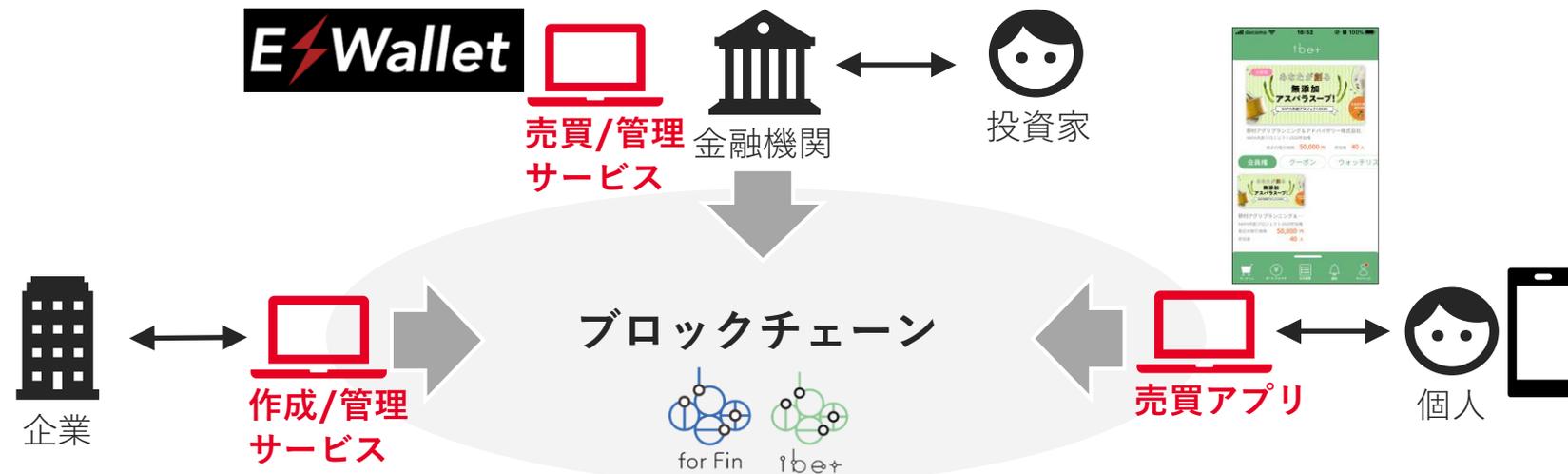
民間ペイメント事業 + 証券仲介業

資金決済

会社概要

ミッション	すべての権利のデジタル化 すべての権利を移転、利用できるようにして挑戦者と支援者を結びつける
設立	2019年9月
出資比率	野村HD 56% NRI 34% SBI HD 10%

企業や金融機関や個人がブロックチェーンを活用する際のツールベンダー



非上場株市場での活用

非上場株をセキュリティトークン化するメリット

金融機関間を横断した仕組み

ibet for Finのようなブロックチェーンは特定の金融グループが管理する仕組みではないため、各金融機関が同じ規格、ネットワーク上で取引をしやすい

流動性向上、取引コスト低減、発行者事務負担低減

将来的な自動取引所

ブロックチェーン技術は投資家間のマッチングや所有の移転を自動で行う機能があり、将来的にこれを利用して自動で稼働する取引所機能が可能

未来の証券取引である分散取引所に移行できる基盤

新しい株式の設計や優先株への発展

上場普通株とは異なる商品設計が可能で、セキュリティトークン化した株式では保有者情報（氏名、住所等）発行企業が利用した現物配当も可能

非金銭を配当とするようなファン株主施策が可能

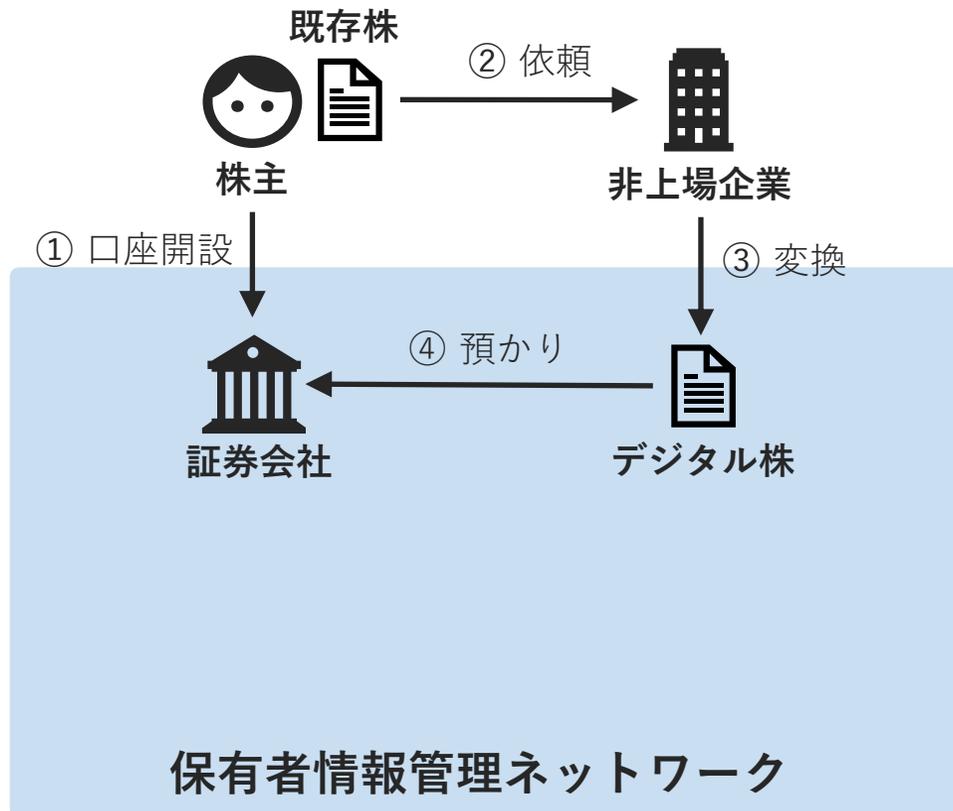
既存の株式との並行運用

既存株主が保有する株式と、投資家間で流通するセキュリティトークン化した株式は株主名簿の形で同様に管理可能

既存株主と調整して仕組みを切替える負担がない

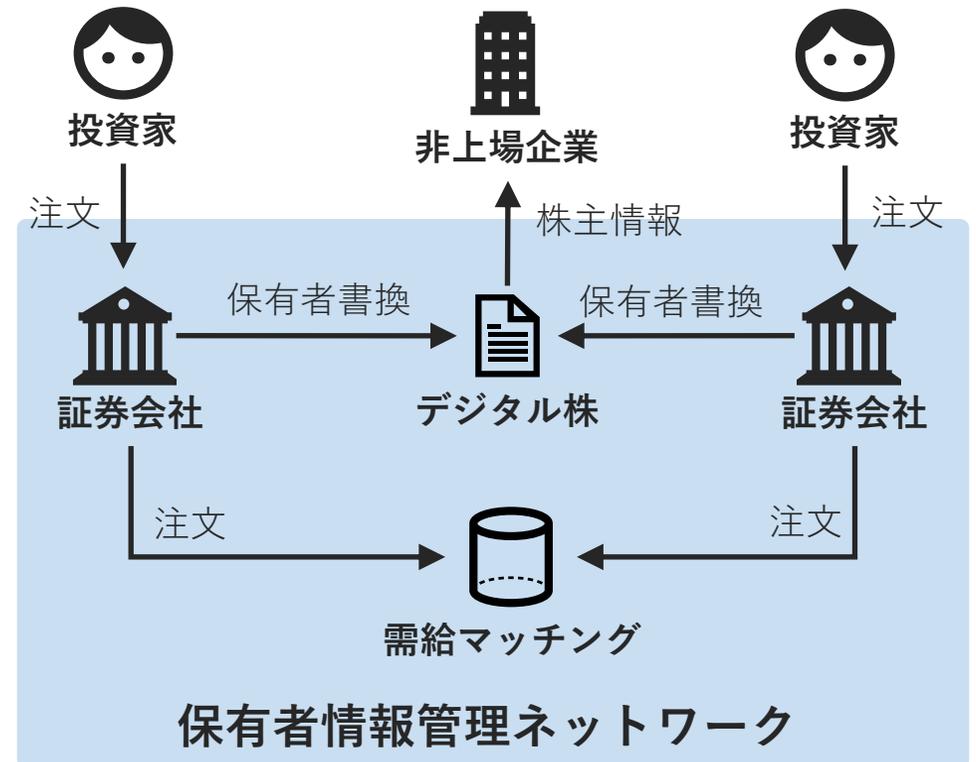
想定する非上場株市場

株式のデジタル変換



※ 証券会社預かりでない場合は株主がブロックチェーンの鍵を管理

株式の取引



取引体験



投資家

新しい投資体験

“鍵”を自分で管理する場合は、どの証券会社を通じても株式の取引ができる

新しい領域として非上場株に投資できるとともに、同様の仕組みで他のセキュリティトークンも売買できる



証券会社

流動性を作る新しい取引事業

自動取引所機能を使った新しい仲介業ビジネスが展開できる

業界共通の基盤を利用して各社がフラットな競争ができる

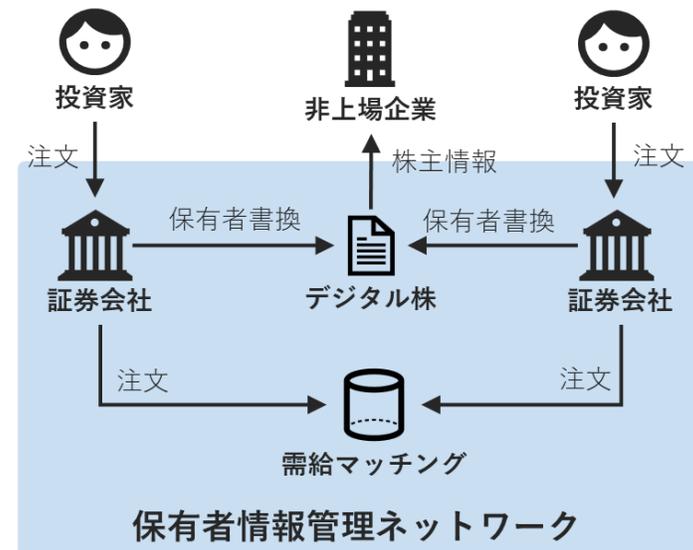


発行企業

新しい資金調達手法

既存株式に追加する形で新しい資金調達及び株主の現金化ができる

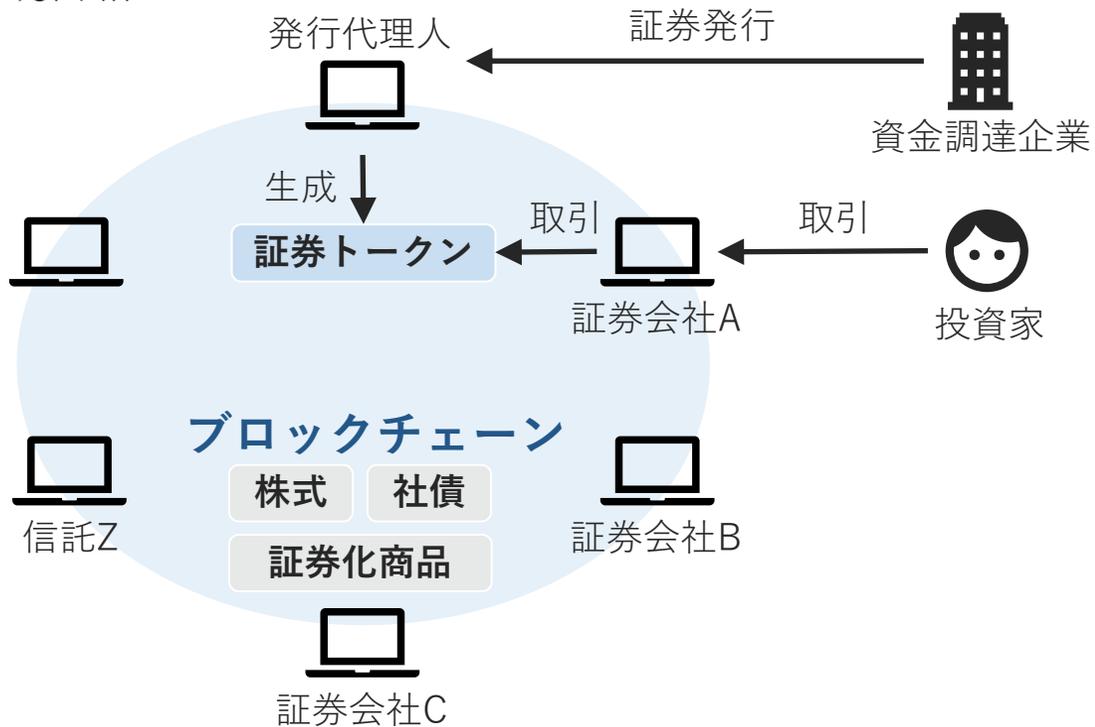
取引所機能も含めると上場と同様の機能が提供される



ibet for Finコンソーシアム（ブロックチェーンネットワーク）



ibet for Finコンソーシアム



証券会社

金融商品の引受、媒介、セカンダリーの売買

- ✓ 自己ポジション分の鍵を持つ
- ✓ 顧客分の鍵を持つ（顧客に持たせることも可）
- ✓ ibet for Finのノードを持つ
- ✓ ノードを使って保有者移転の情報をibet for Finに流す

原簿管理人

発行体に代わって発行した商品の保有者情報管理

- ✓ 発行体の鍵を持つ
- ✓ ibet for Finのノードを持つ
- ✓ ノードを使って保有者情報を抽出する

活用時の課題

課題

業界での規格統一

非上場株を取扱う際の権利移転の仕組みが各社で異なっていると、参加者全員にとって非効率で流動性も出せず、普及しないと考えられる。

そのため、権利移転の仕組みの規格が業界で共通化されていることが必要となる。

ibet for Finのように特定の金融グループが有益なポジションになれない仕組みで業界での規格を統一する

システム実装

非上場株を含めてセキュリティトークンの取扱いにはブロックチェーンに繋ぐためのシステムの実装が各社で必要となる。

BOOSTRY社では証券会社用のシステム『E-Wallet』を提供しているが同様の仕組みを社内で用意する必要がある。

一定のシステム投資が必要（他の仕組みにより非上場株を扱う場合も同様）

BOOSTRY
Boost your try.

