

非上場株式等の取引及び私募制度等 に関するWG(第20回資料)

「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」の制定(案)等について

2022年1月21日
日本証券業協会

1. 検討経緯等

規制改革実施計画(規制改革推進会議) (2020年7月閣議決定)



- ◆ 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、2021年6月報告書取りまとめ



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」報告書

- ◆ 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
- ◆ 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

2020年9月諮問、2021年6月第二次報告取りまとめ



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
- ◆ 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

2021年7月から、「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」において、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等や株主コミュニティ制度の利便性向上策などに関して、自主規制規則の整備等の検討に着手

2. 自主規制規則の改正等の概要

「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」の制定

- 非上場の国内の株券等、私募投資信託等について、特定投資家に対する投資勧誘に関する規定を整備
- 投資者保護を図るため、顧客への情報提供等（特定証券情報・発行者情報の提供等）、リスク説明、取扱協会員の指定、発行者に対する審査などの自主規制を整備

「外国証券に関する規則」の改正

- 外国の株券等、私募投資信託等について、特定投資家に対する投資勧誘に関する規定を整備（上記の国内の株券等、私募投資信託等と同様の自主規制を整備）

「株主コミュニティに関する規則」の改正

- 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
- 株主コミュニティ銘柄の会社関係者等及び既存株主への投資勧誘規制の緩和等

「店頭有価証券に関する規則」の改正

- 店頭取扱有価証券に係る譲渡禁止期間（取得後2年間の譲渡制限）の撤廃等

「店頭有価証券等の特定投資家に対する 投資勧誘等に関する規則」の制定(案)

1. 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) 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

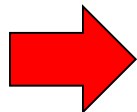
自主規制規則整備の全体像(イメージ)

顧客への情報提供

- ◆ 特定証券情報/発行者情報の提供又は公表
投資者保護と発行者の開示負担のバランスに配慮した内容とする
- ◆ リスク・重要事項説明の充実
 - ・取引開始時に有価証券ごとに一般的リスクの説明及び確認書の徴求を行う
 - ・投資勧誘時に個別銘柄ごとに想定顧客や当該銘柄に係るリスク・重要事項の説明を行う

協会員に対する規制

- ◆ 取扱協会員の指定
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とする
- ◆ 発行者に対する審査
 - ・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
 - ・国内籍投資信託以外の投資信託等についても、新規則・外証規則において審査項目を定める
- ◆ 勧誘ルール
投資者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及び確認書の徴求を義務付ける



投資者保護のための行為規制と発行者の開示負担双方に配慮した規則の枠組み

3. 新規則の内容

対象となる有価証券（第2条）

- 店頭有価証券（株券、新株予約権証券、新株予約権社債券）、投資信託受益証券、投資証券等（投資証券、新投資口予約権証券）

検証及び審査（第3条）

- 有価証券を取り扱うことがふさわしいか否か、投資勧誘対象となる顧客の範囲の検証
- 発行体等の審査（国内投資信託受益証券を除く）

特定証券情報・発行者情報の提供又は公表（第6条、第7条）

- 特定証券情報の提供又は公表の方法、様式等について規定
- 発行者情報の提供又は公表の方法、様式等について規定

売付けに係る勧誘（第9条）

- 店頭有価証券等の保有株主について、売付け勧誘を可能とする

確認書の徴求、説明書の交付（第10条、第11条）⇒対象はプロ成り個人のみ

- 有価証券の種類ごとの初回取引において、商品のリスクを説明した書面の交付及び確認書の徴求
- 個別銘柄に係る説明（想定顧客の範囲等）、特定証券情報の内容の説明

4. 検証及び審査

検証 投資勧誘を行うことがふさわしいか否か及び投資勧誘を行う顧客の範囲の検証

◆ 投資勧誘対象「個別銘柄」の選定

個別銘柄の特性やリスクを事前に検証

+

◆ 投資勧誘対象顧客の選定

- 下記検証により、対象顧客の絞り込みを行う
- ✓ 投資勧誘対象「個別銘柄」が投資勧誘対象顧客に適合しているか
 - ✓ 当該顧客の財産の状況に照らして過剰かつ不適合になっていないか

審査 発行者等の審査

有価証券の種類	審査内容
国内店頭有価証券	発行者及び事業の実在性、発行者の財務状況等(第3条第2項第1号)
国内投資信託受益証券	—
国内投資証券等	資産運用等に関する体制整備の状況、発行者の法令遵守状況を含めた社会性(第3条第2項第2号)
外国株券等	発行者及び事業の実在性、発行者の財務状況等(外証規則第50条第1号)
外国投資信託受益証券	選別基準(外証規則第16条各号)のうち、特定投資家に販売する投資信託として必要な基準に適合していること(外証規則第50条第2号)
外国投資証券等	国内投資証券等に対する審査に加え、選別基準(外証規則第17条各号)のうち、特定投資家に販売する投資信託として必要な基準に適合していること(外証規則第50条第3号)

