

第 15 回 非上場株式等の取引及び私募制度等に関するワーキング・グループ

2021 年 7 月 30 日（金）午後 1 時 00 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

○ 非上場株式取引制度の改善案

（事務局説明・フリーディスカッション）

以 上



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料1

非上場株式等及び私募制度等に 関するWG(第15回資料)

事務局説明資料

－非上場株式取引制度の改善案－

2021年7月30日
日本証券業協会

○本協会「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」及び金融審「市場制度ワーキング・グループ」における検討



規制改革実施計画(規制改革推進会議) (2020年7月閣議決定)



内閣府
Cabinet Office

- ◆プロ私募の要件
- ◆株式型クラウドファンディングの金額上限の関連規制の見直し
- ◆非上場株式等の流通市場の見直し

成長戦略フォローアップ(成長戦略会議) (2020年7月閣議決定)

- ◆プロ投資家規制の見直し
- ◆クラウドファンディング制度や非上場の有価証券の取引の改善等

2020年11月設置



日本証券業協会
JSDA Japan Securities Dealers Association

日証協「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」

市場関係者等から寄せられたニーズ等を基に、本懇談会の検討内容を報告書に取りまとめ

(報告書における主な提言)

- ◆今後拡大が見込まれる特定投資家向け発行・流通市場の制度整備の検討を行う
- ◆株主コミュニティ・株式投資型クラウドファンディング制度の利便性向上策、対象投資家の拡大策等の検討を行う

2020年9月諮問(10月から検討開始)



金融庁
Financial Services Agency

金融審「市場制度ワーキング・グループ」

- ◆成長資金の供給のあり方に関する検討
 - ①非上場株式等の発行・流通の活性化
 - ②VC・PE ファンドを通じた資金供給の円滑化 等

(第二次報告における検討内容)

- ◆特定投資家制度の制度整備
- ◆非上場株式のセカンダリー取引の環境整備
- ◆株式投資型クラウドファンディング制度の見直し 等

非上場株式やファンド等を対象とした、特定投資家私募制度の整備等に関して、法令及び自主規制規則における改正等の検討を進めることについて提言

○ 両会合の報告書に盛り込まれた制度改革策①

○ 特定投資家私募制度

金融審 市場制度WG	日証協非上場懇談会
◆ 個人の特定投資家の要件の弾力化 (年収、職業経験、取引頻度等の追加)	—
◆ 特定投資家への移行手続等の弾力化 取引経験要件の柔軟化、財産要件の 確認方法の多様化等	—
◆ 特定投資家向けの枠組みの拡充 ・ プロ向け市場以外についても利用できるよう関連規定を整備 ・ 非上場株式の特定投資家向け投資勧誘の解禁 ・ 特定証券情報の具体的な内容の整備 ・ 発行者による適切な情報提供が確保、金商業者の適切な関与の仕組みの整備	◆ 特定投資家私募制度(日本版レギュレーションD)の整備 ・ 勧誘対象となる特定投資家の属性を踏まえた特定証券情報の内容の検討 ・ 取扱協会員の指定、証券会社の行為規制の検討 ・ 特定投資家向け売付け勧誘及び既存株主による売付け勧誘の解禁
◆ セカンダリー取引における特定投資家向け投資勧誘規則の整備	

○ 両会合の報告書に盛り込まれた制度改革策②

○ 株主コミュニティ制度

金融審 市場制度WG	日証協非上場懇談会
◆ 株主コミュニティ制度の見直し ・ リスク管理能力・リスク許容度の高い特定投資家を参加勧誘対象者に加える	◆ 参加勧誘規制の緩和 ・ リスク許容度の高い特定投資家への参加勧誘規制の緩和 ・ 継続開示会社の株主コミュニティ銘柄に対する参加勧誘規制の緩和 ◆ 投資勧誘規制の緩和 ・ コミュニティに参加していない会社関係者等及び既存株主への投資勧誘規制の緩和

○ 株式投資型クラウドファンディング

金融審 市場制度WG	日証協非上場懇談会
◆ 発行総額の算定方法の見直し ・ 発行可能総額の合算対象を株式投資型CFに限定	◆ 金融審市場制度WGで議論されている左記3点について、制度を見直すことが適当
◆ 投資上限額のあり方を見直し ・ 特定投資家の投資上限額撤廃	
◆ 少人数私募の人数通算期間の見直し ・ 少人数私募の取得勧誘対象者数の通算期間を6ヶ月から3ヶ月に短縮	

○ 両会合の報告書に盛り込まれた制度改革策③

○ その他の論点

日証協非上場懇談会

- ◆ 店頭取扱有価証券に係る譲渡禁止期間の見直し
- ◆ 店頭有価証券の少人数私募等に係る投資勧誘の見直し
- ◆ 非上場株式の投資勧誘原則禁止・例外容認の規律の見直し
- ◆ 投資信託を通じた非上場株式への投資
- ◆ 非上場株式の国際化(海外の取引所とのコネクタビリティの活用等)
- ◆ 非上場株式に対する税制優遇策の検討
- ◆ 株主コミュニティ制度のDX化
- ◆ 決済制度のインフラ整備(株券発行・不発行会社のそれぞれの決済の課題整理)
- ◆ STOなどの新しい技術の活用

検 討 事 項

1. 特定投資家私募(非上場株式) ○想定される制度の利用主体・ニーズ

株式発行(プライマリー)

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
- 事業の拡大がすぐに利益に結びつかないビジネスモデルのため、短期的な上場が難しい企業等 など

【証券会社等への関与ニーズ】

- 投資家との条件交渉や各種資料の作成(発行者側のバックオフィスリソースの不足が理由)
- 新株発行の際の私募の取扱いやセカンダリー取引の仲介
- 幅広い投資家とのマッチング・交渉 など

株式流通(セカンダリー)

売り手(特定投資家+会社関係者)

- 事業会社、コーポレートベンチャーキャピタル
- 国内大規模機関投資家
- 会社関係者(発行会社及びその役員・従業員等)
- その他シード・アーリー期の投資家 など