資料 4-1

特定証券情報の記載事項案について

- 特定証券情報の記載事項案「事業及び経理に関する事項の事業内容、財務諸表など」は米国のフォームDよりも厳格であるが、発行会社に過度な負担とならず、一方で投資家に誤った情報を伝えることとならないようなバランスのとれた内容とすべきである。
- 特定証券情報の記載事項案「株式の引受け」について、現時点では証券会社による引受けは行われず私募の取扱いのみで勧誘のみが行われることが多く、必ずしも引受けを伴うものではない点を考慮いただきたい。
- 特定証券情報の記載事項案「事業及び経理に関する事項」に事業計画を追加すべきである。
- 特定証券情報の記載事項案「その他」に株主情報（資本政策）を追加すべきである。

特定投資家私募制度(日本版レギュレーションD) 委員の主な意見②

投資勧誘ルールの整備(特定投資家向け)について

- 取扱証券会社による審査項目について、発行会社の財務情報が信頼できるものであることは審査の大前提であり、監査法人の監査を受けていない発行会社の財務情報についての審査や当該審査に係る責任については、今後慎重な検討が必要になると考える。
- 取扱証券会社による発行会社の審査は、財務諸表の監査証明が任意であることを前提とすると、審査の難度が高まることが予想され、取扱証券会社に就任することの意欲が減退されることが危惧される。審査は必須ではなく投資家が求める場合に限り実施する等の弾力的な運用にすることができないか。
- 取扱証券会社による発行会社の審査は、証券会社の運用上抑揚的なものになる恐れや発行会社の大きな負担となる可能性があるため、反社以外の項目は審査制度を廃止(ただし確認は必要)してはどうか。
- 転売制限について、特定投資家か否かは証券会社毎に異なる可能性があるため、転売制限の実効性担保のための実務上の工夫も必要となると考える。
- 発行会社における将来計画に係る情報は投資判断において重要である一方、その不確実性から投資勧誘に証券会社が使用することは避ける傾向にある。勧誘ルール構築に際しては勧誘資料のあり方等をガイドライン等により示して頂きたい。
- 投資家への説明義務として非上場株式投資のリスク等が挙げられているが、発行済種類株式と取引対象株式の内容に関する説明や、投資契約及び株主間契約に関する説明も義務付けるべきである。

特定投資家向けの非上場株式の流通市場の整備について

- セカンダリー市場は基本的にオンラインで完結する仕組みが米国においても主流であり、特定投資家私募の導入にあたっては、オンライン前提の仕組みを作るべきである。また、金商業者以外もプラットフォーマーとなり得るレギュレーションとすべきではないか。

株主コミュニティ制度改善（有価証券届出書の提出基準引上げについて）

- 有価証券届出書の提出基準引上げの考え方として、自主規制による銘柄審査や情報提供に加え、実体経済の観点からしても1億円では調達金額として不十分という説明の方がよいのではないか。
- 株主コミュニティで5億円未満の資金調達を行う際に有価証券届出書の提出を不要とするのであれば、潜脱防止の観点から、当該資金調達により取得した株式は一定期間株主コミュニティ外に転売されない措置を講じるべきである。

その他

- 株券発行・不発行会社のそれぞれの決済の課題を整理し、決済インフラを整えることで、流通に係る一連のコストが明確となり、非上場株式の発行・流通市場の活性化の有効な手段となると考える。
- プラットフォームとして事業者側がデューデリジェンスや株主とのコミュニケーション等の業務を取りまとめ実施することが大前提として望ましい。

意見照会等を踏まえた修正版【修正箇所 **赤字**】

非上場株式の発行・流通市場の 活性化に関する検討懇談会（第5回資料）

事務局説明資料

—非上場株式取引制度の改善策(案)—

2021年5月20日
日本証券業協会

○ 意見照会結果を踏まえた修正以外の修正箇所

該当箇所	修正内容
<ul style="list-style-type: none">1. 特定投資家私募の開示規制の整備(スライド5)2. 投資勧誘ルール of 整備(同12)4. セカンダリー取引に関する法令解釈の明確化(同16)	<ul style="list-style-type: none">● 対象有価証券に私募投資信託などを追加⇒ 将来的なニーズを踏まえ、対象有価証券を非上場株式に限定しないものとするため追加
<ul style="list-style-type: none">1. 特定投資家私募の開示規制の整備(スライド5)	<ul style="list-style-type: none">● 特定証券情報について、米国のFormD等を参考として、日本証券業協会の自主規制規則において記載事項を定めるものの、詳細な開示項目については今後検討する必要があることから、記載案を削除⇒ 上記の点について明確化を図るため修正

I 特定投資家私募制度(日本版レギュレーションD)等の整備

II 株主コミュニティ制度の改善

III 株式投資型クラウドファンディング制度の改善

IV 店頭取扱有価証券に係る譲渡制限の見直し

V その他

I 特定投資家私募制度(日本版レギュレーションD)等の整備

証券会社等が関与するプロ投資家向けの 非上場株式等の発行・流通市場の整備

非上場企業（発行者）

売り手
(プロ投資家、会社関係者)

株式発行（プライマリー）

証券会社等



株式流通（セカンダリー）

証券会社等



出資者
(プロ投資家)

買い手
(プロ投資家)

【具体的な施策】

1. 特定投資家私募の開示規制の整備
2. 投資勧誘ルールの整備（特定投資家向け）
3. 発行会社の既存株主への非上場株式の勧誘ルールの整備
4. セカンダリー取引に関する法令解釈の明確化 等



適格機関投資家私募・勧誘制度等も別途存在するが、より範囲の広い特定投資家向け制度の整備を図る

1. 特定投資家私募の開示規制の整備

【制度改善策（案）】

- 米国のレギュレーションD（ルール506）※₁を参考に、特定投資家私募の開示規制の整備を図る
- 具体的には、TOKYO PRO Market以外でも特定投資家私募を行えるように金融庁告示や自主規制規則を整備
- 特定証券情報については、米国のFormD※₂等を参考として、日本証券業協会の自主規制規則において記載事項を定める
- 対象有価証券は、非上場株式及び私募投資信託などを想定

※₁ プロ投資家（自衛力認定投資家等）向けの私募発行制度 ※₂ レギュレーションDを利用する際に用いられる簡素な開示書類

【特定投資家私募制度】改正等が必要なものは下線

対象投資家	特定投資家（いわゆるプロ成り投資家も含む）
取得勧誘の方法	<ul style="list-style-type: none"> ・制限なし ・開示が行われていないことや特定投資家以外の者に転売を行わない旨等の契約を締結することが取得の条件であること等を告知
開示資料 （特定証券情報）	<ul style="list-style-type: none"> ・<u>特定証券情報の作成・交付【告示改正及び自主規制規則の整備が必要】</u> （発行会社が作成し、証券会社が勧誘時に特定投資家に交付） ・開示義務違反については民事責任・課徴金・刑事罰あり

(参考1) 日米におけるプロ投資家制度の比較

特定投資家(日本)(注1)	自衛力認定投資家(米国)
<ul style="list-style-type: none"> ● 適格機関投資家 ● 国、日銀 	<ul style="list-style-type: none"> ● 銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、投資会社、従業員給付プラン、登録投資顧問会社など ● 総資産500万ドル超の株式会社・事業信託など ● 「洗練された個人」によって投資判断が行われる総資産500万ドル超の信託 ● 全出資者が認定投資家に該当する法人 ● 投資資産500万ドル超の法人(政府機関、ファンド等を含む) ● 500万ドル超の資産が運用されている「ファミリーオフィス」とその「ファミリークライアント」
<ul style="list-style-type: none"> ● 特別の法律により特別の設立行為をもって設立された法人 ● 投資者保護基金、預金保険機構、農水産業協同組合貯金保険機構、保険契約者保護機構 ● 特定目的会社 ● 上場会社 ● 取引の状況その他の事情から合理的に判断して資本金の額が5億円以上であると見込まれる株式会社 ● 金融商品取引業者又は特例業務届出者である法人 ● 外国法人 	
<ul style="list-style-type: none"> ● 上記の特定投資家以外の法人(金商法 § 34の3) ※証券会社等への申出により特定投資家へ移行した法人に限る 	
<ul style="list-style-type: none"> ● 一定の要件に該当する個人(金商法 § 34の4) <ul style="list-style-type: none"> ・匿名組合等の営業者等で一定の要件を満たす者 ・純資産・金融資産3億円以上、取引経験1年以上 ※証券会社等への申出により特定投資家へ移行した個人 	<ul style="list-style-type: none"> ● 配偶者等と合算して純資産が100万ドル超の者 ● 過去2年間における所得実績が年間20万ドル超(または配偶者等との合計所得が30万ドル超)であり、今年も同様の収入が見込める自然人 ● レギュレーションDに基づいて発行された証券の発行体の取締役、役員、ゼネラルパートナー ● 特定の専門家の認定、指定、資格、または認定された教育機関によって発行されたその他の資格を得た者(注2) ● プライベートファンドの「知識ある従業員」

(注1) 現在、金融審議会「市場制度WG」において、特定投資家に移行できる個人投資家の範囲を拡大することについて検討が行われている

(注2) SECは現在、シリーズ7(一般証券外務員試験)、シリーズ65(統一投資顧問法試験)、シリーズ82(私募に係る外務員試験)を対象資格として指定

非上場企業(発行者)

- スモールIPOを目指さず、非上場時の多額の資金調達により大きく成長した後に、上場を目指したい企業（大型SaaS、シェアリングエコノミー、Eコマース、フィンテック、フードデリバリー等）
- ビジネスモデルの特徴として、死の谷が深く長いため、短期的な上場が難しい企業（研究開発型：ヘルステック、ドローン、バイオテクノロジー等）など
- IPOを目指さない企業で、長期投資家の参入を望む企業
- 地方発の新規企業で、地元企業や、地元富裕層から広く資金調達を望む企業 など

出資者(投資家)

- 過去にIPOによるエグジット実績があり、スタートアップ企業への資金提供やノウハウの伝授が可能な企業経営者・経験者等
- ビジネス経験豊富で余裕資金のある企業経営者
- 社会的意義のある投資に関心を持つ富裕層
- 地元富裕層
- 長期的な投資を行う国内大規模投資家（保険会社、金融機関、投資信託、年金ファンド等）
- 長期的な投資を行う海外投資家（ 뮤チュアルファンド、ソブリンウェルスファンド、ファミリーオフィス等）
- オープンイノベーションに取り組む企業
- コーポレートベンチャーキャピタル
- 事業のシナジー効果を期待する企業 など

証券会社等の関与ニーズ

- 投資家との条件交渉や各種資料の作成等（発行者側のバックオフィスリソース（IR・リーガル等のスタッフ等）の不足が理由）
- 新株発行や既存株式譲渡の際の、私募の取扱い等やセカンダリー取引の仲介
- 多額の資金提供余力等がある国内外の機関投資家等を含む幅広い投資家（発行者の意向に沿う投資家）の紹介・交渉
- エグジット手段が限定されるIPOを目指さない発行者は株主コミュニティ制度の運営・支援を期待
- セカンダリー取引については、プラットフォームによる取引の場の提供も期待
- アーリー・ミドルステージでは、（証券会社の関与を必要としない）VCやエンジェル投資家の役割が大きいですが、株式投資型CFにその補完機能としての役割を期待 など

証券会社等の関与ニーズ

- （独自で企業を探すことが困難な投資家にとって）有望な投資先あるいは事業シナジー効果が高められる投資先の紹介
- 流動性の向上も見込まれ、エグジット手段の多様化が図られる
- このほか、以下のような関与を期待
 - ・発行者の事業内容・事業計画・資金調達用途などの審査
 - ・反社会的勢力の排除
 - ・業界分析
 - ・発行者への資本政策の助言
 - ・発行者側の内部管理体制整備の支援
 - ・発行者等も取引価格の決定に関与するようなプロセスの設計
 - ・株主間契約や種類株などの内容に関する説明 など

売り手(投資家、会社関係者)

- ベンチャーキャピタル(直接投資分の売却、LP投資家の再構築のためのLP持分売却)
- コーポレートベンチャーキャピタル、事業会社(キャッシュ確保のため、投資持分の一部を売却)
- エンジェル投資家(柔軟なエグジット機会の確保)
- 国内大規模投資家(銀行のバーゼル規制、ボルカールール適用などによるリスク性資産の圧縮の必要、保険会社のソルベンシー規制によるリスク性資産の圧縮の必要、金融機関の合併再編によるファンド投資ポジションの調整、ポートフォリオのリバランスによる投資ファンドポジションの調整、投資ファンド内の特定ベンテージ・セクターの調整など)
- 会社関係者(発行会社及びその役員・従業員等) など

証券会社等の関与ニーズ

- (IPOやM&A以外にエグジットの機会がない投資家にとっては)売却せざるを得ない局面での買い手とのマッチング
- (ストックオプション等で株式を保有する従業員等にとっては)ライフステージの変化等による保有株式の換金
- (事業承継のために買い手を探してほしいといった中小の非上場企業にとっては)買い手への投資勧誘を含め、売り手の意向に沿ったワンストップでの支援

買い手(投資家)

- ビジネス経験豊富で余裕資金のある企業経営者
- 社会的意義のある投資に関心を持つ富裕層
- 地元富裕層
- エンジェル投資家
- 国内外のセカンダリーファンド(直接投資分、LP持分)
- 外資系PEファンド
- 海外の小規模なVC・ファンド
- 事業のシナジー効果を期待する企業
- 地元企業 など

証券会社等の関与ニーズ

- (独自で売り手を探すことが困難な投資家にとっては)上記のような売却ニーズのある「売り手(投資家、会社関係者)」とのマッチングやセカンダリー取引プラットフォームの提供 など

	TOKYO PRO Marketにおける 特定投資家私募	非上場株式及び私募投資信託など における特定投資家私募
対象投資家	特定投資家【法令】	特定投資家【法令】
発行者審査	あり【取引所規則】	自主規制の整備が必要
告知義務(注)	あり【法令】	あり【法令】
発行開示	特定証券情報【取引所規則】	告示の改正・自主規制の整備が必要(4 頁参照)
財務諸表の監 査証明	必須【取引所規則】	任意
開示義務違反	・民事責任・課徴金・刑事罰あり【法令】 ・上場廃止【取引所規則】	・民事責任・課徴金・刑事罰あり【法令】

(注)開示が行われていないことや特定投資家以外の者に転売を行わない旨等の契約を締結することが取得の条件であること等を告知する義務

(参考4) TOKYO PRO Marketにおける特定証券情報

項目	記載事項(項目)
	特定証券情報である旨、公表日、会社名、代表者役職氏名、本店所在地、電話番号、事務連絡者氏名、担当J-Adviser(名称・本店所在地・代表者の役職氏名)、有価証券の種類・発行価額又は売付け価額の総額、取引所金融商品市場等に関する事項、安定操作に関する事項、HPアドレス、投資者に対する注意事項
【第一部 証券情報】 特定投資家向け取得勧誘の要項	新株発行株式、特定投資家向け取得勧誘の方法及び条件、株式の引受け、新規発行新株予約権証券、新規発行預託証券及び新規発行有価証券信託受益証券、新規発行等の理由及び新規発行による手取金の使途
特定投資家向け売付け勧誘等の要項	売付け有価証券、売付けの条件
第三者割当の場合の特記事項	割当予定先の状況、株券又は新株予約権証券の継続所有、発行条件に関する事項、大規模な第三者割当に関する事項、第三者割当後の株主の状況、大規模な第三者割当の必要性、株式併合等の予定の有無及び内容、その他参考になる事項
その他の記載事項	
【第二部 企業情報】 本国における法制等の概要	会社制度等の概要、外国為替管理制度、課税上の取扱い
企業の概況	主要な経営指標等の推移、沿革、事業の内容、関係会社の状況、従業員の状況
事業の状況	業績等の概要、生産・受注及び販売の状況、対処すべき課題、事業等のリスク、経営上の重要な契約等、研究開発活動、財政状態・経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析
設備の状況	設備投資等の概要、主要な設備の状況、設備の新設・除却等の計画
発行者の状況	株式等の状況、自己株式の取得等の状況、配当政策、株価の推移、役員の状況、コーポレート・ガバナンスの状況等、関連当事者取引
経理の状況	連結財務諸表等
外国為替相場の推移	最近3年間の事業年度別為替相場の推移、最近6月間の月別最高、最低為替相場、最近日の為替相場
発行者の株式事務の概要	事業年度、定時株主総会、基準日、株券の種類、余剰金の配当の基準日、1単元の株式数、株式の名義書換え、単元未満株式の買取、広告掲載方法、株主に対する特典
【第三部 特別情報】 有価証券の様式	
外部専門家の同意	
【第四部 株式公開情報】 特別利害関係者等の株式等の移動状況	移動年月日、移動前・後の所有者の氏名又は名称、移動前・後の所有者の住所、移動前・後の所有者の発行者との関係等、移動株数、価格、移動理由
第三者割当等の概況	第三者割当等による株式等の発行の内容、取得者の概況、取得者の株式等の移動状況
株主の状況	氏名又は名称、住所、所有株式数、株式総数に対する所有株式数の割合

(参考5) 米国Form Dの記載事項

項目	記載事項
1. 会社概要	会社名、会社形態、設立の管轄、設立年(設立5年以上経過しているか)
2. 主たる事業所・連絡先	会社名、所在地、連絡先電話番号
3. 関係者	証券の発行に関連する者の勤務地、関係性(Executive Officer, Director, Promoter)
4. 業種	業種(選択式)
5. 会社規模	売上高又は純資産価値
6. 利用する登録免除制度	レギュレーションDルール504、ルール506(b)、ルール506(c)の別など(複数選択式)
7. 提出書類の種類	新規又は修正の別、販売開始日(提出時点で未販売であればその旨)
8. 募集期間	募集期間として1年以上を想定しているかどうか
9. 証券の種類	株式、社債、ファンド持分などの別(選択式)
10. 企業結合取引	M&AやExchange offer(株式対価TOB)に伴う募集かどうか
11. 最低投資金額	最低投資金額(記入式)
12. 販売報酬	販売報酬の受け手、関連するブローカー・ディーラー、勧誘を行う州
13. 募集・販売総額	募集総額(定めがない場合にはその旨)、既販売総額、募集残額
14. 投資家	自衛力認定投資家以外の投資家に販売する場合にはその旨及び自衛力認定投資家以外的人数、並びに既に投資している投資家の数
15. 販売手数料、ファインダーへの支払い	販売手数料及びファインダーへの支払額(見込みでも可)
16. 資金用途	募集金額のうち、上記3に該当する者への支払(予定)額