5. 特定証券情報・発行者情報

特定証券情報

投資勧誘が行われるまでに提供又は公表

有価証券	記載項目
店頭有価証券	【第一部 証券情報】新規発行株式の概要、取得勧誘の方法・条件、手取金の使途、事業等のリスク 等 【第二部 企業情報】計算書類、企業の概況、事業の内容、コーポレートガバナンスの状況 等
投資信託受益証券	【第一部 証券情報】受益証券の形態、手数料、発行価格 等 【第二部 ファンド情報】ファンドの特色・仕組み、投資方針、投資リスク、手数料、運用状況、申込・解約手続き、資産管理の状況 等 【第三部 委託会社の概況】委託会社の概況
投資証券	【第一部 証券情報】投資証券の形態、手数料、発行価格 等 【第二部 ファンド情報】投資法人の特色・仕組み、投資方針、投資リスク、手数料、運用状況、申込・解約手続き 等

発行者情報


事業年度ごとに、有価証券の所有者への提供又は公表

有価証券	記載項目
店頭有価証券	【第一部 企業情報】計算書類、企業の概況、事業の内容、コーポレートガバナンスの状況 等
投資信託受益証券	【第一部 ファンド情報】ファンドの特色・仕組み、投資方針、投資リスク、手数料、運用状況、申込・解約手続き、資産管理の状況 等 【第二部 委託会社の概況】委託会社の概況
投資証券	【第一部 ファンド情報】投資法人の特色・仕組み、投資方針、投資リスク、手数料、運用状況、申込・解約手続き 等

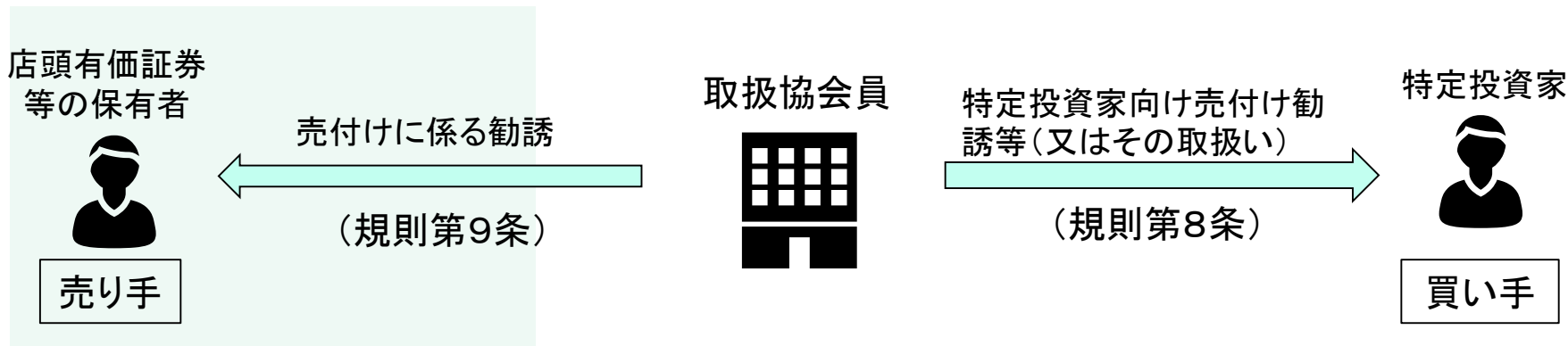
6. 売付けに係る勧誘

非上場懇談会で提言された制度改善策

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

 取扱協会員が、特定投資家(買い手)に対して、特定投資家向け売付け勧誘等又はその取扱いを行う場合には、店頭有価証券等を保有者(売り手:特定投資家以外でも可)に対して、当該店頭有価証券等の売付けに係る勧誘を行うことができる(第9条)

店頭有価証券等の売付け勧誘



7. 確認書の徴求、説明書の交付

説明書の交付・確認書の徴求

- ◆ 顧客が有価証券の区分ごとのリスクを理解したうえで投資を行うことを確保するため、説明書の交付及び確認書の徴求を行う(第10条)