【証券会社等への関与ニーズ】

- 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
- 売買契約から決済までのワンストップでの支援 など

証券会社等(取扱協会員)

出資者(特定投資家)

- 長期的な投資を行う国内大規模機関投資家・海外機関投資家
- オープンイノベーションに取り組む上場企業
- 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
- その他、そのリテラシーにも配慮しつつ、適切な情報提供を行うことを前提に、以下の個人投資家も考えられる
 - ✓ 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

【証券会社等への関与ニーズ】

- 有望な投資先・シナジー効果が高められる投資先の紹介
- 流動性向上も見込まれ、エグジット手段の多様化が図られる
- 発行者の事業計画などの審査、反社排除、業界分析・内部管理体制整備の支援、資本政策の助言、発行者等が取引価格決定に関与するプロセス設計・株主間契約や種類株などの内容に関する説明 など

買い手(特定投資家)

- 国内外のセカンダリーファンド
- 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 など
- その他、そのリテラシーにも配慮しつつ、適切な情報提供を行うことを前提に、以下の個人投資家も考えられる
 - ✓ ビジネス経験豊富で余裕資金のある企業経営者
 - ✓ エンジェル投資家
 - ✓ 社会的意義のある投資に関心を持つ富裕層

【証券会社等への関与ニーズ】

- 上記のような売却ニーズのある「売り手」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

このほか、特定投資家について、外国株式のセカンダリー取引に関しての証券会社等への関与ニーズも想定される

1. 特定投資家私募(非上場株式) ○自主規制規則整備の全体像

自主規制規則整備の全体像(イメージ)

発行者による情報提供

○特定証券情報/発行者情報の提供又は公表 (8~11頁)

- ・証券情報はプロマーケット(上場)の特定証券情報の記載項目を参考としつつ、非上場株式の特性等を踏まえた記載内容とする
- ・企業情報は会社法上の計算書類・事業報告を参考とする
- ・財務情報に関して外部監査の受検等を任意とし、発行者の開示負担に配慮

協会員に対する規制

○取扱協会員の指定(12頁)

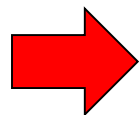
- ・内部管理体制等が整備されていることを協会が確認した協会員のみが取扱い可能

○発行者に対する審査(13頁)

- ・取扱協会員に発行者の実在性、事業計画等の審査を求める
- ・発行者の事業の成長度や経営体制等を踏まえて取扱いの可否を判断する

○勧誘ルール(15頁)

- ・投資家の適合性に即した投資勧誘を行うとともに、顧客へのリスク等に関する説明を義務付ける



発行者による情報提供と協会員に対する規制の双方により、投資者保護上必要な措置を図る。

1. 特定投資家私募(非上場株式)

①—1. 特定証券情報・発行者情報

- 特定投資家私募を行う際には、特定証券情報の提供又は公表が求められる
- また、特定投資家向け有価証券を発行している発行者は、発行者情報の継続的な提供又は公表が求められる

(検討の方向性)

特定証券情報及び発行者情報については、特定投資家が適切に投資判断を行えるものであるか及び発行者の開示負担に配慮したものであるかを十分に考慮し、自主規制規則において記載項目を定める。

なお、取扱協会員の指定・発行者に対する審査・勧誘ルール(12頁以降参照)において投資者保護上十分な配慮を行うことを踏まえ、特定証券情報等については会社法上の事業報告等を参考として発行者の作成負担にも配慮した記載事項を検討する。

特定証券情報・発行者情報※の記載項目(詳細は次頁)	
証券情報	有価証券の概要
	資金使途
企業情報	財務情報(計算書類)
	非財務情報

※上記のうち証券情報以外の記載事項について、事業年度ごとに1回以上、発行者情報として投資家に提供。

(論点)

- ✓ 特定証券情報及び発行者情報の記載項目について上記「検討の方向性」の考え方でよいか。
- ✓ 特定証券情報及び発行者情報は、勧誘対象者及び取得者にのみ提供することとし、公表は求めないことでよいか。

1. 特定投資家私募(非上場株式)

①—2. 特定証券情報・発行者情報

特定証券情報・発行者情報における記載項目・記載内容の具体案

記載項目		記載内容	参考とする書類(記載のレベル感)
証券情報	有価証券の概要	発行価額の総額、新規発行株式数、特定投資家向け取得勧誘の方法及び条件、投資にあたってのリスク等	TOKYO PRO Marketにおける特定証券情報の記載項目(非上場株式の特性等も考慮し必要最低限に)
	資金使途	新規発行等の理由及び新規発行による手取金の使途	TOKYO PRO Marketにおける特定証券情報の記載項目を参考としつつ、手取金の使途については一部簡略化する(詳細は発行体と投資家の間で取り交わす投資契約書に記載)
企業情報	財務情報(計算書類)	貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書、個別注記表	・会社法上の計算書類 ・公認会計士等の外部監査等は任意※
	非財務情報	企業の概況、事業の状況、株式等の状況、役員の状況等	・会社法上の事業報告 (個人投資家を勧誘する場合は、追加的な記載事項が必要ないか慎重に検討。)

※ 監査証明を受けている場合はその旨の情報提供と監査報告書の提供を、監査証明を受けていない場合はその旨の情報提供を行う。

(論点)

- ✓ 特定証券情報等の記載項目・内容・記載のレベル感は上記の内容でよいか。
- ✓ プロ成り個人に提供する特定証券情報等について、追加的に上記以外に記載すべき内容はあるか。
- ✓ 対象が外国法人の発行する株式の場合(セカンダリーでの取引も含む)に、上記以外に記載すべきと考えられる項目・内容はあるか。