2. 投資勧誘ルールの整備(特定投資家向け)

【制度改善策(案)】

- 本協会の自主規制規則において、特定投資家に対する非上場株式 **及び私募投資信託などの** プライマリー取引及びセカンダリー取引に関する勧誘ルールを整備する

勧誘ルールのイメージ	
対象投資家	特定投資家(いわゆるプロ成り投資家も含む)
対象株式	特定投資家向け有価証券(非上場株式・ 私募投資信託など)
対象取引	特定投資家向け取得勧誘、売付勧誘等
転売制限	証券会社と特定投資家向け有価証券を取得する者等との間で、特定投資家以外の者への転売を行わない旨の契約を締結
取扱証券会社	社内規程の整備等、内部管理体制を確認したうえで、日本証券業協会が「取扱証券会社」を指定
取扱証券会社による発行会社に対する審査	<ul style="list-style-type: none"> ①発行会社の財務状況 ②発行会社の法令遵守状況を含めた社会性 ③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との関係排除への仕組みとその運用状況 ④事業計画等の妥当性、調達する資金の用途の妥当性 ※セカンダリーの場合は、上記④を除く
取引開始基準や説明義務等	<ul style="list-style-type: none"> ・対象投資家(特定投資家)について、投資経験、リスク許容度などの取引開始基準の必要性について検討 ・投資家に対する説明義務(投資のリスク等)など ※顧客が反社会的勢力でないことの確認は、自主規制規則にて手当済

(参考6) 米国における非上場株式の自衛力認定投資家向け 発行・流通制度

○米国では自衛力認定投資家向けの簡素な開示で行える発行制度が整備されているが、日本には同様の制度は存在しない

	レギュレーションD	
	ルール506(b)	ルール506(c)
【発行(私募)】		
対象投資家	・自衛力認定投資家 ・洗練された非自衛力認定投資家 35人以内	自衛力認定投資家のみ
勧誘方法	制限あり (新聞、ネット掲載不可等)	一般勧誘可能
開示資料 (SECへのファイリング)	Form Dを募集開始後15日以内に 提出(適宜修正可)	Form Dを募集開始後15日以内に 提出(適宜修正可)
財務諸表の監査証明	自衛力認定投資家のみ に勧誘するのであれば不要	不要
【流通】		
転売制限	あり	あり
転売方法	自衛力認定投資家への 転売は可能	自衛力認定投資家への 転売は可能

3. 発行会社の既存株主への非上場株式の勧誘ルールの整備

【制度改善策（案）】

- 特定投資家に対する非上場株式のプライマリー取引及びセカンダリー取引に関する勧誘ルールを整備するにあたっては、株式の売却ニーズを持つと考えられる発行会社の既存株主による株式売却も認める

勧誘ルールのイメージ	
対象投資家(売り手)	発行会社の株主(主に設立時株主・役職員等を想定)
対象投資家(買い手)	特定投資家のみ(証券会社が自己の計算により取得することは可能)
対象株式	対象投資家(売り手)の保有する株式
対象取引	売り手:顧客による株式の売付け、買い手:特定投資家向け売付勧誘等に係る取引
転売制限	特定投資家への非上場株式の勧誘ルールと同様
取扱証券会社	
取扱証券会社による発行会社に対する審査	
取引開始基準や説明義務等	

- 発行会社の株主(創業者等)による株式の売却ニーズについては、本懇談会でもご意見をいただいております。海外の取引プラットフォームにおいても主要な売り手となっている

●証券会社の関与ニーズについての整理・頂いたご意見

- ・発行会社の創業期メンバー等の資金化ニーズ等は存在
- ・ストックオプション等で株式を保有する従業員等にとって、ライフステージの変化等による株式の換金ニーズに対して、買い手とのマッチングなど証券会社等の関与を期待

●海外における非上場株式取引プラットフォームの台頭の背景

(本懇談会第2回会合 関委員(株)野村資本市場研究所)プレゼン資料 P5より抜粋)

- 上場企業に対する規制強化・上場に係るコストの増大
- 創業からIPOまでの期間長期化 + 「資金調達ラウンド」の回数増加
 - シード、アーリーステージにおける投資家や従業員による株式売却ニーズ増大
 - キャップテーブル(資本政策表)の複雑化と株主管理の重要性
- ユニコーン企業の増加

4. セカンダリー取引に関する法令解釈の明確化

証券会社によるセカンダリー取引	
対象株式	特定投資家向け有価証券(非上場株式及び私募投資信託など)
対象者	・特定投資家 ・発行会社の既存株主については株式の売却のみ可
対象取引(注)	売買の媒介等 ※多数の注文による有価証券の需給を集約した提示気配に基づき売買を成立させていくようなPTSではなく、売り手と買い手のマッチングや売買の媒介等が中心

(注)証券会社は、セカンダリー取引と同じプラットフォーム上で特定投資家私募の取扱いを行うことも考えられる。

【制度改善策(案)】

○証券会社等が特定投資家との間で「特定投資家向け有価証券」のセカンダリー取引をウェブサイト上に取引の場を提供して行う場合、当局の認可が必要な私設取引システム運営業務(PTS)に該当しないなどの法解釈の明確化が必要

【留意事項】

・法令上、PTSの範囲から、特定投資家向け有価証券に係る行為が除外(法2条8項10号、令1条の9の3)されているが、その理由はプロ向け銘柄の取引を行う場を開設する場合には、投資者保護に万全を期す観点から、高度な自主規制機能を有する取引所や認可協会において行うことが適当であるという考え方が示されている(逐条解説2008年 金融商品取引法改正(商事法務))

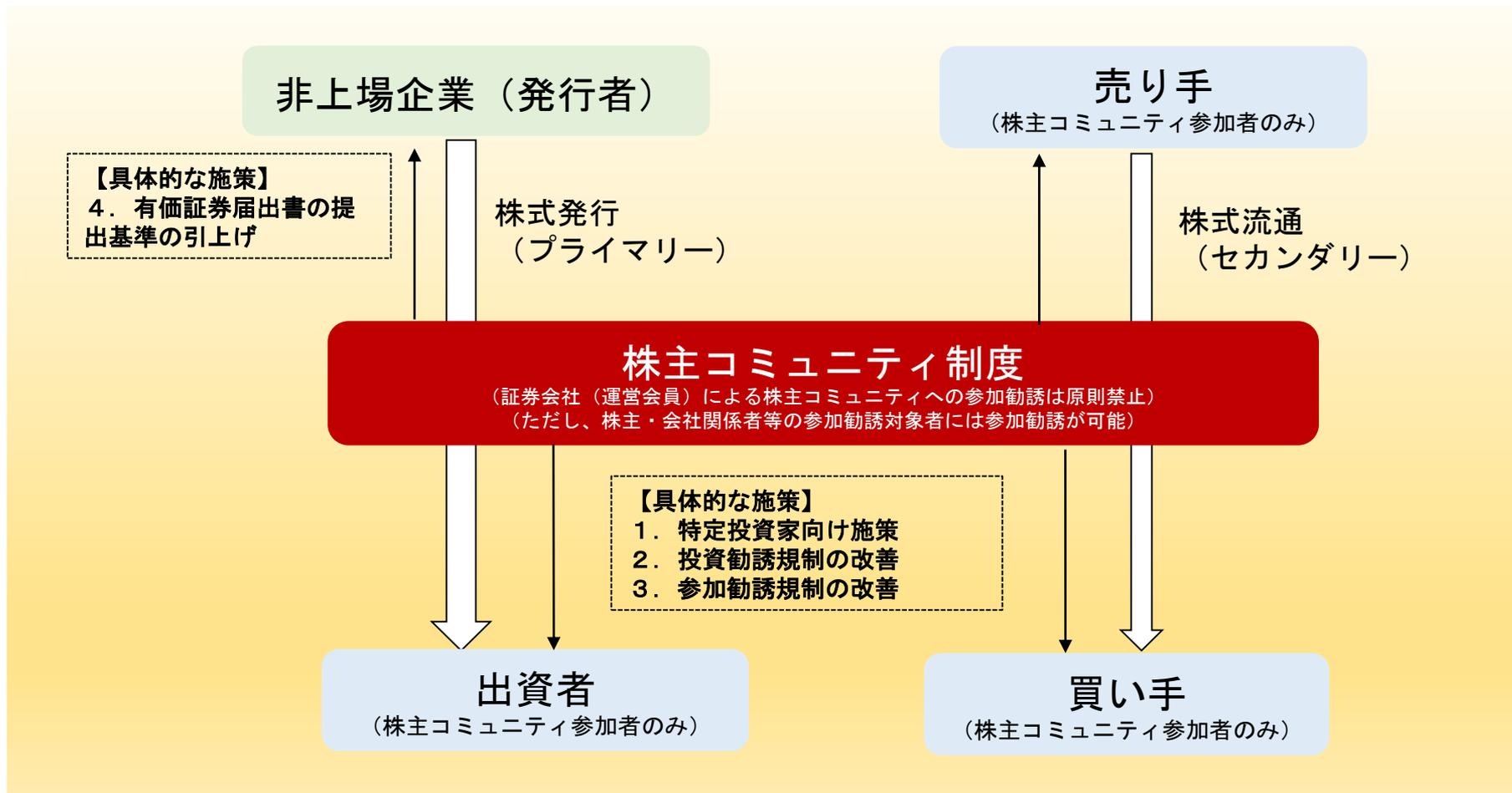
(参考8) 米国における非上場株式の取引プラットフォーム

- 米国では、レギュレーションDで発行された証券等の取引プラットフォームが存在
- 業務の内容により、ブローカー・ディーラーやATS (Alternative Trading System) として登録

	シェアーズポスト	ナスダック・プライベート・マーケット(NPM)	エクイティ・ゼン (Equity Zen)
業態	ATS及びBD(ブローカー・ディーラー)	ATS及びBD	BD(ブローカー・ディーラー)
設立年	2009年	2013年	2013年
買い手	自衛力認定投資家	NPMによる発行体への情報提供をもとに発行体が指定	自衛力認定投資家のみ
特色	<ul style="list-style-type: none"> • 当初は取引の相手方を探すための書き込みを行う掲示板サービスを提供していたが、現在はシェアーズポスト自身が取引に関与するものとしてATS及びBD登録を行っている。 • この他、ファンド運用、リサーチレポート発行、指数算出、非上場株式担保ローン提供等も行う。 	<ul style="list-style-type: none"> • ナスダックとシェアーズポストによるジョイントベンチャーとして始動し、その後、非上場株式の売買プラットフォームの大手であったセカンドマーケット(2004年設立)を吸収。 • 非上場企業に対し、さまざまな流動性供給支援プログラムや株式管理ツールを提供。売り手や買い手の指定や、売却上限の設定など、発行体による条件設定がしやすい。 	<ul style="list-style-type: none"> • レギュレーションDのルール506(b)に則り、買い手が自衛力認定投資家かどうかを確認したうえで取引が行われる。 • 発行体の役員等が保有する株式を直接取引するだけでなく、当社のファンドが一旦株式を保有したうえで、投資家にファンド持分を販売するという取引形態も存在。 • 取引を行う前に、発行体に取引を承認してもらうことが必要であるため、市場的な意味合いは薄いと思われる。
取引実績(設立時からの累積)	50億ドル以上	240億ドル以上	不明

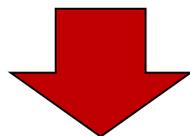
Ⅱ 株主コミュニティ制度の改善

○. 株主コミュニティ制度の全体像と具体的な施策



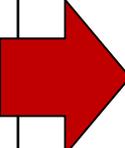
現状

- 株主コミュニティへの参加勧誘対象者は、「会社のことをよく知っている」と外形的にみなすことができる発行者の株主・元株主、発行者の役職員・元役職員、グループ会社の役職員等の「会社関係者」に限定
- 運営会員(証券会社)による参加勧誘が限定的で、参加者数及び売買が低迷



制度改善策(案)

- 株主コミュニティにおける取引を活性化させ、既存の株主コミュニティ銘柄企業のほか、さまざまな非上場企業に同制度を活用してもらうため、運営会員(証券会社)が、リスク許容度の高い「特定投資家」に対して株主コミュニティへの参加勧誘を可能としたうえで、特定投資家については株主コミュニティの全銘柄について一括して参加手続きを行うことを可能とする



これまでの株主コミュニティ制度は、「企業をよく知る者」を中心とした取引を想定した設計であったが、株主コミュニティの利活用を図る観点から、新たにリスクを許容できる特定投資家についても勧誘を認めるという考え方を導入する

証券会社からこれまで頂いた意見

- 地元企業の資金調達を手伝おうとしたときに、参加勧誘の対象者が既存の株主や社員等だけでは、新しい資金提供者を探すことは難しいと考える。一定のリスク許容度を有することが社内審査により確認できる投資者に対しても参加勧誘を行うことができればよい。
- 米国の自衛力認定投資家制度を参考として、一定額以上の金融資産を有する者等に対してのみ株主コミュニティへの参加勧誘を可能としてはどうか。
- 株主コミュニティへの参加勧誘については、特定投資家の範囲を拡大して勧誘可能とすることには、一定の効果があると思う。一般投資家への参加勧誘についても、証券会社が事前に適合性や資産状況を十分に審査した上で適切と認めた投資家には勧誘を認めるべき。
- 未上場株式の流動性向上に資する「参加投資家の裾野拡大」の意味でも、株主コミュニティにおいて証券会社が特定投資家へ参加勧誘を行うことを認めることへは賛成。
- 特定投資家のように資力がある方が参加することによって売買高が増加すれば、制度自体の認知も広がり、発行体も株主コミュニティを組成するメリットが一つでも増えることで銘柄数が増える可能性があるので、特定投資家に参加勧誘を認めることに異存はない。

発行会社からこれまで頂いた意見

- 証券会社がビジネス経験が豊富で余裕資金のある企業経営者や地元企業への投資に関心を持つ富裕層など、リスク許容度の高いプロ投資家に対して株主コミュニティへの参加勧誘ができるように制度を見直すことについて、賛同する。

現在の株主コミュニティ参加者

現行制度上の参加勧誘対象者

会社関係者

株主・元株主

など

上記以外で自発的に参加する者

企業のサービス利用者
(株主優待目的など)