	取引開始時の説明書の交付・確認書の徴求義務 (自主規制規則案)	《参考》告知及び書面交付義務 (金商法)
確認書の交付の時期	有価証券の区分ごと(初回のみ)	種類を問わず、初めて特定投資家向け有価証券を取引するとき(初回のみ)
説明書の記載事項	<u>有価証券の区分ごとの一般的なリスク説明</u> ・流通性が著しく低いこと(非上場株式・投信) ・株価算定に係るリスク(非上場株式) ・投資金額が全く回収できないおそれがあること(非上場株式) ・高リスク資産を投資対象として組み入れていること(投資信託)	<u>特定投資家向け有価証券に特有の事項に係る説明</u> ・公衆縦覧型の開示義務がないこと ・一般投資家への転売が制限されていること ・発行者情報の提供・公表が行われること ・金商業者が一般投資家に対して売買の媒介等を行わないこと 等

個別銘柄に係る説明書の交付

- ◆ 投資勧誘を行う際には、個別銘柄に係る説明書を交付し、十分に説明しなければならない(第11条)。
説明書の内容は下記のとおり。
 - ①想定する顧客の範囲
 - ②損失が生じるリスクの内容
 - ③換金・解約の条件
 - ④他の種類株に係る重要な事項
 - ⑤発行者情報の提供又は公表の方法
 - ⑥その他必要と認める事項

8. 取引の流れ

取扱協会の指定(第13条)

取扱要領の公表(第12条)

有価証券の取扱いの検討

検証・審査(第3条)

取扱いの開始

見送り

特定証券情報の※
提供又は公表(第6条)

顧客への投資勧誘(第8条)

説明書の交付・確認書の徴求(第10条)

個別銘柄の説明書の交付(第11条)

協会への取引状況の報告(第15条)

※ 特定証券情報/発行者情報について

発行者



- ◆ 特定証券情報の作成、提供又は公表
- ◆ 発行者情報の作成、提供又は公表

取扱協会は、発行者に対し、特定証券情報及び発行者情報の提供又は公表等の方法について説明し、遵守させるようにすることとする(第6条第5項、第7条第6項)

取扱協会員



- ◆ 特定証券情報が提供又は公表されている場合に限り、投資勧誘が可能(第6条第1項)。
- ◆ 店頭有価証券等の保有顧客への発行者情報の提供又は公表の確認(第7条第1項)

提供又は公表(第7条)※

「外国証券に関する規則」の一部改正(案)

○ 改正の主な内容

- ◆ 外証規則に「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則」の準用規定を設ける(第49条)
- ◆ 準用規定に加えて、外国証券の特性を踏まえ、店頭有価証券等と異なる規定が必要となる事項について、下記のとおり別途規定を設ける

対象となる有価証券（第49条）

- 外国株券、外国新株予約権証券、外国新株予約権付社債券、外国投資信託受益証券、外国投資証券又は外国新投資口予約権証券
※国内の取引所金融商品市場への上場している有価証券を除く。
- 外国株券、クローズド・エンドの投資信託については、発行国における法令整備等の要件を満たすこと。

検証及び審査（第50条）⇒内容については7頁参照

- 店頭有価証券等と同等の審査に加え、外国証券に特有の審査項目を付加

特定証券情報・発行者情報の提供又は公表（第51条）

- 特定証券情報/発行者情報の様式等について規定

社内規則及び社内体制の整備（第52条）

- 社内規則及びそれを遂行するための社内体制の整備（規定の内容は店頭有価証券等を取扱う際と同様）

「株主コミュニティに関する規則」の一部改正(案)