TOKYO PRO Marketにおける特定証券情報の「証券情報」

第1【特定投資家向け取得勧誘の要項】

1【新規発行株式】

2【特定投資家向け取得勧誘の方法及び条件】

(1)【特定投資家向け取得勧誘の方法】

(2)【特定投資家向け取得勧誘の条件】

(3)【申込取扱場所】

(4)【払込取扱場所】

3【新規発行等の理由及び新規発行による手取金の使途】

(1)【新規発行等による手取金の額】

(2)【新規発行等の理由及び手取金の使途】

会社法上の「計算書類」・「事業報告書」

【計算書類】

各事業年度の貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書および個別注記表

【事業報告】

- ・株式会社の状況に関する重要な事項
- ・体制の整備についての決定又は決議があるときは、その決定又は決議の内容の概要及び当該体制の運用状況の概要
- ・財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針
- ・特定完全子会社に関する事項
- ・親会社等との間の取引であって、当該株式会社の当該事業年度に係る個別注記表において注記を要するもの 等

(参考2) 特定投資家私募制度の概要

	特定投資家向け取得勧誘 (特定投資家私募)	特定投資家向け売付け勧誘等 (いわゆる「特定投資家私売出し」)	
		勧誘人数:50人以上	勧誘人数:50人未満
根拠法令	法第2条第3項第2号ロ	法第2条第4項第2号ロ	
特定証券情報の作成・交付 (法第27条の31)	必要	必要	不要※1 (施行令第14条の14)
発行者情報の作成・交付 (法第27条の32)※2	必要	必要	必要
提供書類の作成義務者	発行者	発行者	発行者
譲渡制限 (例:株式等の場合)	発行者と取得者及び取得 勧誘を行う者と取得者との 間で、特定投資家等以外 の者に譲渡を行わない旨 等の契約を締結すること を取得の条件とする 等 (施行令第1条の5の2)	売付け勧誘等を行う者と買付者の間で特定投資家等以 外の者に譲渡を行わない旨等の契約を締結することを買 付けの条件とする 等 (施行令第1条の8の2)	

※1 特定投資家向け有価証券の場合には不要であるが、それ以外の有価証券の特定投資家向け売付け勧誘等の場合には作成が求められる。

※2 施行令第2条の12の4の規定により、特定投資家向け有価証券に該当しなくなった場合(株主が直前3事業年度の全ての末日における当該有価証券の所有者数が300人未満で、特定投資家向け有価証券に該当しないこととしても公益または投資者保護にかけることがないものとして金融庁長官の承認の受けた場合)には提供不要。

1. 特定投資家私募(非上場株式)

②取扱協会員の指定

○特定投資家私募の取扱い等を行う協会員については、本協会が「取扱協会員」として指定

(検討の方向性)

投資者保護の観点から、特定投資家私募の取扱い等を行う協会員については、株主コミュニティ制度・株式投資型クラウドファンディング制度における運営会員・取扱協会員の指定方法を参考とし、本協会が内部管理体制等をもとに「取扱協会員」として指定する。

「取扱協会員」の指定方法

- ・各協会員において、特定投資家私募の取扱い等に関する社内規則を制定
- ・本協会は各協会員から社内規則の提出を受け、内部管理体制について確認したうえで、「取扱協会員」として指定し、本協会HPにて公表
- ・取扱協会員において法令・自主規制規則違反や指定取消しの希望等があった場合、指定を取り消す

社内規則に記載すべき事項

- ・発行者に対する審査に関する事項
- ・発行者に関する情報の取得に関する事項
- ・特定投資家の管理に関する事項
- ・店頭取引に係る受渡しに関する事項
- ・不公正取引の確認に関する事項 等

内部管理体制の確認事項

- ・発行者に対する審査を適切に行えるか
- ・発行者の情報を適切に顧客に提供できるか
- ・特定投資家の管理が適切に行われているか 等

(論点)

- ✓ 株主コミュニティ制度や株式投資型クラウドファンディング制度では、社内規則の内容を「取扱要領」として作成・公表しているが、本制度において取扱要領の公表を求めることについてどう考えるか。
- ✓ 社内規則の整備や内部管理体制の確認に関して、他に盛り込むべき事項はあるか。

1. 特定投資家私募(非上場株式)

③発行者に対する取扱協会員による審査

○取扱協会員は、特定投資家私募の取扱いを行う発行者について審査を行う

(検討の方向性)

発行者の状況について以下のとおり審査を義務付ける。

審査事項	具体的な審査方法
発行者・事業の実在性	登記事項や発行者の役員へのヒアリング等をもとに発行者の所在地や事業内容について疑わしい点がないか確認する
発行者の財務状況	作成された財務諸表について、必要に応じて当該発行者の経理担当役員や監査役、取引先、取引銀行等へのヒアリングを行う(現時点で赤字であるかどうかは問わないが、事業が軌道に乗り、事業が順調に進展しているかを確認する)
事業計画の妥当性等	事業計画が実現可能性の著しく低い内容になっていないか、資金使途が妥当なものであるかを発行者の役員へのヒアリング等をもとに審査する
法令遵守状況を含めた社会性	発行者の過去の法令遵守状況について確認するとともに、法令等を遵守できる内部管理体制が整備されているかについて、取締役会の議事録等をもとに審査する
反社会的勢力への該当性等	民間のデータベース等で発行者及びその役員について反社会的勢力に該当しないことを確認し、発行者に対して反社会的勢力に該当しない旨の確約を求める
取扱協会員との利害関係	取扱協会員との取引の状況を確認し、取引がある場合には投資家と発行者の利益相反関係を適切に管理する
投資にあたってのリスク	上記の他、当該発行者の事業等に特有のリスク(カントリーリスク、災害リスク等)があるかどうか確認する

(論点)

✓ 上記のほか、取扱協会員が審査すべきと考えられる事項はあるか。

(参考2)各制度における発行者に対する審査項目の比較

特定投資家私募(案)	株主コミュニティ	株式型CF
発行者及びその行う事業の実在性	発行者及びその行う事業の実在性	発行者及びその行う事業の実在性
発行者の財務状況	発行者の財務状況	発行者の財務状況
発行者の事業計画の妥当性等(資金 用途を含む)	(募集又は私募の取扱いの場合) ・発行者の事業計画の妥当性 ・当該募集又は私募の取扱いにより 調達する資金の用途の妥当性 ・当該運営会員が当該銘柄について 過去に取り扱った募集又は私募に おいて調達した資金の用途状況	発行者の事業計画の妥当性、調達 する資金の用途
発行者の法令遵守状況を含めた社 会性	発行者の法令遵守状況を含めた社 会性	発行者の法令遵守状況を含めた社 会性
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	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	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
取扱協会員と発行者との利害関係の 状況	運営会員と発行者との利害関係の状 況	取扱業者と発行者との利害関係の状 況
当該店頭有価証券に投資するに当 たつてのリスク	当該店頭有価証券に投資するに当 たつてのリスク	当該店頭有価証券に投資するに当 たつてのリスク
—	—	目標募集額が発行者の事業計画に 照らして適当なものであること