など

参加勧誘対象とする「特定投資家」

ビジネス経験豊富で余裕
資金のある企業経営者

地元企業への投資に関心を持
つ富裕層

など

なお、特定投資家は、複数のコミュニティに横断的に参加することができるようにするなどの利便性向上策もあわせて検討してはどうか

現在の株主コミュニティ銘柄企業

旧グリーンシート・
旧フェニックス銘柄

上場廃止銘柄

大規模な非上場企業

株式投資型CF利用企業

など

株主コミュニティ制度の利用が想定される企業

株主数の多い大規模な非上場企業

費用対効果の関係から、上場廃止を
能動的に選択する企業

IPOを目指さない企業で、長期投資家の
参入を望む企業

地方発の新規企業で、地元企業や、地
元富裕層から広く資金調達を望む企業

など

2. 株主コミュニティ制度への投資勧誘規制の改善

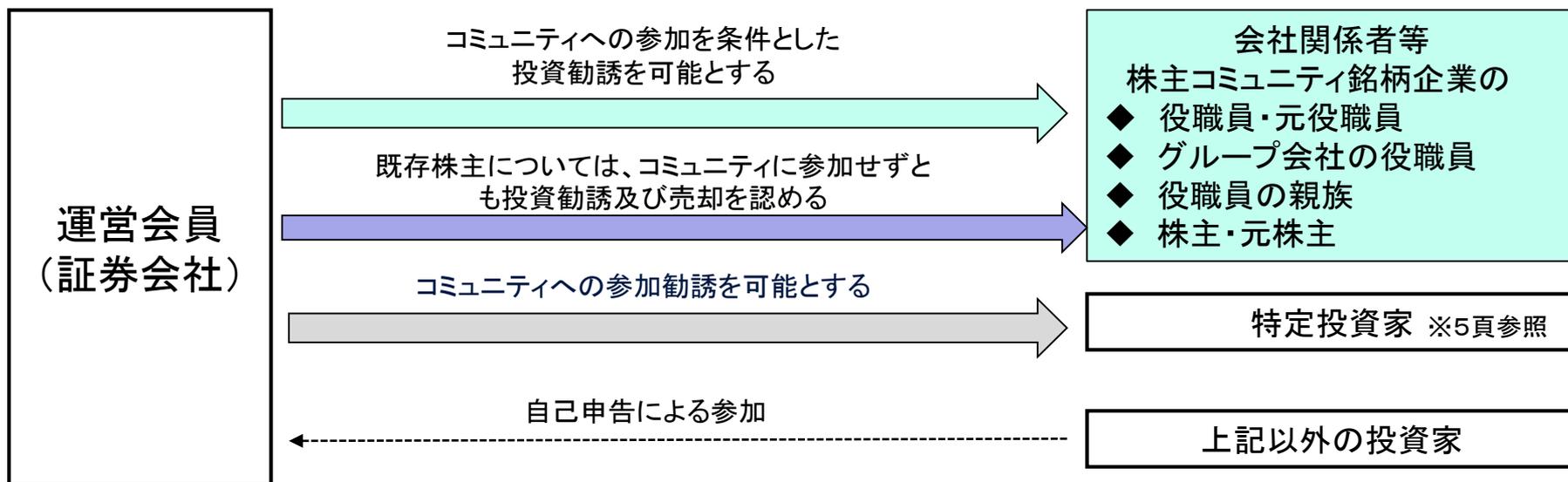
現状

- 株主コミュニティ銘柄の投資勧誘は当該株主コミュニティ銘柄の株主コミュニティに参加している投資者でなければ行うことができない
- 厳格な勧誘規制により、利用者が頭打ち



制度改善策(案)

- 株主コミュニティ銘柄の会社関係者等は、当該株主コミュニティ銘柄をよく知っている者であることから、株主コミュニティへの参加を条件とした投資勧誘を可能とする
- 既存株主が株式を売却をする場合については、コミュニティに参加せずとも投資勧誘を認める



3. 株主コミュニティ制度への参加勧誘規制の改善

現状

- 株主コミュニティへの参加勧誘は「会社のことをよく知っている」と外形的にみなすことができる会社関係者等以外の者には行うことができない
- 厳格な勧誘規制により、利用者が頭打ち



制度改善策(案)

- 株主コミュニティ銘柄が有価証券報告書提出会社等を発行している場合は、外部監査が実施されていること、又は既に広く情報が開示されることで投資家が会社のことをよく知ることができる銘柄であることを踏まえ、幅広い投資者への株主コミュニティへの参加勧誘を可能とする

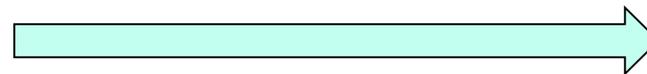
運営会員(証券会社)

株主コミュニティ銘柄

開示会社の銘柄

- ・有価証券報告書提出会社
- ・会社内容説明書の作成会社

上記以外の会社が発行する銘柄※
※前頁のとおり



会社関係者等以外の者以外の投資者へのコミュニティへの参加勧誘を可能とする

投資者

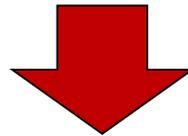


本改善と後述(32頁)する店頭規則6条の制度改善により、店頭規則6条に則って株式を発行した企業がその後のセカンダリーを目的として、株主コミュニティを活用しやすくなる。

4. 有価証券届出書の提出基準の引上げ

本懇談会において頂いた意見など

- 株主コミュニティを活用した資金調達の実績がほとんどないことが課題である。株主コミュニティ制度を利用した1億円以上の資金調達のニーズは多く寄せられている
- 有価証券届出書等の開示書類の緩和は首肯すべきものとする



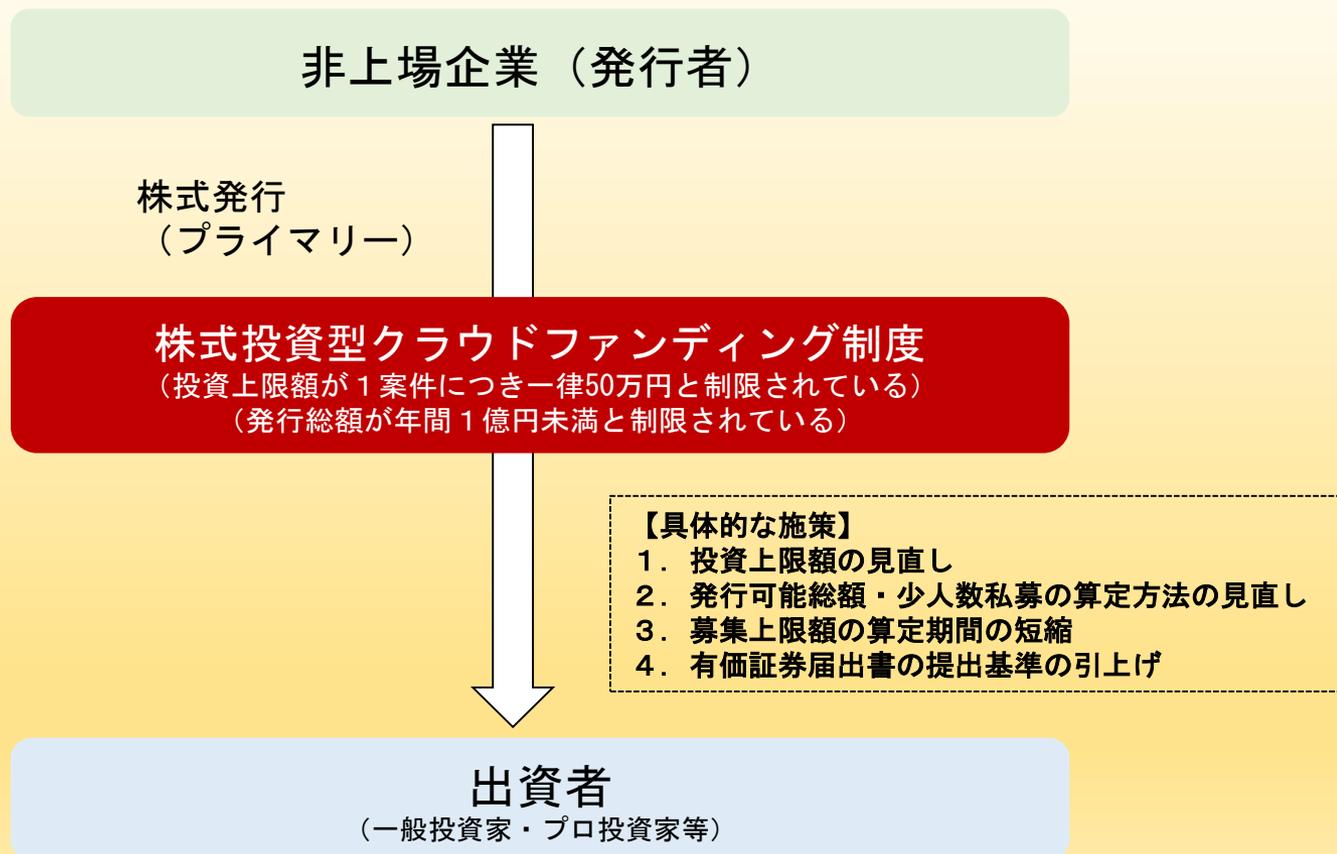
制度改善策(案)

- 株主コミュニティ銘柄は流通性が限定されているため開示規制について一定程度緩和しても規制の趣旨を損なわないと考えられ、また運営会員による銘柄審査や情報提供が自主規制によって義務付けられており、開示規制について一定程度緩和しても投資者保護上問題が生じにくいと考えられること、また、実体経済の観点から見ても1億円では低いことを踏まえ、株主コミュニティで5億円未満の資金調達を行う場合について、有価証券届出書等の提出を免除する【金商法第4条第1項各号】

現行制度：有価証券届出書等の提出(非開示会社の場合)

適格機関投資家私募 特定投資家私募 少数人数私募	募集		
	1千万円以下	1千万円超～1億円未満	1億円以上
不要	不要	有価証券通知書	有価証券届出書 (監査報告書の添付が必要)

Ⅲ 株式投資型クラウドファンディング制度の改善



1. 投資上限額の見直し

投資家の投資上限額(50万円)のあり方の見直し

現状

- 株式投資型クラウドファンディングにおける投資上限額は、一般投資家・特定投資家の区別なく1案件につき一律50万円。このため、50万円以上の投資意向があり、かつ、リスク許容度の高い投資者にとっては、過剰な制約となっている。
- 一方、米国・英国においては、いわゆるプロ投資家については投資上限額が設けられていない。



制度改善策(案)

- いわゆるプロ投資家である特定投資家については、自身でリスクを踏まえた適切な投資額を判断できると考えられることから、投資上限額を見直す(金融審議会市場制度WGにおいて検討中)

(参考) 株式投資型クラウドファンディング制度における投資上限の各国比較

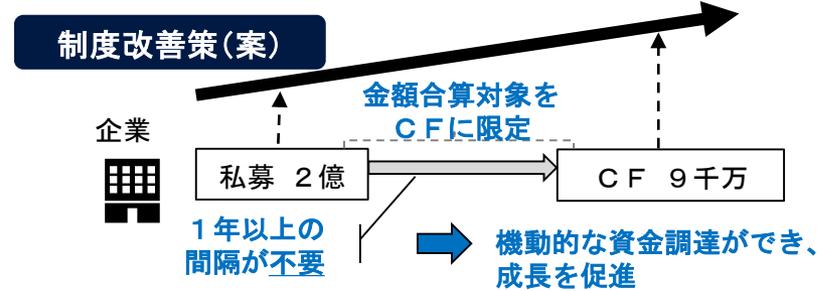
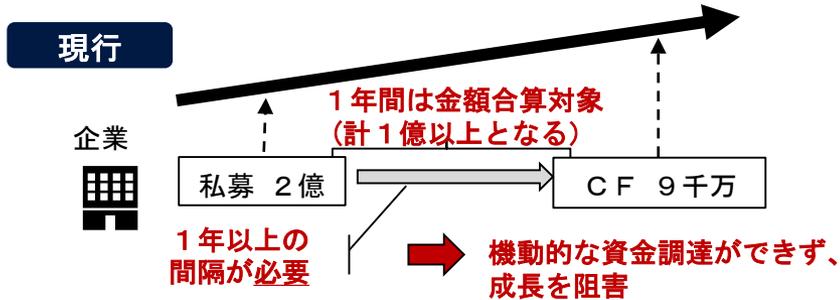
	日本	米国	英国
一般投資家	50万円 ※案件ごと 一般投資家と同様	年収・純資産により決定 ※年間通算 (a) 年収または純資産が10.7万ドル未満の場合、年収または純資産の大きい方の5%(2,200ドルを下限) (b) 年収および純資産が10.7万ドル以上の場合、年収または純資産の大きい方の10%(10.7万ドルを上限)	純資産の10% ※年間通算
プロ投資家		accredited investorについて制限なし	self-certified sophisticated investor、 富裕層等について制限なし

(出典)金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」(第6回) 事務局説明資料

2. 発行可能総額・少人数私募の算定方法の見直し

発行可能総額(1億円未満)の算定方法の見直し

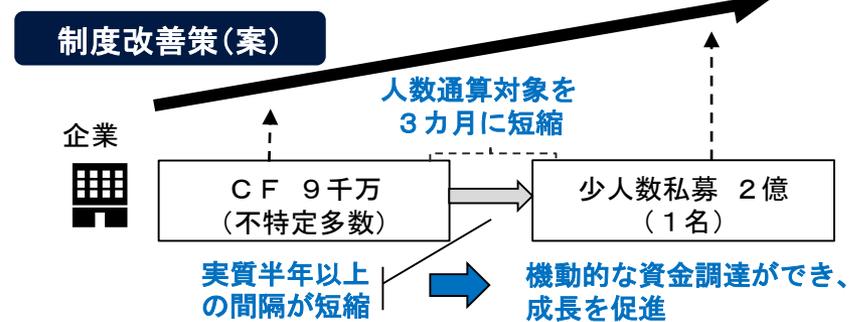
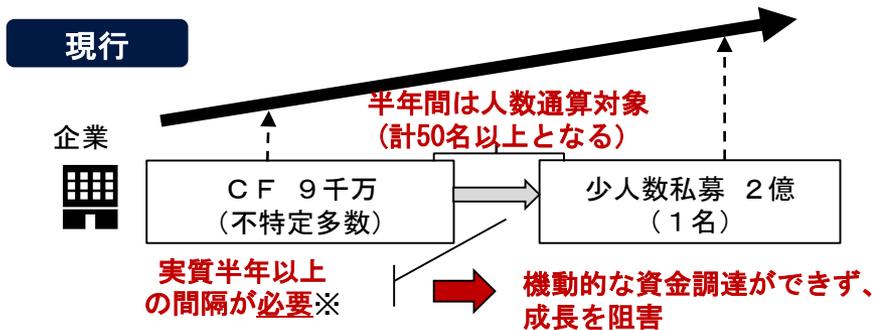
発行可能総額(1億円未満)算定にあたり合算の対象を投資型CFで調達した金額に限定【金商業等府令第16条の3第1項】



(金融審議会市場制度WGにおいて検討中)

少人数私募の人数算定方法の見直し

少人数私募の人数通算期間を6か月から3か月に短縮する【金商法施行令第1条の6】



(金融審議会市場制度WGにおいて検討中)

3. 募集上限額の算定期間の短縮

本懇談会において頂いた意見など

- 年間調達額の上限は撤廃しても良いのではないかと。上限を撤廃することにより必要な資金の調達が可能となると考えられる。
- 米国における制度改革のような、発行体にとって効率的に資金調達が行えるかつ投資家保護の水準を引き上げられるような要件緩和措置として、年間の調達額の緩和が考えられる。



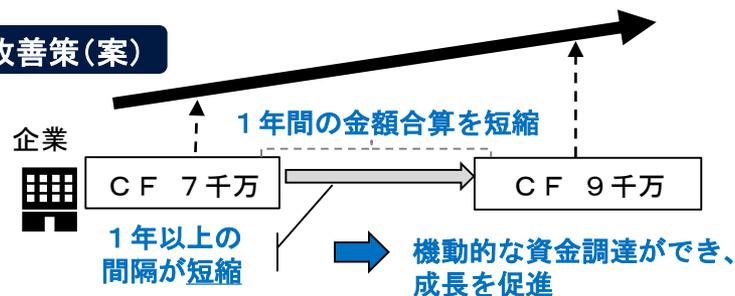
制度改善策(案)

- 株式投資型CFにおける発行可能総額(1億円未満)の算定期間1年間について、3カ月程度に短縮する【金商業等府令第16条の3第1項】
- 併せて、有価証券届出書の提出義務(1億円以上)の算定期間についても、1年間から3カ月程度に短縮する【開示府令第2条第5項第2号】

現行



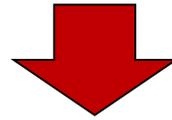
制度改善策(案)



4. 有価証券届出書の提出基準の引上げ

本懇談会において頂いた意見など

- 募集上限額を大幅に緩和又は撤廃していただく方が望ましい。
- 本制度がより活発に利用されるよう、投資上限・募集上限・開示規制等の緩和の方向で検討が進められるとよいと考える。



制度改善策(案)

- 株式投資型クラウドファンディングでは、取扱業者による発行会社への審査が自主規制によって義務付けられており、さらに、法令等により情報提供義務が定められているため、開示規制について一定程度緩和しても投資者保護上の問題が生じにくいと考えられること、また、実体経済の観点から見ても1億円では低いことを踏まえ、少額電子募集取扱業務における少額要件を5億円とするとともに、株式投資型クラウドファンディングで5億円未満の資金調達を行う場合について、有価証券届出書等の提出を免除する【金商法第4条第1項各号、金商法施行令第15条の10の3第1号】

現行制度：有価証券届出書等の提出(非開示会社の場合)

適格機関投資家私募 特定投資家私募 少人数私募	募集		
	1千万円以下	1千万円超～1億円未満	1億円以上
不要	不要	有価証券通知書	有価証券届出書 (監査報告書の添付が必要)