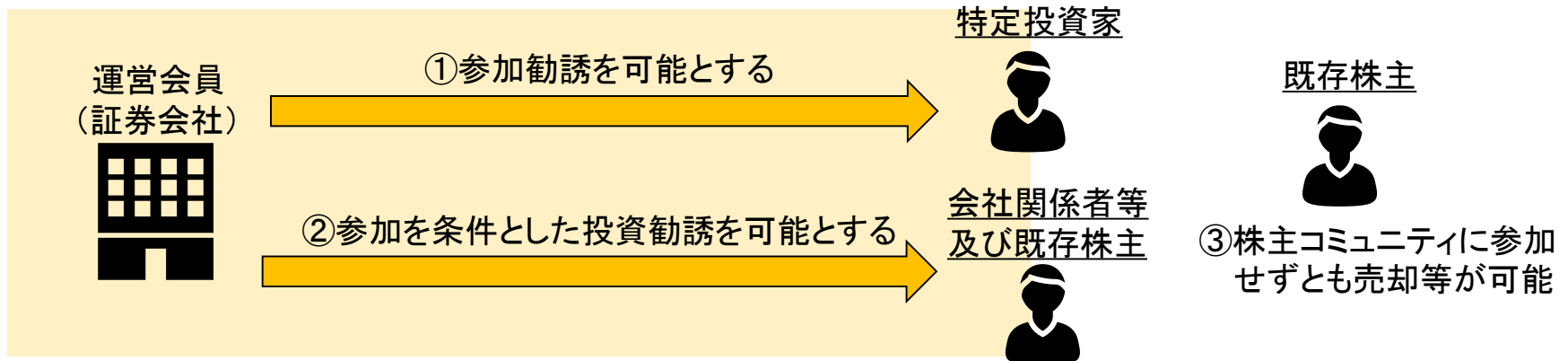
1. 株主コミュニティ規則の改正案の概要①

- 非上場懇談会において、株主コミュニティ制度の活性化の観点から勧誘規制を緩和する旨の提言がなされたことを受け、下記のとおり規則改正を行う

規制改正案の内容

- ① 特定投資家に対しては、全ての株主コミュニティ銘柄の参加勧誘を認める(第9条第2項第6号)
- ② 株主コミュニティ銘柄の会社関係者等及び既存株主について、株主コミュニティへの参加を条件に、投資勧誘を認める(第16条の3第1項2号)
- ③ 既存株主が株式を売却をする場合、株主コミュニティに参加せずとも、当該銘柄の運営会員による投資勧誘を認める(第16条の3第2項・3項)

現行の参加勧誘対象者	改正後
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 会社関係者等(発行者の役職員、元役職員、発行者のグループ企業の役職員、発行者の役職員の親族) ◆ 既存株主(元株主を含む) 	左記に加え、 <ul style="list-style-type: none"> ◆ 特定投資家



2. 株主コミュニティ規則の改正案の概要②

現状

株主コミュニティへの参加勧誘は会社関係者等及び既存株主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

規制改正案の内容

株主コミュニティ銘柄が有価証券報告書提出会社又は会社内容説明書作成会社(店頭取扱有価証券)の場合は、外部監査が実施されていることから、下記を条件として、株主コミュニティへの参加勧誘を可能とする(第9条第3項)

- ①有報を提出している、若しくは直近の会社内容説明書をウェブページに掲載していること
- ②株主コミュニティ組成の目的に適した顧客の属性を定め、公表をしていること(第9条第3項、第12条第5号)

株主コミュニティ組成の目的に適した顧客の属性

株主コミュニティ銘柄の発行者と協議のうえ、株主コミュニティの組成のコンセプトを明確にし、そのコンセプトに応じた参加勧誘対象者の範囲を限定する。

(例)コンセプト:株式を拡散せずに、株主を地域の方に限定したい

⇒ 発行者所在地と同じ地域に在住の顧客を参加勧誘対象者として属性を定める



➡ 本改正及び店頭規則の改正(譲渡制限の撤廃・18頁)を同時に行うことにより、店頭取扱有価証券の流通を目的とした株主コミュニティの活用が行いやすくなる

「店頭有価証券に関する規則」の一部改正(案)

○ 店頭取扱有価証券等に係る譲渡制限の撤廃(店頭規則)

店頭規則における譲渡制限

店頭規則において、下記のとおり取得後2年間の譲渡制限が付されることが投資勧誘の条件となっている

◆ 店頭取扱有価証券の投資勧誘(第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に係る投資勧誘制度

現 状

- 取得後2年間の譲渡制限により、投資者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、店頭取扱有価証券のセカンダリー取引による換金機会が持てないという弊害がある

店頭取扱有価証券の取得



 2年間の譲渡制限の撤廃することにより、投資者の換金機会確保を図る

店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘(第4条第2項第5号)における譲渡禁止期間(2年間)も併せて撤廃することとする

今後の検討課題

- ◆ 特定投資家のセカンダリー取引(売出し・私売出しに該当しない取引)の円滑化に資する投資勧誘ルールの整備等
- ◆ 非上場株式の株式等振替制度における取扱いの検討
- ◆ 株式投資型クラウドファンディングにおける名義の一本化(シンジケート型・ノミニー構造)の検討 等

(参考)非上場WGスケジュール

回	日程	議案
第15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16回	9月22日(水)	○ 検討事項に関する論点整理 ○ 規則改正の骨子案
第17回	10月13日(水)	規則改正案等の検討
第18回	11月2日(火)	規則改正案等の検討
第19回	11月19日(金)	規則改正案等の検討
第20回	1月21日(金)	規則改正案等の取りまとめ

○今後のスケジュール（予定）

日程	会議体等
1月21日	第20回非上場私募WG(規則案等の取りまとめ)
2月9日	エクイティ分科会(パブコメ実施審議)
2月15日	自主規制会議(パブコメ実施審議)
2月16日～3月17日	パブリックコメント募集期間(※)
4月上旬	エクイティ分科会(仮)
4月19日	自主規制会議(議長一任又は審議)(仮)
自主規制会議決議後、新規則の金融庁告示指定手続き	
7月1日	規則施行

※ パブリックコメントの意見がない場合は、3月中に規則制定等の手続を行う(施行日は7月1日のまま)