1. 特定投資家私募(非上場株式)

④特定投資家私募における勧誘ルール

○投資者保護の観点から、特定投資家私募の取扱い等及び特定投資家向け有価証券の取引に係る勧誘を行う際の勧誘ルールを整備する

(検討の方向性)

発行者について外部監査の受検を任意としていることを踏まえ、投資者保護の観点から必要なルールを整備する。

勧誘ルールのイメージ

取引開始基準	特定投資家とみなされる個人投資家について、特定投資家の要件を満たしている者であっても、特定投資家向け有価証券の取引は一定程度以上のリテラシー能力及び有価証券の投資経験のある者に限る
説明義務	特定証券情報(セカンダリー取引の場合には特定証券情報又は発行者情報)を交付し、特定投資家向け有価証券への投資に関するリスクについて説明

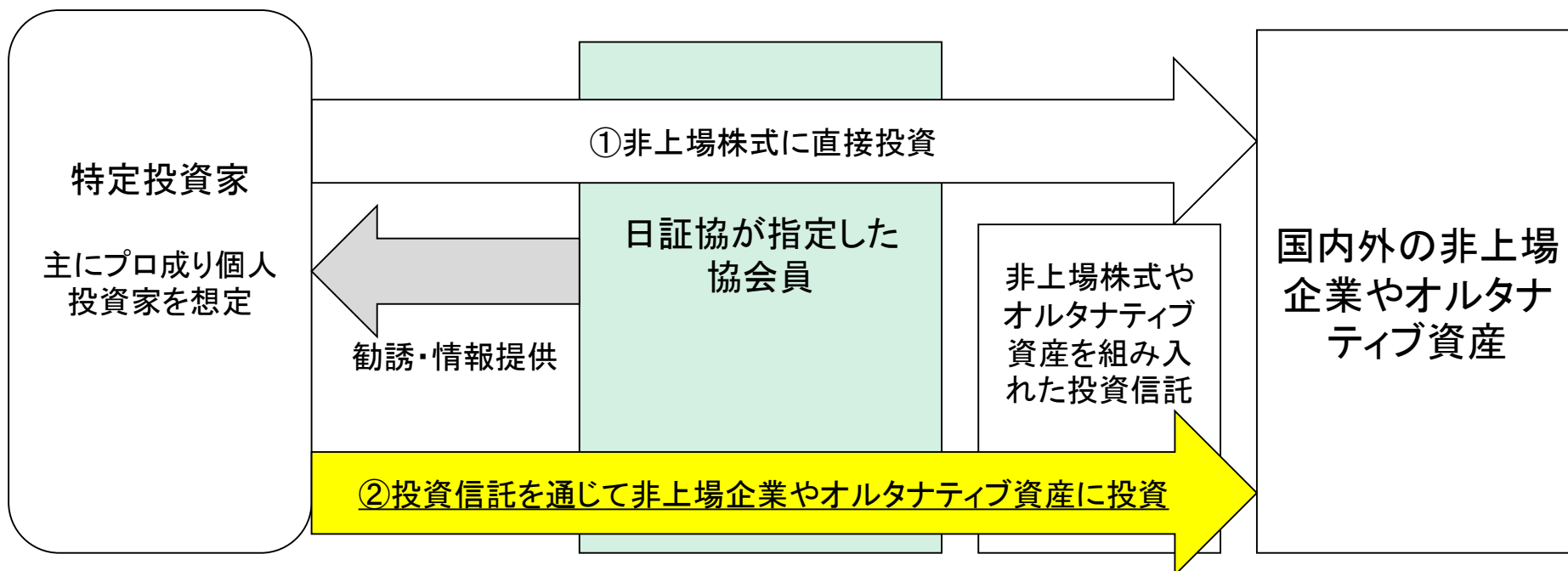
(論点)

- ✓ 特定投資家とみなされる個人投資家について、取引開始基準を設けるべきか。
- ✓ 説明義務に関して、特定投資家とみなされる個人投資家に勧誘を行う場合、特定投資家向け有価証券に投資することのリスクを理解し、自身の責任と判断で取引を行う旨の確認書を徴求した方がよいか。
- ✓ 特定投資家私募に係る取引(投資信託を含む)について、通常取引と区別して、特定投資家向け商品の取引に係る口座の開設を求めるべきか。

2. 特定投資家私募(投資信託)

○制度整備の背景

- 特定投資家による非上場企業等への投資手段としては、①非上場企業等に直接投資する方法、
②非上場株式等を組み入れた投資信託を通じて間接的に投資する方法が考えられる。
- 米国において自衛力認定投資家(プロ投資家)向けに投資信託等が販売されていることを踏まえ、
非上場企業へのリスクマネー供給の促進や投資家の資産運用の多様化、投資家の投資機会創出
の観点から、投資信託における特定投資家私募制度を整備



(参考)米国ではレギュレーションDを利用した資金調達(1兆5,580億ドル※)のうち、投資信託などのファンド(Pooled Investment Funds)を通じた金額が1兆3,400億ドル、ファンド以外(事業会社)の金額が2,180億ドルであり、ファンドを通じた調達額が大きい。

※2019年の実績

2. 特定投資家私募(投資信託) ○自主規制規則整備の全体像

自主規制規則整備の全体像(イメージ)

委託会社による情報提供

○特定証券情報/発行者情報の提供又は公表 (18～22頁)