IV 店頭取扱有価証券に係る譲渡制限の見直し

○店頭取扱有価証券に係る譲渡制限の見直し

○店頭取扱有価証券の投資勧誘(店頭規則6条)

有価証券報告書等提出会社が発行する非上場株式等の募集等の取扱い等(プライマリー)に係る投資勧誘制度

現行制度: 店頭規則6条の要件

対象協会員	勧誘範囲	外部監査	開示	金額制限	譲渡制限 (※)
会員 特別会員	制限なし (一般投資家も対象)	必須	有価証券報告書又は 会社内容説明書等	—	2年間 (適格機関投資家への譲渡や 一部特例による譲渡は可能)

○店頭取扱有価証券の投資勧誘【店頭規則6条】(沿革)

- ・2003年3月、グリーンシート銘柄以外の転売制限付き店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等による投資勧誘の特例について整備
- ・本特例により、証券会社は一般投資家への店頭取扱有価証券の投資勧誘が可能となるが、本特例により取得した者(一般投資家を含む)は、2年間の譲渡制限(適格機関投資家への譲渡や一部特例による譲渡は可能)が課される
(グリーンシート銘柄以外の店頭取扱有価証券につき、転売を容易とすることについて投資者保護上の懸念があったため、同措置を講じている)

現状

- 取得後2年間の譲渡制限により、投資家の換金機会が奪われている(M&Aの際に譲渡できない等)
- 2年間の譲渡制限によって、セカンダリーとしての株主コミュニティ制度が活用されていない



制度改善策(案)

- 2年間の譲渡制限の撤廃

(※)ここでいう「譲渡制限」とは、法令や当事者間契約に定められているものを指すのではなく、日本証券業協会の自主規制による譲渡制限を指す

店頭有価証券
(投資勧誘原則禁止)

店頭取扱有価証券

(有価証券報告書の提出会社等が発行する銘柄のうち、
一定の要件を満たすもの)

下記以外の銘柄
※2年間の譲渡制限あり

フェニックス銘柄(2022年4月廃止予定)
譲渡制限なし

グリーンシート銘柄(廃止)
譲渡制限なし

(投資勧誘可能)

株主コミュニティ銘柄
譲渡制限なし
(投資勧誘可能)

株式投資型クラウド
ファンディング銘柄
譲渡制限なし
(投資勧誘可能)

※プロ向け等の勧誘制度を除く

ここでいう「譲渡制限」とは、法令や当事者間契約に定められているものを指すのではなく、日本証券業協会の自主規制による譲渡制限を指す

V その他

- 投資信託を通じた非上場株式への投資を可能とするような環境整備
 - ・ 海外では非上場株式に投資を行う公募型の投資信託も存在しており、日本も同様の取組みが広がればよい。
- 税制優遇策
 - ・ 地域に根差した優良企業やスタートアップ企業の資金調達や換金ニーズに応えるプラットフォームを構築するのであれば、英国の政府主導のEISとVCTスキームの導入が望ましい。
- STO活用・海外投資家との取引活性化等
 - ・ 非上場株式取引プラットフォームはテクノロジーの進化により広がりのあるビジネスであるので、証券会社の関与のみならず、ITプラットフォーマー等の異業種の参入も視野に入れるべき。
 - ・ 株式投資型クラウドファンディングについて、上場株式に準じ、一般投資家からの幅広い投資を期待するのであれば、STOの取引基盤確立を優先すべき。ブロックチェーン技術を活用することで、IPO対比で発行・管理コストの低減や発行と流通を一つのプラットフォームで行えるメリットがある。
 - ・ 海外の取引所とのコネクタビリティを活用すれば、非上場株式やPEファンドを海外投資家へ販売できる新たな流通チャネルとすることが可能となり、非上場株式の国際化が図れる。
- 決済インフラの整備
 - ・ 株券発行・不発行会社のそれぞれの決済の課題を整理し、決済インフラを整えることで、流通に係る一連のコストが明確となり、非上場株式の発行・流通市場の活性化の有効な手段となる。

参考資料

関連条文等

○特定投資家関係（特定投資家の範囲）

特定投資家の定義（法）

【金融商品取引法】

（定義）

第2条

31 この法律において「特定投資家」とは、次に掲げる者をいう。

一 適格機関投資家

二 国

三 日本銀行

四 前三号に掲げるもののほか、第七十九条の二十一に規定する投資者保護基金その他の内閣府令で定める法人

特定投資家の範囲（府令）

【金融商品取引法】

（特定投資家の範囲）

第二十三条 法第二条第三十一項第四号に規定する内閣府令で定める法人は、次に掲げるものとする。

一 特別の法律により特別の設立行為をもって設立された法人

二 法第七十九条の二十一に規定する投資者保護基金

三 預金保険機構

四 農水産業協同組合貯金保険機構

五 保険業法第二百五十九条に規定する保険契約者保護機構

六 特定目的会社

七 金融商品取引所に上場されている株券の発行者である会社

八 取引の状況その他の事情から合理的に判断して資本金の額が五億円以上であると見込まれる株式会社

九 金融商品取引業者又は法第六十三条第五項に規定する特例業務届出者である法人

十 外国法人

プロなり特定投資家

【金融商品取引法】

（特定投資家以外の顧客である個人が特定投資家とみなされる場合）

第三十四条の四 次に掲げる個人（適格機関投資家を除く。）は、金融商品取引業者等に対し、契約の種類ごとに、当該契約の種類に属する金融商品取引契約に関して自己を特定投資家として取り扱うよう申し出ることができる。

- 一 商法第五百三十五条に規定する匿名組合契約を締結した営業者である個人（内閣府令で定めるものを除く。）その他これに類するものとして内閣府令で定める個人
 - 二 前号に掲げるもののほか、その知識、経験及び財産の状況に照らして特定投資家に相当する者として内閣府令で定める要件に該当する個人
- 2 金融商品取引業者等は、前項の規定による申出を受けた場合には、当該申出をした個人（以下この条において「申出者」という。）に対し、前条第二項第四号イ及びロに掲げる事項を記載した書面を交付するとともに、申出者が前項各号に掲げる者のいずれかに該当することを確認しなければならない。
- （以下略）

【金融商品取引業等に関する内閣府令】

（特定投資家として取り扱うよう申し出ることができる個人）

第六十二条 法第三十四条の四第一項第二号に規定する内閣府令で定める要件は、次に掲げる要件の全てに該当することとする。

- 一 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、承諾日（法第三十四条の四第六項において準用する法第三十四条の三第二項第一号に規定する承諾日をいう。次号、次条第二項、第六十四条第二項第五号及び第六十四条の二において同じ。）における申出者（法第三十四条の四第二項に規定する申出者をいう。以下この条及び第六十四条において同じ。）の資産の合計額から負債の合計額を控除した額が三億円以上になると見込まれること。
 - 二 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、承諾日における申出者の資産（次に掲げるものに限る。）の合計額が三億円以上になると見込まれること。
 - イ 有価証券（ホに掲げるもの及びヘに掲げるもの（不動産特定共同事業法（平成六年法律第七十七号）第二条第九項に規定する特例事業者と締結したものに限る。）を除く。）
 - ロ デリバティブ取引に係る権利
- ハ～ト （略）
- 三 申出者が最初に当該金融商品取引業者等との間で法第三十四条の四第一項の規定による申出に係る契約の種類に属する金融商品取引契約を締結した日から起算して一年を経過していること。

○特定投資家関係（特定投資家私募等）

特定投資家私募（法）

【金融商品取引法】

（定義）

第2条

3 この法律において、「有価証券の募集」とは、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘（これに類するものとして内閣府令で定めるもの（次項において「取得勧誘類似行為」という。）を含む。以下「取得勧誘」という。）のうち、当該取得勧誘が第一項各号に掲げる有価証券又は前項の規定により有価証券とみなされる有価証券表示権利、特定電子記録債権若しくは同項各号に掲げる権利（電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。）に表示される場合（流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合を除く。）に限る。以下「電子記録移転権利」という。）（次項及び第六項、第二条の三第四項及び第五項並びに第二十三条の十三第四項において「第一項有価証券」という。）に係るものである場合に於ては第一号及び第二号に掲げる場合、当該取得勧誘が前項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利（電子記録移転権利を除く。次項、第二条の三第四項及び第五項並びに第二十三条の十三第四項において「第二項有価証券」という。）に係るものである場合に於ては第三号に掲げる場合に該当するものをいい、「有価証券の私募」とは、取得勧誘であつて有価証券の募集に該当しないものをいう。

一 多数の者（適格機関投資家（有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者をいう。以下同じ。）が含まれる場合であつて、当該有価証券がその取得者である適格機関投資家から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として政令で定める場合に該当するときは、当該適格機関投資家を除く。）を相手方として行う場合として政令で定める場合（特定投資家のみを相手方とする場合を除く。）

二 前号に掲げる場合のほか、次に掲げる場合のいずれにも該当しない場合

イ 適格機関投資家のみを相手方として行う場合であつて、当該有価証券がその取得者から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として政令で定める場合

ロ 特定投資家のみを相手方として行う場合であつて、次に掲げる要件の全てに該当するとき（イに掲げる場合を除く。）。

（1）当該取得勧誘の相手方が国、日本銀行及び適格機関投資家以外の者である場合に於ては、金融商品取引業者等（第三十四条に規定する金融商品取引業者等をいう。次項、第四条第一項第四号及び第三項、第二十七条の三十二の二並びに第二十七条の三十四の二において同じ。）が顧客からの委託により又は自己のために当該取得勧誘を行うこと。

（2）当該有価証券がその取得者から特定投資家等（特定投資家又は非居住者（外国為替及び外国貿易法（昭和二十四年法律第二百二十八号）第六条第一項第六号に規定する非居住者をいい、政令で定める者に限る。）をいう。以下同じ。）以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当すること。

ハ 前号に掲げる場合並びにイ及びロに掲げる場合以外の場合（当該有価証券と種類を同じくする有価証券の発行及び勧誘の状況等を勘案して政令で定める要件に該当する場合を除く。）であつて、当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ないものとして政令で定める場合

三 その取得勧誘に応じることにより相当程度多数の者が当該取得勧誘に係る有価証券を所有することとなる場合として政令で定める場合

○特定投資家関係（特定投資家私募等）

特定投資家私募（政令）

【金融商品取引法施行令】

（取得勧誘において特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合等）

第一条の五の二 法第二条第三項第二号ロ（2）に規定する政令で定める者は、次のいずれかに該当する者とする。

- 一 当該有価証券を証券関連業者（金融商品取引業者等（法第三十四条に規定する金融商品取引業者等をいう。第四十四条を除き、以下同じ。）又は外国証券業者（法第五十八条に規定する外国証券業者をいう。以下同じ。）をいう。次号において同じ。）の媒介、取次ぎ又は代理によつて居住者（外国為替及び外国貿易法（昭和二十四年法律第二百二十八号）第六条第一項第五号前段に規定する居住者をいう。以下同じ。）から取得する非居住者（同項第六号に規定する非居住者をいう。以下同じ。）
 - 二 当該有価証券を証券関連業者又は他の非居住者から取得する非居住者
- 2 法第二条第三項第二号ロ（2）に規定する政令で定める場合は、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める場合とする。
- 一 株券等 次に掲げる要件の全てに該当する場合
 - イ 当該株券等と同一種類の有価証券として内閣府令で定めるものが法第二十四条第一項各号（法第二十七条において準用する場合を含む。）に掲げる有価証券のいずれにも該当しないこと。
※法第二十四条第一項各号に掲げる有価証券とは有価証券報告書の提出基準に該当するもの
 - ロ 次の（1）又は（2）に掲げる場合の区分に応じ、当該（1）又は（2）に定める要件に該当すること。
 - （1）当該株券等に係る権利が、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示される場合 当該財産的価値を特定投資家等（法第二条第三項第二号ロ（2）に規定する特定投資家等をいう。以下同じ。）以外の者に移転することができないようにする技術的措置その他の内閣府令で定める措置がとられていること。
 - （2）（1）に掲げる場合以外の場合 当該株券等の発行者と当該株券等の取得勧誘に応じて当該株券等を取得しようとする者（以下この号において「取得者」という。）との間及び当該取得勧誘を行う者と当該取得者との間において、当該取得者が取得した当該株券等を特定投資家等以外の者に譲渡を行わない旨その他の内閣府令で定める事項を定めた譲渡に係る契約を締結することを取得の条件として、取得勧誘が行われること。
 - 二 新株予約権証券等 （略）
 - 三 前二号に掲げる有価証券以外の有価証券 前号に準じて内閣府令で定める要件に該当する場合

特定投資家私募（内閣府令）

【定義府令】

（特定投資家向け売付け勧誘等に係る有価証券の譲渡に関する措置等）

第十三条の五 令第一条の八の二第一号ロ（1）及び第二号ロ（1）に規定する内閣府令で定める措置は、次項第二号イからニまでに掲げる場合を除き、当該財産的価値を特定投資家等以外の者に移転することができないようにする技術的措置とする。

2 令第一条の八の二第一号ロ（2）及び第二号ロ（2）に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項（第二号に掲げる事項にあっては、当該契約の当事者が定めないこととした事項を除く。）とする。

ニ 当該買付けを行おうとする者が当該売付け勧誘等に応じて買い付けた当該有価証券を特定投資家等以外の者に譲渡しないこと。

三 次に掲げる場合には、当該買付けを行おうとする者が当該売付け勧誘等に応じて買い付けた当該有価証券を特定投資家等以外の者に譲渡することができること。

イ 公開買付けに応じて株券等を公開買付者に対して譲渡する場合

ロ 令第二条の十二の四第二項第四号に規定する役員等に対して同号イからホまでに掲げる有価証券を譲渡する場合

ハ 当該有価証券の発行者又はその特定役員若しくは当該特定役員の被支配法人等に対して譲渡する場合

三 当該有価証券の発行者の総株主等の議決権の百分の五十を超える議決権（社債等振替法第四十七条第一項又は第四十八条第一項（これらの規定を社債等振替法第二百二十八条第一項、第二百三十五条第一項、第二百三十九条第一項及び第二百七十六条（第二号に係る部分に限る。）において準用する場合を含む。）の規定により発行者に対抗することができない株式又は出資に係る議決権を含む。）に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する会社に対して譲渡する場合

3 第十一条の二第三項及び第四項の規定は、前項第二号ハに掲げる場合について準用する。

特定投資家私売出し（法）

【金融商品取引法】

（定義）

第2条

4 この法律において「有価証券の売出し」とは、既に発行された有価証券の売付けの申込み又はその買付けの申込みの勧誘（取得勧誘類似行為に該当するものその他内閣府令で定めるものを除く。以下「売付け勧誘等」という。）のうち、当該売付け勧誘等が第一項有価証券に係るものである場合に於ては第一号及び第二号に掲げる場合、当該売付け勧誘等が第二項有価証券に係るものである場合に於ては第三号に掲げる場合に該当するもの（取引所金融商品市場における有価証券の売買及びこれに準ずる取引その他の政令で定める有価証券の取引に係るものを除く。）をいう。

一 多数の者（適格機関投資家が含まれる場合であつて、当該有価証券がその取得者である適格機関投資家から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として政令で定める場合に該当するときは、当該適格機関投資家を除く。）を相手方として行う場合として政令で定める場合（特定投資家のみを相手方とする場合を除く。）

二 前号に掲げる場合のほか、次に掲げる場合のいずれにも該当しない場合

イ 適格機関投資家のみを相手方として行う場合であつて、当該有価証券がその取得者から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として政令で定める場合

ロ 特定投資家のみを相手方として行う場合であつて、次に掲げる要件の全てに該当するとき（イに掲げる場合を除く。）。

（1）当該売付け勧誘等の相手方が国、日本銀行及び適格機関投資家以外の者である場合に於ては、金融商品取引業者等が顧客からの委託により又は自己のために当該売付け勧誘等を行うこと。

（2）当該有価証券がその取得者から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として政令で定める場合に該当すること。

ハ 前号に掲げる場合並びにイ及びロに掲げる場合以外の場合（当該有価証券の種類を同じくする有価証券の発行及び勧誘の状況等を勘案して政令で定める要件に該当する場合を除く。）であつて、当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ないものとして政令で定める場合

三 その売付け勧誘等に応じることにより相当程度多数の者が当該売付け勧誘等に係る有価証券を所有することとなる場合として政令で定める場合

特定投資家私売出し（政令）

【金融商品取引法施行令】

（売付け勧誘等において特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合）

第一条の八の二 法第二条第四項第二号ロ（2）に規定する政令で定める場合は、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める場合とする。

ニ 株券等 次に掲げる要件の全てに該当する場合

イ 当該株券等と同一種類の有価証券として内閣府令で定めるものが法第二十四条第一項各号（法第二十七条において準用する場合を含む。）に掲げる有価証券のいずれにも該当しないこと。

ロ 次の（1）又は（2）に掲げる場合の区分に応じ、当該（1）又は（2）に定める要件に該当すること。

（1）当該株券等に係る権利が、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示される場合 当該財産的価値を特定投資家等以外の者に移転することができないようにする技術的措置その他の内閣府令で定める措置がとられていること。

（2）（1）に掲げる場合以外の場合 当該株券等の売付け勧誘等を行う者と当該売付け勧誘等に応じて当該株券等の買付けを行おうとする者（以下この号において「買付者」という。）との間において、当該買付者が買い付けた当該株券等を特定投資家等以外の者に譲渡を行わない旨その他の内閣府令で定める事項を定めた譲渡に係る契約を締結することを買付けの条件として、売付け勧誘等が行われること。

ニ 新株予約権証券等（略）

三 前二号に掲げる有価証券以外の有価証券 前号に準じて内閣府令で定める要件に該当すること。

特定投資家私売出し（内閣府令）

【定義府令】

（特定投資家向け売付け勧誘等に係る有価証券の譲渡に関する措置等）

第十三条の五 令第一条の八の二第一号ロ（1）及び第二号ロ（1）に規定する内閣府令で定める措置は、次項第二号イからニまでに掲げる場合を除き、当該財産的価値を特定投資家等以外の者に移転することができないようにする技術的措置とする。

2 令第一条の八の二第一号ロ（2）及び第二号ロ（2）に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項（第二号に掲げる事項にあっては、当該契約の当事者が定めないこととした事項を除く。）とする。

一 当該買付けを行おうとする者が当該売付け勧誘等に応じて買い付けた当該有価証券を特定投資家等以外の者に譲渡しないこと。

二 次に掲げる場合には、当該買付けを行おうとする者が当該売付け勧誘等に応じて買い付けた当該有価証券を特定投資家等以外の者に譲渡することができること。

イ 公開買付けに応じて株券等を公開買付者に対して譲渡する場合

ロ 令第二条の十二の四第二項第四号に規定する役員等に対して同号イからホまでに掲げる有価証券を譲渡する場合

ハ 当該有価証券の発行者又はその特定役員若しくは当該特定役員の被支配法人等に対して譲渡する場合

ニ 当該有価証券の発行者の総株主等の議決権の百分の五十を超える議決権（社債等振替法第四十七条第一項又は第四十八条第一項（これらの規定を社債等振替法第二百二十八条第一項、第二百三十五条第一項、第二百三十九条第一項及び第二百七十六条（第二号に係る部分に限る。）において準用する場合を含む。）の規定により発行者に対抗することができない株式又は出資に係る議決権を含む。）に係る株式又は出資を自己又は他人の名義をもって所有する会社に対して譲渡する場合

3 第十一条の二第三項及び第四項の規定は、前項第二号ハに掲げる場合について準用する。

特定投資家私募における特定証券情報（法）

【金融商品取引法】

（特定証券情報の提供又は公表）

第二十七条の三十一 特定投資家向け取得勧誘その他第四条第一項本文の規定の適用を受けない有価証券発行勧誘等のうち政令で定めるもの（以下この条及び第六章の二において「特定取得勧誘」という。）又は特定投資家向け売付け勧誘等（当該特定投資家向け売付け勧誘等に係る有価証券が特定投資家向け有価証券に該当する場合であつて、少数の者を相手方として行う場合として政令で定める場合に該当するものを除く。）その他第四条第一項本文、第二項本文若しくは第三項本文の規定の適用を受けない有価証券交付勧誘等のうち政令で定めるもの（以下この条及び第六章の二において「特定売付け勧誘等」という。）は、当該特定取得勧誘又は特定売付け勧誘等（以下「特定勧誘等」という。）に係る有価証券の発行者が、当該有価証券及び当該発行者に関して投資者に明らかにされるべき基本的な情報として内閣府令で定める情報（以下「特定証券情報」という。）を、次項に定めるところにより、当該特定勧誘等が行われる時まで、その相手方に提供し、又は公表しているものでなければ、することができない。

2 特定証券情報の提供又は公表しようとする発行者は、当該特定証券情報を、内閣府令で定めるところにより、自ら若しくは他の者に委託して提供し、又はインターネットの利用その他の方法により公表しなければならない。

3 次条第一項の規定により既に内閣府令で定める期間継続して発行者情報（同項に規定する発行者情報をいう。以下この項において同じ。）を公表している発行者は、前項の規定により特定証券情報を提供し、又は公表しようとする場合において、当該特定証券情報に、内閣府令で定めるところにより、その者に係る直近の発行者情報及び同条第三項に規定する訂正発行者情報（以下「参照情報」という。）を参照すべき旨を表示したときは、特定証券情報のうち発行者に関する情報として内閣府令で定める情報の提供又は公表をしたものとみなす。

4 第二項の規定により特定証券情報の提供又は公表をした発行者は、当該提供又は公表をした日から一年を経過する日までの間（公益又は投資者保護に欠けることがないものと認められる場合として内閣府令で定める場合には、内閣府令で定める期間）において、当該特定証券情報に訂正すべき事項があるときは、内閣府令で定めるところにより、これを訂正する旨の情報（以下「訂正特定証券情報」という。）の提供又は公表をしなければならない。

5 第二項の規定により特定証券情報の公表をした発行者は、当該特定証券情報の公表をした日から一年を経過する日までの間（公益又は投資者保護に欠けることがないものと認められる場合として内閣府令で定める場合には、内閣府令で定める期間）、当該特定証券情報（訂正特定証券情報を公表した場合には、当該訂正特定証券情報を含む。）を継続して公表しなければならない。

○特定投資家関係（特定証券情報）

特定投資家私募における特定証券情報（府令）

【証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令】

（特定証券情報の内容）

第二条 法第二十七条の三十一第一項に規定する内閣府令で定める情報は、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める情報とする。ただし、第一号又は第二号に掲げる有価証券について、当該情報とすることが公益又は投資者保護のため適当でない認められる場合には、金融庁長官の指示するところによるものとする。

- 一 特定上場有価証券（法第二条第三十三項に規定する特定上場有価証券をいう。）又はその発行者が特定取引所金融商品市場（同条第三十二項に規定する特定取引所金融商品市場をいう。以下この号において同じ。）に上場しようとする有価証券（以下「特定上場有価証券等」という。） 当該特定上場有価証券等を上場し、又は上場しようとする特定取引所金融商品市場を開設する金融商品取引所（同条第十六項に規定する金融商品取引所をいう。以下同じ。）の定める規則（以下「特定取引所規則」という。）において定める情報
- 二 特定店頭売買有価証券（令第二条の十二の四第三項第二号に規定する特定店頭売買有価証券をいう。以下この号において同じ。）又はその発行者が認可金融商品取引業協会（法第二条第十三項に規定する認可金融商品取引業協会をいう。以下この号において同じ。）に特定店頭売買有価証券として登録しようとする有価証券（以下「特定店頭売買有価証券等」という。） 当該特定店頭売買有価証券等を登録し、又は登録しようとする認可金融商品取引業協会の定める規則（以下「特定協会規則」という。）において定める情報

三 前二号に掲げる有価証券以外の有価証券 金融庁長官が指定する情報

2 前項各号に定める情報には、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める事項に関する情報を含むものとする。

- 一 有価証券（次号に掲げる有価証券を除く。） 次に掲げる事項（当該有価証券の発行者が既に一年間継続して企業内容等の開示に関する内閣府令（昭和四十八年大蔵省令第五号）第九条の三第二項に規定する有価証券報告書（当該有価証券が外国債等の発行者の内容等の開示に関する内閣府令（昭和四十七年大蔵省令第二十六号）第一条第一号に規定する外国債等である場合には、同令第六条の二第二項に規定する有価証券報告書）を提出している場合は、その旨並びにイ及びロに掲げる事項）

イ 当該情報が特定証券情報である旨

ロ 当該有価証券に関する事項

ハ 当該有価証券の発行者が発行者である当該有価証券以外の有価証券に関する事項

ニ 当該有価証券の発行者（国又は地方公共団体を除く。）の事業及び経理に関する事項

二 （略）

（特定証券情報の提供又は公表の方法）

第三条 特定証券情報の提供又は公表をしようとする発行者は、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める方法により行わなければならない。

- 一 特定上場有価証券等 特定取引所規則において定める公表の方法
- 二 特定店頭売買有価証券等 特定協会規則において定める公表の方法
- 三 前二号に掲げる有価証券以外の有価証券 金融庁長官が指定する方法

虚偽の特定証券情報に係る賠償責任（法）

【金融商品取引法】

（虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任）

第十八条 有価証券届出書のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、当該有価証券届出書の届出者は、当該有価証券を当該募集又は売出しに応じて取得した者に対し、損害賠償の責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者がその取得の申込みの際記載が虚偽であり、又は欠けていることを知っていたときは、この限りでない。

2 （略）

（虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任）

第二十一条の二 第二十五条第一項各号（第五号及び第九号を除く。）に掲げる書類（以下この条において「書類」という。）のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、当該書類の提出者は、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類（同項第十二号に掲げる書類を除く。）の提出者又は当該書類（同号に掲げる書類に限る。）の提出者を親会社等（第二十四条の七第一項に規定する親会社等をいう。）とする者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者又は処分した者に対し、第十九条第一項の規定の例により算出した額を超えない限度において、記載が虚偽であり、又は欠けていること（以下この条において「虚偽記載等」という。）により生じた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者又は処分した者がその取得又は処分の際虚偽記載等を知っていたときは、この限りでない。

2～6 （略）

（虚偽の特定証券等情報に係る賠償責任）

第二十七条の三十三 第十八条第一項、第十九条、第二十条及び第二十一条（第一項第三号、第二項第二号及び第三号並びに第三項を除く。）の規定は、特定証券等情報（特定証券情報、第二十七条の三十一第三項の規定の適用を受ける特定証券情報に係る参照情報又は訂正特定証券情報（当該訂正特定証券情報に係る参照情報を含む。）をいう。以下同じ。）について準用する。（以下略）

（虚偽の特定情報に係る賠償責任）

第二十七条の三十四 第二十一条の二から第二十二条までの規定は、特定情報（特定証券等情報又は発行者等情報（発行者情報又は訂正発行者情報をいう。以下同じ。）をいう。第二十七条の三十五第一項において同じ。）について準用する。（以下略）

虚偽の特定証券情報の提供による課徴金（法）

【金融商品取引法】

（虚偽のある特定証券等情報の提供又は公表をした発行者等に対する課徴金納付命令）

第七十二条の十 重要な事項につき虚偽の情報があり、又は提供し、若しくは公表すべき重要な事項に関する情報が欠けている特定証券等情報（以下この条、第七十二条の十二第一項、第七十八条第二十項及び第八十五条の七第十五項において「虚偽等のある特定証券等情報」という。）を提供し、又は公表した発行者が、当該虚偽等のある特定証券等情報に係る特定勧誘等（特定売付け勧誘等にあつては、当該発行者が所有する有価証券の特定売付け勧誘等に限る。）により有価証券を取得させ、又は売り付けたときは、内閣総理大臣は、次節に定める手続に従い、当該発行者に対し、第一号に掲げる額（当該虚偽等のある特定証券等情報が公表されていない場合にあつては、当該額に第二号に掲げる数を乗じて得た額）の課徴金を国庫に納付することを命じなければならない。

一・二 （略）

2 （略）

（虚偽のある発行者等情報の提供又は公表をした発行者に対する課徴金納付命令）

第七十二条の十一 発行者が、重要な事項につき虚偽の情報があり、又は提供し、若しくは公表すべき重要な事項に関する情報が欠けている発行者等情報（以下この項、次条第一項、第七十八条第二十一項及び第八十五条の七第十五項において「虚偽等のある発行者等情報」という。）を提供し、又は公表したときは、内閣総理大臣は、次節に定める手続に従い、当該発行者に対し、第一号に掲げる額（当該虚偽等のある発行者等情報が公表されていない場合にあつては、当該額に第二号に掲げる数を乗じて得た額）に相当する額の課徴金を国庫に納付することを命じなければならない。ただし、発行者の事業年度が一年である場合以外の場合においては、当該額に当該事業年度の月数を十二で除して得た数を乗じて得た額に相当する額の課徴金を国庫に納付することを命じなければならない。

一・二 （略）

2 （略）

虚偽の特定証券情報の提供による刑事罰（法）

【金融商品取引法】

第九十七条 次の各号のいずれかに該当する者は、十年以下の懲役若しくは千万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する。

一～四 （略）

四の二 第二十七条の三十一第二項の規定による特定証券情報（同条第三項の規定の適用を受ける特定証券情報の場合には、当該特定証券情報に係る参照情報を含む。）、同条第四項の規定による訂正特定証券情報（当該訂正特定証券情報に係る参照情報を含む。）、第二十七条の三十二第一項若しくは第二項の規定による発行者情報又は同条第三項の規定による訂正発行者情報であつて、重要な事項につき虚偽のあるものの提供又は公表をした者

五・六 （略）

2 （略）

○特定投資家関係（PTSへの該当性）

PTSへの該当性（法、政令）

【金融商品取引法】

（定義）

第2条

8 この法律において「金融商品取引業」とは、次に掲げる行為（その内容等を勘案し、投資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定めるもの及び銀行、優先出資法第二条第一項に規定する協同組織金融機関（以下「協同組織金融機関」という。）その他政令で定める金融機関が行う第十二号、第十四号、第十五号又は第二十八条第八項各号に掲げるものを除く。）のいずれかを業として行うことをいう。

十 有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの（取り扱う有価証券の種類等に照らして取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場（第六十七条第二項に規定する店頭売買有価証券市場をいう。）以外において行うことが投資者保護のため適当でないと認められるものとして政令で定めるものを除く。）

イ 競売の方法（有価証券の売買高が政令で定める基準を超えない場合に限る。）

ロ 金融商品取引所に上場されている有価証券について、当該金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場における当該有価証券の売買価格を用いる方法

ハ 第六十七条の十一第一項の規定により登録を受けた有価証券（以下「店頭売買有価証券」という。）について、当該登録を行う認可金融商品取引業協会が公表する当該有価証券の売買価格を用いる方法

ニ 顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法

ホ イからニまでに掲げるもののほか、内閣府令で定める方法

【金融商品取引法施行令】

（電子情報処理組織を使用した取引業務から除かれるもの）

第一条の九の三 法第二条第八項第十号に規定する政令で定めるものは、特定投資家向け有価証券（法第四条第三項第四号に掲げるもの（第二条の十二の四第三項第一号又は第三号に掲げるものを除く。）及び開示が行われている場合（法第四条第七項に規定する開示が行われている場合をいう。）に該当するものを除く。）の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として法第二条第八項第十号イからホまでに掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うものとする。

○特定投資家関係（PTSへの該当性）

PTSへの該当性（府令）

【定義府令】

（私設取引システム運營業務の売買価格の決定方法）

第十七条 法第二条第八項第十号ホに規定する内閣府令で定める方法は、次に掲げる方法とする。

- 一 顧客の提示した指値が、取引の相手方となる他の顧客の提示した指値と一致する場合に、当該顧客の提示した指値を用いる方法
- 二 金融商品取引業者が、同一の銘柄に対し自己又は他の金融商品取引業者等の複数の売付け及び買付けの気配を提示し、当該複数の売付け及び買付けの気配に基づく価格を用いる方法（複数の金融商品取引業者等が恒常的に売付け及び買付けの気配を提示し、かつ当該売付け及び買付けの気配に基づき売買を行う義務を負うものを除く。）

○特定投資家関係（PTSへの該当性）

PTSへの該当性（金融庁監督指針）

IV-4-2 承認及び届出等

IV-4-2-1 認可

私設取引システム（Proprietary Trading System；PTS）は取引所類似の機能を有しており、そのためこれを運営する業務は、金商法においても旧証券取引法から引き続き認可制を維持することとされた。こうしたことを踏まえ、金商法第2条第8項第10号に規定する業務の認可については、以下の留意事項を踏まえて検討することが必要である。