- ・証券情報、ファンドの経理及び委託会社等の情報は有価証券届出書(公募)の記載項目を参考としつつ、私募の特性等を踏まえた記載内容とする
- ・ファンド情報は投資信託約款や有価証券届出書の記載項目を参考に検討
- ・ファンドの経理については外部監査の受検を任意とする

協会員に対する規制

○取扱協会員の指定(23頁)

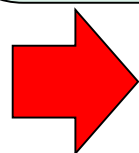
- ・内部管理体制等が整備されていることを協会が確認した協会員のみが取扱い可能

○委託会社等に対する審査(24頁)

- ・取扱協会員にファンドの運用体制等の審査を求める
- ・外部監査の受検ファンドは審査項目を必要最低限とする

○勧誘ルール(25頁)

- ・投資家の適合性に即した投資勧誘を行うとともに、顧客へのリスク等に関する説明を義務付ける



発行者による情報提供と協会員に対する規制の双方により、投資者保護上必要な措置を図る。

2. 特定投資家私募(投資信託)

①—1. 特定証券情報・発行者情報の考え方

- 特定投資家私募を行う際には、特定証券情報の提供及び公表が求められる
- また、特定投資家向け有価証券を発行している発行者は、発行者情報の継続的な提供又は公表が義務

(検討の方向性)

非上場株式の特定証券情報・発行者情報の内容を踏まえつつ、投資信託の商品性に沿った記載項目とする。

なお、取扱協会員の指定・発行者に対する審査・勧誘ルール(23頁以降参照)において投資者保護上十分な配慮を行うことを踏まえ、特定証券情報等については発行者の作成負担にも配慮した記載項目を検討する。

特定証券情報・発行者情報の記載項目(詳細は次頁以降)	
証券情報	有価証券の概要
ファンド情報	ファンドの状況
	ファンドの運営・管理
	ファンドの経理(財務諸表)
委託会社等の情報	委託会社等の概況

(論点)

- ✓ 特定証券情報等の記載項目について上記「検討の方向性」の考え方でよいか。
- ✓ 特定証券情報及び発行者情報は、勧誘対象者及び取得者にのみ提供することとし、公表は求めないことでよいか。

2. 特定投資家私募(投資信託)

①ー2. 特定証券情報

特定証券情報の記載項目・記載内容の具体案

記載項目		記載内容	参考とする書類(記載のレベル感)
証券情報	有価証券の概要	投資信託の形態、信託金の限度額、申込期間 等	有価証券届出書の証券情報の記載項目※1
ファンド情報	ファンドの状況	ファンドの性格、投資方針、運用状況 等	投資信託約款の記載項目
	ファンドの運営・管理	申込手続、解約手続、資産管理等の概要 等	
	ファンドの経理(財務諸表)	貸借対照表、損益及び剰余金計算書、注記表、付属明細表	・有価証券届出書のファンドの経理における記載項目※1 ・公認会計士等の外部監査等は任意※2
委託会社等の情報	委託会社等の概況	委託会社等の事業の内容及び営業の概況、委託会社等の経理状況 等	有価証券届出書に委託会社等の情報における記載項目※1

※1 有価証券届出書の記載項目を参考に、私募の特性等も考慮し必要最低限な記載内容とする。

※2 監査証明を受けている場合はその旨の情報提供と監査報告書の提供を、監査証明を受けていない場合はその旨の情報提供を行う。

(論点)

- ✓ 特定証券情報の記載項目・内容・記載のレベル感は上記の内容でよいか。
- ✓ 外国籍投資信託については、上記以外に記載すべきと考えられる項目・内容はあるか。

2. 特定投資家私募(投資信託)

①—3. 発行者情報

(検討の方向性)

発行者情報の内容は、運用報告書の記載項目を全て盛り込むこととする。

(発行者情報に運用報告書の記載事項を全て含み、運用報告書の代わりに発行者情報を提供又は公表を行う旨を投資信託約款において規定する場合、運用報告書の交付が不要となるため。)

運用報告書(全体版)	
(表紙)	
1 投資信託の名称	4 委託会社の名称及び住所
2 期別及び決算年月日	5 問い合わせ先
3 当該投資信託の仕組み	
(本文)	
1 設定以来の運用実績	12 委託会社による自己取得及び処分の状況
2 基準価額と市況推移	13 組入れ資産の明細
3 運用経過等の説明	14 信用取引の状況
4 1万口当たりの費用明細	15 債券空売りの状況
5 総経費率	16 有価証券の貸付及び借入の状況
6 売買及び取引の状況	17 投資信託財産の構成
7 派生商品の取引状況等	18 特定資産の価格等の調査
8 株式売買比率	19 資産、負債、元本及び基準価額の状況並びに損益の状況
9 主要な売買銘柄	20 投資信託財産運用総括表
10 利害関係人との取引状況等	21 分配金等の表示
11 委託会社の自己取引状況	22 お知らせ
	23 不動産等及びインフラ資産等の開示

(論点)

- ✓ 発行者情報(ファンド情報及び委託会社等の情報を含む)について、投信法上の運用報告書の記載項目に加えて記載すべき事項はあるか。

(参考3) 投資信託における有価証券届出書の記載項目

有価証券届出書における「証券情報」「ファンド情報」の記載項目(例: 内国投資信託受益証券)

第一部【証券情報】

- (1)【ファンドの名称】
- (2)【内国投資信託受益証券の形態等】
- (3)【発行(売出)価額の総額】
- (4)【発行(売出)価格】
- (5)【申込手数料】
- (6)【申込単位】
- (7)【申込期間】
- (8)【申込取扱場所】
- (9)【払込期日】
- (10)【払込取扱場所】
- (11)【振替機関に関する事項】
- (12)【その他】

第二部【ファンド情報】

第1【ファンドの状況】

- 1【ファンドの性格】
 - (1)【ファンドの目的及び基本的性格】
 - (2)【ファンドの沿革】
 - (3)【ファンドの仕組み】
- 2【投資方針】
 - (1)【投資方針】
 - (2)【投資対象】
 - (3)【運用体制】
 - (4)【分配方針】
 - (5)【投資制限】
- 3【投資リスク】