①私設取引システムに該当するか否かを判断する際には、次の点に留意するものとする。

イ. 取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場における有価証券の売買の取次ぎを行い、又は他の単一の金融商品取引業者に有価証券の売買の取次ぎを行うシステムについては、私設取引システム及び取引所金融商品市場等に該当しないものとする。

（注）例えば、金商業等府令第70条の2第7項に規定する価格その他の取引の条件の決定又はこれに類似する行為を行うものを使用して行う同項に規定する取次ぎは、基本的に、私設取引システム及び取引所金融商品市場等に該当しない。一方、当該取次ぎであっても、システム内で注文の集約又は相殺等を行うような場合は、私設取引システム又は取引所金融商品市場等に該当する可能性がある。

ロ. 顧客との間で有価証券の売買を行う自己対当売買のシステムであっても、多数の注文による有価証券の需給を集約した提示気配に基づき売買を成立させていくものについては、私設取引システム又は取引所金融商品市場等に該当する場合がある。

ハ. 株価や金融情報を提供している金融商品取引業者や情報ベンダーについても、複数の金融商品取引業者等が提示している気配に一覧性があり（気配の競合）、専用情報端末の配布や注文・交渉のためのリンク等の設定をはじめとする取引条件に係る合意手段が提供されている場合には、金融商品取引業（媒介）に該当し、かつPTS業務の認可を併せて要することに留意する。

株主コミュニティの参加勧誘・投資勧誘（自主規制規則）

【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 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次のいずれかに該当する者であることを確認できた場合は、この限りでない。

- 1 当該株主コミュニティ銘柄の保有者
- 2 当該株主コミュニティ銘柄の発行者の役員又は従業員
- 3 前2号に掲げる者であった者
- 4 第2号に掲げる者の配偶者又は二親等内の親族
- 5 当該株主コミュニティ銘柄の発行者の被支配会社等（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（以下「定義府令」という。）第6条第3項に規定する被支配会社等をいう。）又は関係会社（定義府令第7条第2項に規定する関係会社をいう。）の役員又は従業員

3 （略）

（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、自ら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。

（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特例）

第16条の3 第16条の規定にかかわらず、運営会員は、株主コミュニティの参加者以外の者（第9条第2項各号に掲げる者に限る。）に対して、当該株主コミュニティに参加することを当該株主コミュニティ銘柄の取得の条件とした場合に限り、当該株主コミュニティ銘柄の少数人数私募（金商法第2条第3項第2号ハに規定する取得勧誘をいう。）の取扱いを行うことができる。この場合、投資勧誘の相手方となる顧客は、株主コミュニティへの参加前であっても参加者とみなして、第10条、第12条第3項、第14条、第15条、第16条の2第1項及び第31条の規定を適用する。

有価証券届出書の提出（法）

【金融商品取引法】

（募集又は売出しの届出）

第四条 有価証券の募集（特定組織再編成発行手続を含む。第十三条及び第十五条第二項から第六項までを除き、以下この章及び次章において同じ。）又は有価証券の売出し（次項に規定する適格機関投資家取得有価証券一般勧誘及び第三項に規定する特定投資家等取得有価証券一般勧誘に該当するものを除き、特定組織再編成交付手続を含む。以下この項において同じ。）は、発行者が当該有価証券の募集又は売出しに関し内閣総理大臣に届出をしているものでなければ、することができない。ただし、次の各号のいずれかに該当するものについては、この限りでない。

一 有価証券の募集又は売出しの相手方が当該有価証券に係る次条第一項各号に掲げる事項に関する情報を既に取得し、又は容易に取得することができる場合として政令で定める場合における当該有価証券の募集又は売出し

二 有価証券の募集又は売出しに係る組織再編成発行手続又は組織再編成交付手続のうち、次に掲げる場合のいずれかに該当するものがある場合における当該有価証券の募集又は売出し（前号に掲げるものを除く。）

イ 組織再編成対象会社が発行者である株券（新株予約権証券その他の政令で定める有価証券を含む。）に関して開示が行われている場合に該当しない場合

ロ 組織再編成発行手続に係る新たに発行される有価証券又は組織再編成交付手続に係る既に発行された有価証券に関して開示が行われている場合

三 その有価証券に関して開示が行われている場合における当該有価証券の売出し（前二号に掲げるものを除く。）

四 外国で既に発行された有価証券又はこれに準ずるものとして政令で定める有価証券の売出し（金融商品取引業者等が行うものに限る。）のうち、国内における当該有価証券に係る売買価格に関する情報を容易に取得することができることその他の政令で定める要件を満たすもの（前三号に掲げるものを除く。）

五 発行価額又は売出価額の総額が一億円未満の有価証券の募集又は売出しで内閣府令で定めるもの（前各号に掲げるものを除く。）

○株主コミュニティ関係（有価証券届出書の提出基準）

【企業内容等の開示に関する内閣府令】

（届出を要しない有価証券の募集又は売出し）第二条（略）

5 法第四条第一項第五号に規定する発行価額又は売出価額の総額が一億円未満の有価証券の募集又は売出しで内閣府令で定めるものは、次に掲げるもの以外の募集又は売出しとする。

- 一 募集又は売出しに係る有価証券が新株予約権証券である場合で、当該新株予約権証券の発行価額又は売出価額の総額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額が一億円以上となる場合における当該募集又は売出し
- 二 募集又は売出しに係る有価証券の発行価額又は売出価額の総額（当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発行価額又は売出価額の総額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額。以下この条、第九条の二第二号から第五号まで、第十九条第二項第一号から第二号の二まで及び第十四条の十五第二項において同じ。）に、当該募集又は売出しを開始する日前一年以内に行われた募集又は売出し（令第二条の十二に規定する場合に該当するもの、法第四条第一項の規定による届出をしたもの及び当該届出前にしたものと並びに発行登録追補書類を提出したもの及び当該提出前にしたものを除く。）に係る当該有価証券と同一の種類の有価証券（この条において新株予約権付社債券は、第一条第二号の規定にかかわらず、同条第一号二に掲げる有価証券又は法第二条第一項第十七号に掲げる有価証券であつて第一条第一号二に掲げる有価証券の性質を有するものと同一の種類の有価証券とみなす。）の発行価額又は売出価額の総額を合算した金額が一億円以上となる場合における当該募集又は売出し
- 三 募集（令第一条の六に規定する要件に該当することにより募集に該当することとなつた場合に限る。）に係る有価証券の発行価額の総額に、当該有価証券の発行される日以前六月以内に発行された同種の新規発行証券（同条に規定する同種の新規発行証券をいう。第九条の二において同じ。）の発行価額の総額を合算した金額が一億円以上となる場合における当該募集
- 三の二 売出し（令第一条の八の三に規定する要件に該当することにより売出しに該当することとなつた場合に限る。）に係る有価証券の売出価額の総額に、当該有価証券の売付け勧誘等（法第二条第四項に規定する売付け勧誘等をいう。以下同じ。）が行われる日以前一月以内に売付け勧誘等（他の者が行つたものを除く。）が行われた同種の既発行証券（令第一条の八の三に規定する同種の既発行証券をいう。第九条の二第三号の二及び第十九条第二項第一号において同じ。）の売出価額の総額を合算した金額が一億円以上となる場合における当該売出し
- 四 同一の種類の有価証券でその発行価額又は売出価額の総額が一億円未満である二組以上の募集又は売出しが並行して行われ、かつ、これらの募集又は売出しに係る有価証券の発行価額又は売出価額の総額の合計額が一億円以上となる場合におけるそれぞれの募集又は売出し
- 五 発行価額若しくは売出価額の総額が一億円以上である有価証券の募集若しくは売出し又は第二号に規定する募集若しくは売出しと並行して行われるこれらの募集又は売出しに係る有価証券と同一の種類の有価証券の募集又は売出し
- 六 法第十条第一項（法第二十七条において準用する場合を含む。）の規定による届出の効力の停止の処分又は法第十一条第一項（法第二十七条において準用する場合を含む。）の規定による届出の効力の停止の処分、発行登録の効力の停止の処分若しくは期間の延長の処分を受けた届出者が、これらの処分を受けている期間内に新たに行う有価証券の募集又は売出し
- 七 法第二十三条の十第三項（法第二十七条において準用する場合を含む。）の規定による発行登録の効力の停止の処分又は法第二十三条の十一第一項（法第二十七条において準用する場合を含む。）の規定による発行登録の効力の停止の処分、届出の効力の停止の処分若しくは期間の延長の処分を受けた登録者が、これらの処分を受けている期間内に新たに行う有価証券の募集又は売出し
- 八 本邦の金融商品取引所に発行株式（発行優先出資を含む。以下同じ。）を上場しようとする会社（指定法人を含む。以下この号において同じ。）又は認可金融商品取引業協会に発行株式を店頭売買有価証券として登録しようとする会社（既に本邦の他の金融商品取引所に発行株式が上場されている会社又はいずれかの認可金融商品取引業協会に発行株式が店頭売買有価証券として登録されている会社を除く。第八条第二項において同じ。）で、継続開示会社でないものが行う当該金融商品取引所又は当該認可金融商品取引業協会の規則による発行株式の募集又は売出し

○株主コミュニティ関係 (流通性が制限されていると認められる銘柄)

流通性が制限されていると認められる銘柄（法、金融庁告示）

【金融商品取引法】 (認可協会への報告)

第六十七条の十八 協会員（第一号から第三号までに掲げる場合にあつては、店頭売買有価証券市場を開設する認可協会の協会員に限る。）は、次の各号に掲げる場合において当該各号に定める事項を、内閣府令で定めるところにより、その所属する認可協会に報告しなければならない。

一～三 (略)

四 自己の計算において行う取扱有価証券（当該認可協会がその規則において、売買その他の取引の勧誘を行うことを禁じていない株券、新株予約権付社債券その他内閣府令で定める有価証券（金融商品取引所に上場されている有価証券、店頭売買有価証券及び当該規則において流通性が制限されていると認められる有価証券として内閣総理大臣が定めるものを除く。）をいう。以下同じ。）の売買又は媒介、取次ぎ若しくは代理を行う取扱有価証券の売買が成立した場合 当該売買に係る有価証券の種類、銘柄、価格、数量その他内閣府令で定める事項

五～八 (略)

【金融庁告示第三十二号：「流通性が制限されていると認められる銘柄」】

金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号）第六十七条の十八第四号の規定に基づき、認可協会の規則において流通性が制限されていると認められる有価証券として定めるものは、「株主コミュニティに関する規則」（日本証券業協会自主規制規則）第二条第五号に規定する株主コミュニティ銘柄とし、平成二十七年五月二十九日から適用する。

平成二十七年五月二十八日
金融庁長官細溝清史

株式投資型CFにおける投資金額の少額要件（業規制）

【金融商品取引法】

（第一種少額電子募集取扱業者についての登録等の特例）

第二十九条の四の二（略）

2～9（略）

10 第一項、第二項、第五項、第七項及び前項の「第一種少額電子募集取扱業務」とは、電子募集取扱業務（第二条第一項第九号に掲げる有価証券（金融商品取引所に上場されていないもの限り、政令で定めるものを除く。以下この項において同じ。）の募集の取扱い又は私募の取扱いであつて、当該有価証券の発行価額の総額及び当該有価証券を取得する者が払い込む額が少額であるものとして政令で定める要件を満たすものに限る。以下この項において同じ。）又は電子募集取扱業務に関して顧客から金銭の預託を受けることをいう。

【金融商品取引法施行令】

（発行価額の総額及び有価証券を取得する者が払い込む額が少額である有価証券の募集の取扱い等）

第十五条の十の三 法第二十九条の四の二第十項及び第二十九条の四の三第四項に規定する政令で定める要件は、次に掲げるものとする。

一（略）

二 取得する者が払い込む額として内閣府令で定める方法により算定される額が五十万円以下であること。

【金融商品取引業等に関する内閣府令】

（発行価額の総額及び有価証券を取得する者が払い込む額の算定の方法）

第十六条の三（略）

2 令第十五条の十の三第二号に規定する内閣府令で定める方法は、募集又は私募に係る有価証券に対する個別払込額（有価証券を取得する者がそれぞれ払い込む額をいい、当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額を合算した金額とする。以下この項において同じ。）に、当該有価証券の募集又は私募に係る払込みが行われた日前一年以内に応募又は払込みを行った同一の発行者による当該有価証券と同一の種類の有価証券の募集又は私募に係る個別払込額を合算する方法とする。

【株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則】

（払込額が少額要件を満たしていることの確認）

第13条 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務により店頭有価証券を取得させようとする顧客からの払込額が、金商法施行令第15条の10の3第2号に掲げる要件を満たすものであることを確認しなければならない。

（適切な配分）

第15条 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務を行うに当たっては、投資需要の動向等を十分に勘案したうえで、当該株式投資型クラウドファンディング業務に係る店頭有価証券の配分が、公正を旨とし、合理的な理由なく特定の投資者に偏ることのないよう努めなければならない。

少人数私募の人数通算（開示規制）①

【金融商品取引法】

（定義）

第二条（略）

3 この法律において、「有価証券の募集」とは、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘（これに類するものとして内閣府令で定めるもの（次項において「取得勧誘類似行為」という。）を含む。以下「取得勧誘」という。）のうち、当該取得勧誘が第一項に掲げる有価証券又は前項の規定により有価証券とみなされる有価証券表示権利若しくは特定電子記録債権（次項及び第六項、次条第四項及び第五項並びに第二十三条の十三第四項において「第一項有価証券」という。）に係るものである場合に於ては第一号及び第二号に掲げる場合、当該取得勧誘が前項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利（次項、次条第四項及び第五項並びに第二十三条の十三第四項において「第二項有価証券」という。）に係るものである場合に於ては第三号に掲げる場合に該当するものをいい、「有価証券の私募」とは、取得勧誘であつて有価証券の募集に該当しないものをいう。

一（略）

二 前号に掲げる場合のほか、次に掲げる場合のいずれにも該当しない場合

イ・ロ（略）

ハ 前号に掲げる場合並びにイ及びロに掲げる場合以外の場合（当該有価証券と種類を同じくする有価証券の発行及び勧誘の状況等を勘案して政令で定める要件に該当する場合を除く。）であつて、当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ないものとして政令で定める場合

【金融商品取引法施行令】

（取得勧誘が少人数向け勧誘に該当しないための要件）

第一条の六 法第二条第三項第二号ハに規定する政令で定める要件は、当該有価証券の発行される日以前六月以内に、当該有価証券と同一種類の有価証券として内閣府令で定める他の有価証券（その発行の際にその取得勧誘が同号イに掲げる場合及び第二条の十二に規定する場合に該当するものであつた有価証券並びにその発行の際にその取得勧誘が有価証券の募集に該当し、かつ、当該有価証券の募集に関し法第四条第一項の規定による届出又は法第二十三条の八第一項（法第二十七条において準用する場合を含む。）に規定する発行登録追補書類の提出が行われた有価証券を除く。以下この条において「同種の新規発行証券」という。）が発行されており、当該有価証券の取得勧誘を行う相手方（当該有価証券の取得勧誘を行う相手方が適格機関投資家であつて、当該有価証券が第一条の四に定める場合に該当するときは、当該適格機関投資家を除く。）の人数と当該六月以内に発行された同種の新規発行証券の取得勧誘を行つた相手方（当該同種の新規発行証券の取得勧誘を行つた相手方が適格機関投資家であつて、当該同種の新規発行証券が第一条の四に定める場合に該当するときは、当該適格機関投資家を除く。）の人数との合計が五十名以上となることとする。

少人数私募の人数通算（開示規制）②

【金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令】

（同一種類の有価証券等）

第十条の二 令第一条の四第一号ロ、第二号ロ及びハ並びに第三号イ及びロ、第一条の五の二第二項第一号イ、第一条の七第二号イ（２）、ロ（２）及び（３）並びにハ（１）及び（２）、第一条の七の四第一号ロ、第二号ロ及びハ並びに第三号イ及びロ、第一条の八の二第一号イ並びに第一条の八の四第三号イ（２）、ロ（２）及び（３）並びにハ（１）及び（２）に規定する同一種類の有価証券として内閣府令で定めるものは、当該有価証券及び当該有価証券と発行者が同一で、次の各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める事項が同一である有価証券とする。