3【投資リスク】

- 4【手数料等及び税金】
 - (1)【申込手数料】
 - (2)【換金(解約)手数料】
 - (3)【信託報酬等】
 - (4)【その他の手数料等】
 - (5)【課税上の取扱い】
- 5【運用状況】
 - (1)【投資状況】
 - (2)【投資資産】
 - ①【投資有価証券の主要銘柄】
 - ②【投資不動産物件】
 - ③【その他投資資産の主要なもの】
 - (3)【運用実績】
 - ①【純資産の推移】
 - ②【分配の推移】
 - ③【収益率の推移】
 - ④【設定及び解約の実績】
- 第2【管理及び運営】
 - 1【申込(販売)手続等】
 - 2【換金(解約)手続等】
 - 3【資産管理等の概要】
 - (1)【資産の評価】
 - (2)【保管】
 - (3)【信託期間】
 - (4)【計算期間】
 - (5)【その他】
 - 4【受益者の権利等】

第3【ファンドの経理状況】

- 1【財務諸表】
 - (1)【貸借対照表】
 - (2)【損益及び剰余金計算書】
 - (3)【注記表】
 - (4)【附属明細表】
- 2【ファンドの現況】
 - 【純資産額計算書】年 月 日
 - I 資産総額
 - II 負債総額
 - III 純資産総額 (I - II)
 - IV 発行済数量
 - V 1単位当たり純資産額 (III / IV)
- 第4【内国投資信託受益証券事務の概要】
- 第三部【委託会社等の情報】
 - 第1【委託会社等の概況】
 - 1【委託会社等の概況】
 - 2【事業の内容及び営業の概況】
 - 3【委託会社等の経理状況】
 - (1)【貸借対照表】
 - (2)【損益計算書】
 - (3)【株主資本等変動計算書】
 - 4【利害関係人との取引制限】
 - 5【その他】
 - 第2【その他の関係法人の概況】
 - 1【名称、資本金の額及び事業の内容】
 - 2【関係業務の概要】
 - 3【資本関係】
 - 第3【その他】

(参考4) 投信法において届出が求められる書類

投資信託約款(契約型)

- 1 委託者及び受託者の商号又は名称
- 2 受益者に関する事項
- 3 委託者及び受託者としての業務に関する事項
- 4 信託の元本の額に関する事項
- 5 受益証券に関する事項
- 6 信託の元本及び収益の管理及び運用に関する事
- 7 投資信託財産の評価の方法、基準及び基準日に関する事項
- 8 信託の元本の償還及び収益の分配に関する事項
- 9 信託契約期間、その延長及び信託契約期間中の解約に関する事項
- 10 信託の計算期間に関する事項
- 11 受託者及び委託者の受ける信託報酬その他の手数料の計算方法並びにその支払の方法及び時期に関する事項
- 12 公募、適格機関投資家私募、特定投資家私募又は一般投資家私募の別
- 13 受託者が信託に必要な資金の借入れをする場合においては、その借入金の限度額に関する事項
- 14 (委託者が運用の指図に係る権限を委託する場合)権限を委託する者の商号又は名称及び所在の場所
- 15 14の場合における委託に係る費用
- 16 投資信託約款の変更に関する事項
- 17 委託者における公告の方法

運用報告書(全体版)

- (表紙)
- 1 投資信託の名称
 - 2 期別及び決算年月日
 - 3 当該投資信託の仕組み
 - 4 委託会社の名称及び住所
 - 5 問い合わせ先
- (本文)
- 1 設定以来の運用実績
 - 2 基準価額と市況推移
 - 3 運用経過等の説明
 - 4 1万口当たりの費用明細
 - 5 総経費率
 - 6 売買及び取引の状況
 - 7 派生商品の取引状況等
 - 8 株式売買比率
 - 9 主要な売買銘柄
 - 10 利害関係人との取引状況等
 - 11 委託会社の自己取引状況
 - 12 委託会社による自己取得及び処分の状況
 - 13 組入れ資産の明細
 - 14 信用取引の状況
 - 15 債券空売りの状況
 - 16 有価証券の貸付及び借入の状況
 - 17 投資信託財産の構成
 - 18 特定資産の価格等の調査
 - 19 資産、負債、元本及び基準価額の状況並びに損益の状況
 - 20 投資信託財産運用総括表
 - 21 分配金等の表示
 - 22 お知らせ
 - 23 不動産等及びインフラ資産等の開示

2. 特定投資家私募(投資信託)

②取扱協会員の指定

○特定投資家私募の取扱い等を行う協会員については、本協会が「取扱協会員」として指定

(検討の方向性)

投資者保護の観点から、特定投資家私募の取扱い等を行う協会員については、本協会が内部管理体制等をもとに「取扱協会員」として指定する。

「取扱協会員」の指定方法

- ・各協会員において、特定投資家私募の取扱い等に関する社内規則を制定
- ・本協会は各協会員から社内規則の提出を受け、内部管理体制について確認したうえで、「取扱協会員」として指定し、本協会HPにて公表
- ・取扱協会員において法令・自主規制規則違反や指定取消しの希望等があった場合、指定を取り消す

社内規則に記載すべき事項

- ・投資信託財産の状況の確認に関する事項
- ・投資信託に関する情報の取得に関する事項
- ・特定投資家の管理に関する事項
- ・店頭取引に係る受渡しに関する事項 等

内部管理体制の確認事項

- ・投資信託財産の状況を適切に確認できるか
- ・投資信託に関する情報を適切に顧客に提供できるか
- ・特定投資家の管理が適切に行われているか 等

(論点)

- ✓ 株主コミュニティ制度や株式投資型クラウドファンディング制度では、社内規則の内容を「取扱要領」として作成・公表しているが、本制度において取扱要領の公表を求めることについてどう考えるか。
- ✓ 社内規則の整備や内部管理体制の確認に関して、他に盛り込むべき事項はあるか。
- ✓ 取扱協会員の指定は、有価証券の種類毎(株式、投資信託)に行うべきか。

2. 特定投資家私募(投資信託)

③投資信託・投資信託の委託会社等に対する協会員による審査

○取扱協会員は、特定投資家私募の取扱いを行う投資信託について審査を行う

(検討の方向性)

投資信託の商品性及び投資信託委託会社の状況について、当該委託会社の運用実績等を参考としつつ、以下のとおり審査を義務付ける。

審査事項	具体的な審査方法
運用体制	委託会社へのヒアリング等を通じて、委託会社の運用体制や運用チームの状況について確認・評価する
投資信託財産の管理	委託会社へのヒアリング等を通じて、投資信託財産が受託者において適切に管理されていること及び投資方針等に基づいて適切に運用が行われていることを確認する
基準価額の算出	委託会社へのヒアリング等を通じて、投資信託財産について、法令及び一般社団法人投資信託協会規則(これらに定めのない資産については一般に公正妥当と認められる企業会計の基準)に従って基準価額が算出されていることを確認する ※外国籍投資信託は設定国の会計基準等に従って算出

(論点)

✓ 上記のほか、取扱協会員が審査すべきと考えられる事項はあるか。

2. 特定投資家私募(投資信託)

④特定投資家私募における勧誘ルール

○投資者保護の観点から、特定投資家私募の取扱いを行う際の勧誘ルールを整備する

(検討の方向性)

投資信託について外部監査の受検を任意としていることを踏まえ、投資者保護の観点から必要なルールを整備する。

勧誘ルールのイメージ	
取引開始基準	特定投資家とみなされる個人投資家について、特定投資家の要件を満たしている者であっても、特定投資家向け有価証券の取引は一定程度以上のリテラシー能力及び有価証券の投資経験のある者に限る
説明義務	特定証券情報を交付し、特定投資家向け有価証券への投資に関するリスクについて説明

(論点)

- ✓ 特定投資家とみなされる個人投資家に対して取引開始基準を設けるべきか。
- ✓ ファンドのリスク特性に応じて取引開始基準に差を設けるべきか。
- ✓ 説明義務に関して、特定投資家とみなされる個人投資家に勧誘を行う場合、特定投資家向け有価証券に投資することのリスクを理解し、自身の責任と判断で取引を行う旨の確認書を徴求した方がよいか。

非上場懇談会報告書に盛り込まれた制度改善策

- 株主コミュニティへの参加勧誘規制の改善
 - 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(上場廃止銘柄を含む。以下同じ)について一括して参加手続きを行うことを可能とする
 - 株主コミュニティ銘柄(上場廃止銘柄を含む)が有価証券報告書等を発行している場合、外部監査が実施されていること、また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
- 株主コミュニティへの投資勧誘規制の改善
 - 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取引の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、株主コミュニティに参加せずとも投資勧誘及び取引を認める

(論点)

- ✓ 参加勧誘規制と投資勧誘規制について、他に検討すべき事項はあるか。
- ✓ その他、株主コミュニティ制度全般について検討すべき事項はあるか。

4. 株式投資型クラウドファンディング制度

金融審市場制度WG報告書に盛り込まれた制度改善策

- 発行総額の算定方法の見直し
 - 株式投資型クラウドファンディングとVC等からの調達を併用して、1億円以上の資金調達を行いたいとのニーズを踏まえ、発行総額の算定に当たり、合算の対象を株式投資型クラウドファンディングでの発行額に限定することが適当と考えられる
- 投資家の投資上限額のあり方を見直し
 - 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特定投資家については、成長資金の供給の円滑化の観点から、投資上限額を撤廃することが適当と考えられる
- 少人数私募の人数通算期間の見直し
 - 非上場企業を含めた企業の競争力の維持・強化のためには、より機動的な資金調達が必要との観点から、株式投資型クラウドファンディングの後に少人数私募を実施する場合に限らず、少人数私募の取得勧誘対象者数の通算期間を6ヶ月から3ヶ月に短縮することが適当と考えられる

(論点)

- ✓ 投資上限額の撤廃について特定投資家であれば、無条件に投資上限額を撤廃して問題ないか(例えば特定投資家の中でもリスク許容度等を基準として、投資上限を設ける必要はないか。また、投資上限を設ける場合、どのような基準(金融資産、取引経験や保有資格など)を導入すべきか。)
- ✓ 多数の資金提供者から少額ずつ資金を集めるというクラウドファンディングの趣旨を踏まえ、調達額の大半を特定投資家が取得し、一般投資家が取得できないことにならないよう、特定投資家の取得額に一定程度の線引きを設けるべきか。

5. 店頭有価証券規則

①店頭取扱有価証券等に係る譲渡制限の撤廃

非上場懇談会報告書に盛り込まれた制度改善策

- 店頭取扱有価証券に係る譲渡禁止期間の見直し
 - 店頭有価証券規則第6条の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)に係る投資勧誘規制について、取得後2年間の譲渡禁止規定を課しているところ、当該譲渡禁止規定により、セカンダリー取引での換金機会が持てないと弊害があることから、当該譲渡禁止期間を撤廃することが適当と考えられる。

(論点)

- ✓ 当該譲渡禁止期間を撤廃することによって生じる弊害などが想定されるか。
- ✓ 当該譲渡禁止期間は、同規則4条の適格機関投資家に対する投資勧誘規制においても規定されており、当該規定についても同様に撤廃することを検討しているが、撤廃に伴う弊害などが想定されるか。

(ご参考:譲渡制限の趣旨)

- 規則制定当時、店頭有価証券の募集等の取扱い等を行う場合、募集等の終了後6か月間の気配表示義務が課せられていたところ、「転売制限等により流通が制限されている場合」には気配表示義務が不要とされていた。
- グリーンシート銘柄制度の外で店頭取扱有価証券の募集等の取扱い等を行う際、気配表示義務が課せられないようにするために譲渡制限が導入され、2年間という期間が設定された。