一 転換特定社債券（資産流動化法に規定する転換特定社債券をいう。） 次に掲げる事項

イ 償還期限及び利率（割引の方法により発行されるものにあつては、償還期限）

ロ 金額を表示する通貨（当該有価証券に係る金額を表示するものについて単一の通貨で表示することとされている場合に限る。第十七号ロ及び第十八号ロにおいて同じ。）

ハ（略）

二・三（略）

四 新株予約権付社債券（会社法第二百四十九条第二号に掲げる新株予約権付社債券をいう。第十三条の三第二項第一号において同じ。）

次に掲げる事項

イ 第一号イ及びロに掲げる事項

ロ 新株予約権の行使により発行され、又は移転される株式一株の発行価額並びに株式に係る剰余金の配当、残余財産の分配、株式の買受け及び議決権を行使することができる事項（以下この項において「株式に係る剰余金の配当等」という。）の内容

五～八（略）

九 株券 株式に係る剰余金の配当等の内容

十 新株予約権証券 新株予約権の行使により発行され、又は移転される株式に係る剰余金の配当等の内容

十一～二十六（略）

2 令第一条の六及び第一条の八の三に規定する当該有価証券と同一種類の有価証券として内閣府令で定める他の有価証券は、当該有価証券と発行者が同一で、前項各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める事項が同一である有価証券とする。

3（略）

株式投資型CFにおける募集金額の少額要件（業規制等）

【金融商品取引法】

（第一種少額電子募集取扱業者についての登録等の特例）

第二十九条の四の二（略）

2～9（略）

10 第一項、第二項、第五項、第七項及び前項の「第一種少額電子募集取扱業務」とは、電子募集取扱業務（第二条第一項第九号に掲げる有価証券（金融商品取引所に上場されていないものに限る、政令で定めるものを除く。以下この項において同じ。）の募集の取扱い又は私募の取扱いであつて、当該有価証券の発行価額の総額及び当該有価証券を取得する者が払い込む額が少額であるものとして政令で定める要件を満たすものに限る。以下この項において同じ。）又は電子募集取扱業務に関して顧客から金銭の預託を受けることをいう。

【金融商品取引法施行令】

（発行価額の総額及び有価証券を取得する者が払い込む額が少額である有価証券の募集の取扱い等）

第十五条の十の三 法第二十九条の四の二第十項及び第二十九条の四の三第四項に規定する政令で定める要件は、次に掲げるものとする。

一 発行価額の総額として内閣府令で定める方法により算定される額が一億円未満であること。

二（略）

【金融商品取引業等に関する内閣府令】

（発行価額の総額及び有価証券を取得する者が払い込む額の算定の方法）

第十六条の三 令第十五条の十の三第一号に規定する内閣府令で定める方法は、募集又は私募に係る有価証券の発行価額の総額（当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発行価額の総額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額。以下この項において同じ。）に、当該有価証券の募集又は私募を開始する日以前一年以内に同一の発行者により行われた募集又は私募及び当該有価証券の募集又は私募と申込期間（第七十条の二第二項第四号に規定する申込期間をいう。）の重複する同一の発行者により行われる募集又は私募に係る当該有価証券と同一の種類（法第二条第一項第九号に掲げる有価証券であるか同条第二項の規定により有価証券とみなされる同項第五号又は第六号に掲げる権利であるかの別をいう。次項において同じ。）の有価証券の発行価額の総額を合算する方法とする。

2（略）

【株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則】

（発行者についての審査）

第4条（略）

2（略）

3 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務に係る店頭有価証券の募集又は私募が金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という。）第15条の10の3第1号に掲げる要件を満たすものでなければ、株式投資型クラウドファンディング業務を行ってはならない。

4（略）

募集金額の通算要件（開示規制）

【金融商品取引法】

（募集又は売出しの届出）

第四条 有価証券の募集（特定組織再編成発行手続を含む。第十三条及び第十五条第二項から第六項までを除き、以下この章及び次章において同じ。）又は有価証券の売出し（次項に規定する適格機関投資家取得有価証券一般勧誘及び第三項に規定する特定投資家等取得有価証券一般勧誘に該当するものを除き、特定組織再編成交付手続を含む。以下この項において同じ。）は、発行者が当該有価証券の募集又は売出しに関し内閣総理大臣に届出をしているものでなければ、することができない。ただし、次の各号のいずれかに該当するものについては、この限りでない。

一～四 （略）

五 発行価額又は売出価額の総額が一億円未満の有価証券の募集又は売出しで内閣府令で定めるもの（前各号に掲げるものを除く。）

【企業内容等の開示に関する内閣府令】

（届出を要しない有価証券の募集又は売出し）

第二条 （略）

2～4 （略）

5 法第四条第一項第五号に規定する発行価額又は売出価額の総額が一億円未満の有価証券の募集又は売出しで内閣府令で定めるものは、次に掲げるもの以外の募集又は売出しとする。

一 （略）

二 募集又は売出しに係る有価証券の発行価額又は売出価額の総額（当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発行価額又は売出価額の総額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額。以下この条、第九条の二第二号から第五号まで、第十九条第二項第一号から第二号の二まで及び第十四条の十五第二項において同じ。）に、当該募集又は売出しを開始する日前一年以内に行われた募集又は売出し（令第二条の十二に規定する場合に該当するもの、法第四条第一項の規定による届出をしたもの及び当該届出前にしたもの並びに発行登録追補書類を提出したものと及び当該提出前にしたものを除く。）に係る当該有価証券と同一の種類の有価証券（この条において新株予約権付社債券は、第一条第二号の規定にかかわらず、同条第一号二に掲げる有価証券又は法第二条第一項第十七号に掲げる有価証券であつて第一条第一号二に掲げる有価証券の性質を有するものと同一の種類の有価証券とみなす。）の発行価額又は売出価額の総額を合算した金額が一億円以上となる場合における当該募集又は売出し

取扱業者における情報提供の内容及び発行者審査（業規制等）

【金融商品取引法】

第四十三条の五 金融商品取引業者等は、第三条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券（第二十九条の二第一項第六号に規定する政令で定めるものを除く。）について電子募集取扱業務を行うときは、内閣府令で定めるところにより、第三十七条の三第一項の規定により交付する書面に記載する事項のうち電子募集取扱業務の相手方の判断に重要な影響を与えるものとして内閣府令で定める事項について、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であつて内閣府令で定めるものにより、これらの有価証券について電子募集取扱業務を行う期間中、当該相手方が閲覧することができる状態に置かなければならない。

【金融商品取引業等に関する内閣府令】

第百四十六条の二

1・2 （略）

3 法第四十三条の五に規定する内閣府令で定める事項は、法第三十七条の三第一項第四号に掲げる事項の概要、同項第五号に掲げる事項、第八十二条第三号及び第五号に掲げる事項並びに第八十三条第一項第三号から第七号までに掲げる事項とする。

4 （略）

【株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則】

（発行者についての審査）

第4条 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務を行うに当たっては、店頭有価証券について、第17条の規定により当該会員等が策定した社内規則に従って、あらかじめ次の各号に掲げる事項について厳正に審査を行わなければならない。

1 発行者及びその行う事業の実在性

2 発行者の財務状況

3 発行者の事業計画の妥当性

4 発行者の法令遵守状況を含めた社会性

5 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との関係排除への仕組みとその運用状況

6 当該会員等と発行者との利害関係の状況

7 当該店頭有価証券に投資するに当たってのリスク

8 調達する資金の用途

9 目標募集額（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）第70条の2第2項第3号に規定する目標募集額をいう。以下同じ。）が発行者の事業計画に照らして適当なものであること。

2 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務を行うに当たっては、発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、当該株式投資型クラウドファンディング業務により行う資金調達としてふさわしいか否か及び当該発行者において法令に基づき会社情報が作成されているか否かについて特に留意するとともに、当該審査の結果、株式投資型クラウドファンディング業務として行うことが適当と認められない場合には、これを行ってはならない。

3・4 （略）

○店頭取扱有価証券に係る譲渡制限の見直し関係 (自主規制規則)



非上場株式に関する勧誘規制 (自主規制規則)

【店頭有価証券に関する規則】

(店頭有価証券の投資勧誘の禁止)

第 3 条 協会員は、次条、第 4 条、第 6 条若しくは第 8 条、「株主コミュニティに関する規則」又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の規定による場合を除き、店頭有価証券については、顧客に対し、投資勧誘を行ってはならない。

(店頭取扱有価証券の投資勧誘)

第 6 条 協会員は、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。）に譲渡制限を付すことを取得の条件として、当該店頭取扱有価証券の募集、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という。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。）に係る投資勧誘を行うことができる。

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・4 (略)

○店頭取扱有価証券に係る譲渡制限の見直し関係 (自主規制規則)

会社内容説明書の要件に関する規定（自主規制規則）

【店頭有価証券に関する規則】

(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、二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)

投資信託財産への非上場株式の組入れ（投資信託協会規則）

【投資信託等の運用に関する規則】

（組入株式等の範囲）

第11条 投資信託財産が組入れる株式は、次のいずれかに該当するものに限るものとする。

- （1）金融商品取引所（金商法第2条第16項に規定する金融商品取引所をいう。）又は外国金融商品市場に上場されているもの及び外国において開設されている店頭売買金融商品市場に登録等をされているもの
- （2）未上場株式又は未登録株式のうち、金商法又は会社法（平成17年法律第86号）若しくはこれらに準じて開示が行われているもので細則に定める要件を満たすもの（外国で発行される株式でこれらと同様のものとして自主規制委員会が定める株式を含む。）

【投資信託等の運用に関する規則に関する細則】

（未上場株式、未登録株式の要件）

第2条 規則第11条第2号に規定する細則で定める要件を満たすものは、次の各号に掲げるいずれかの要件を満たすものとする。

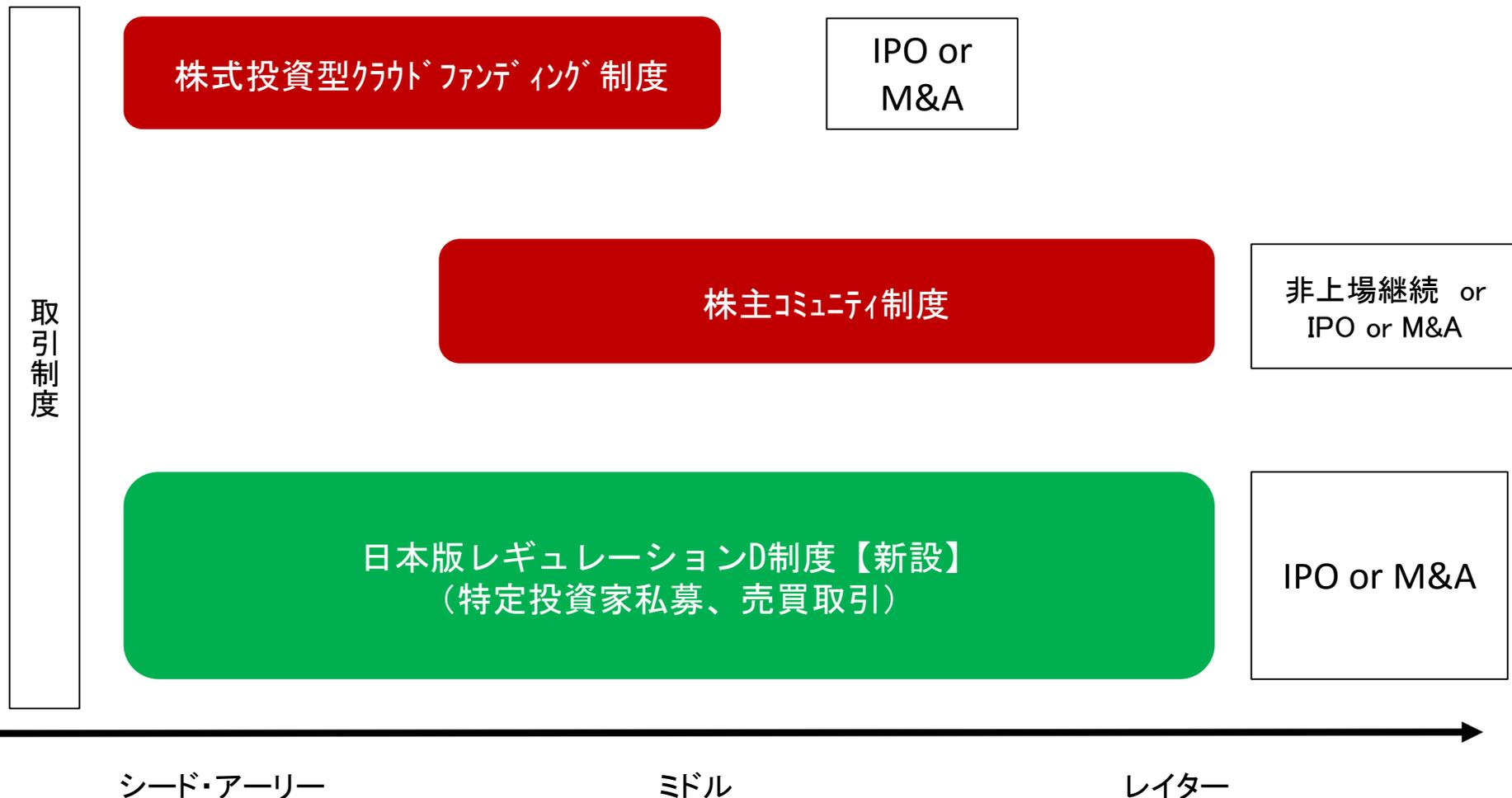
- （1）金商法第24条の規定に基づき有価証券報告書（金商法第5条に規定する有価証券届出書を含む。）を提出している会社で、当該有価証券報告書に総合意見が適正である旨の監査報告書が添付されている会社の発行するものであること
- （2）公認会計士又は監査法人により、会社法（平成17年法律第86号）に基づく監査が行われ、かつ、その総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等が入手できる会社の発行するものであること
- （3）公認会計士又は監査法人により、金商法又は会社法に準ずる監査が行われ、かつ、その総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等を入手できるものであって、今後も継続的に開示が見込める会社の発行するものであること

【投資信託財産の評価及び計理等に関する規則】

（未上場株式の評価）

第14条 未上場株式（上場予定株式を除く。）は、第一種金融商品取引業者（金商法第28条第1項に規定する第一種金融商品取引業を行なう者をいう。以下同じ。）等から提示される気配相場で評価し、計算日に気配相場が提示されない場合には、計算日の直近の日に提示された気配相場で評価するものとする。

2 気配相場が発表されなくなった日から起算して1ヵ月を経過しても気配相場の発表が行なわれていない場合には、気配相場が発表されるまでの間は、直近の気配相場又は直近に発表された決算期の純資産価額に基づき算出した1株当たりの価額のいずれか低い価額で評価するものとする。



(参考)金融審議会等における議論の状況

(参考)金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」(第6回) 令和3年2月18日開催

「事務局説明資料(成長資金の供給のあり方に関する検討)」

P5 「非上場企業への資本性資金の流れ」

特にプロ投資家・法人プロ投資家等に関して「指摘されている主な課題」(一部抜萃)

プロ投資家

個人によるプロ投資家制度の利用は限定的。

- ▶個人のプロ投資家の基準は適切か。
- ▶プロ投資家制度の「使い勝手」(利用メリット)について見直すべき点はないか。

非上場株式のセカンダリー取引

欧米では機関投資家等の中での非上場株式の譲渡が行われることで、

- ①企業が非上場のまま時間をかけて成長することが可能になっている。
 - ②投資家は投資回収の機会を見込むことができ、当初の(プライマリー)投資を行いやすくなっている。
- ▶我が国でも非上場企業への資金供給を行いやすくする観点から、投資家の投資回収機会を充実させるためにはどうすればよいか。

証券会社

非上場株式の投資勧誘は原則として禁止されており(日証協規則)、非上場株式の仲介は基本的に担っていない。

- ▶証券会社にどのような役割が期待されるのか

(参考)成長戦略会議(第8回)配付資料 令和3年3月17日開催

論点案P1

○我が国の資本市場は、未上場の企業への投資について、個人投資家による投資手段が限定され、VC以外の投資家の裾野が狭く、セカンダリー取引も小規模なものとなっている。未上場のスタートアップへのリスクマネーの流れを太くする観点から、特定投資家の範囲の拡大の検討など、諸制度の整備を検討すべきではないか。