5. 店頭有価証券規則

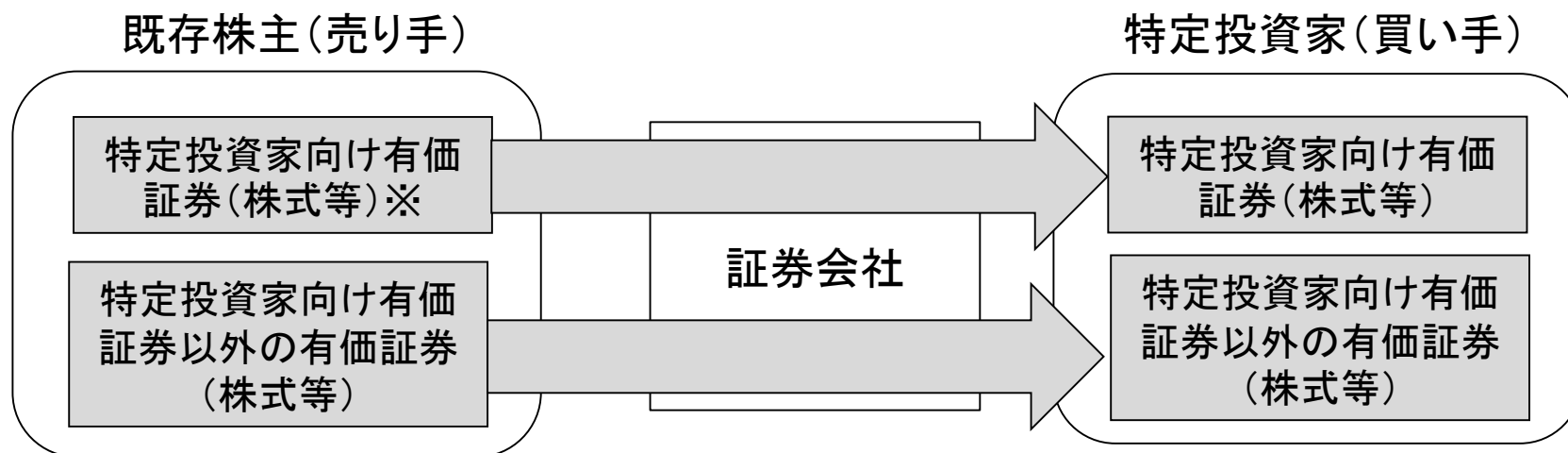
②既存株主による売付けに係る勧誘等

非上場懇談会報告書に盛り込まれた制度改善策

- 既存株主が保有する株式を証券会社を通じて特定投資家に売却することを可能とするため、既存株主による売付けに係る勧誘及び特定投資家に対する買付けに係る勧誘を認める

(論点)

- ✓ 既存株主に対して売付けに係る勧誘を行うことができ、かつ特定投資家に対して買付けに係る勧誘を行うことができる店頭有価証券は、特定投資家向け有価証券に限定しないこととしてはどうか。



※ 金商法第40条の4の規定により、既存株主が一般投資家の場合には、証券会社は、勧誘に基づかずに売付けの媒介、取次ぎ又は代理や公開買付けに係る売付け等を行う場合を除き、特定投資家向け有価証券の売付けに係る行為を行うことはできない。したがって、特定投資家向け有価証券の場合には、既存株主が特定投資家である場合に限り売付けに係る勧誘を行うことができることに留意する。

○金商法

(特定投資家向け有価証券の売買等の制限)

第40条の4 **金融商品取引業者等は、特定投資家向け有価証券について、一般投資家(特定投資家等、当該特定投資家向け有価証券の発行者その他内閣府令で定める者以外の者をいう。以下この条において同じ。)**を相手方とし、又は**一般投資家のために、第二条第八項第一号から第四号まで及び第十号に掲げる行為を行ってはならない。**ただし、当該特定投資家向け有価証券に関して開示が行われている場合(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。次条第一項及び第六十六条の十四の二において同じ。)、一般投資家に対する勧誘に基づかないで一般投資家のために売付けの媒介を行う場合その他投資者の保護に欠けるおそれが少ない場合として**内閣府令で定める場合は、この限りでない。**

○業等府令

(特定投資家向け有価証券の売買等の制限の例外)

第125条の3 法第四十条の四に規定する内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。

- 一 **一般投資家**(法第四十条の四に規定する一般投資家をいう。以下この条及び第二百五条の六第二項第四号において同じ。)**に対する勧誘に基づかないで次に掲げる行為を行う場合**
 - イ 一般投資家を相手方として行う買付け
 - ロ 一般投資家のために行う売付けの取次ぎ又は代理(一般投資家を相手方として行う場合を除く。)
 - ハ 一般投資家から買付けをする者(一般投資家を除く。)**のために行う当該買付けの媒介、取次ぎ又は代理**
 - ニ 一般投資家のために行う取引所金融商品市場又は外国金融商品市場における売付けの委託の媒介、取次ぎ又は代理
 - ホ 一般投資家から取引所金融商品市場又は外国金融商品市場における売付けの委託を受ける者のために行う当該委託の媒介、取次ぎ又は代理
- 二 法第二十七条の二第一項に規定する**公開買付け**(同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。次号において同じ。)**に係る株券等**(同項に規定する株券等をいう。同号において同じ。)**の売付けをする場合**
- 三 法第二十七条の二第一項に規定する**公開買付けを行う者のために当該公開買付けに係る株券等の買付けの媒介又は代理を行う場合**(第一号に規定する場合を除く。)
- 四 法第二十七条の二十二の二第一項に規定する**公開買付け**(同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。)**を行う者のために当該公開買付けに係る法第二十四条の六第一項に規定する上場株券等の買付けの媒介又は代理を行う場合**(第一号に規定する場合を除く。)

○非上場・私募WGの検討スケジュール（予定）

資料2

回	日 程	議 案
第1回	7月30日(金)	○ 非上場株式取引制度の改善案 (事務局説明・フリーディスカッション)
第2回	9月中	○ 検討事項に関する論点整理 ○ 規則改正の骨子案
第3回	10月上旬	○ 規則改正案の検討
第4回	10月下旬	○ 規則改正案の取りまとめ
第5回	11月	○ 予備日