



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

「店頭有価証券規則」及び「株主コミュニティ規則」の一部改正について

－非上場株式の一層の活用－

2020年9月16日

1. 検討経緯

○政府の骨太方針2019(令和元年6月21日閣議決定)

「経済財政運営と改革の基本方針2019」(骨太方針2019)

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



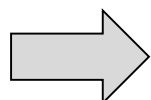
○日本証券業協会 「当面の主要課題」(2019年7月策定)

金融資本市場の機能・競争力の強化

2. 非上場株式の一層の活用

リスクマネーの供給の円滑化の観点から、株主コミュニティ制度を含む非上場株式を利用した資金調達の在り方等について、地方活性化の観点も踏まえつつ、検討を行う。

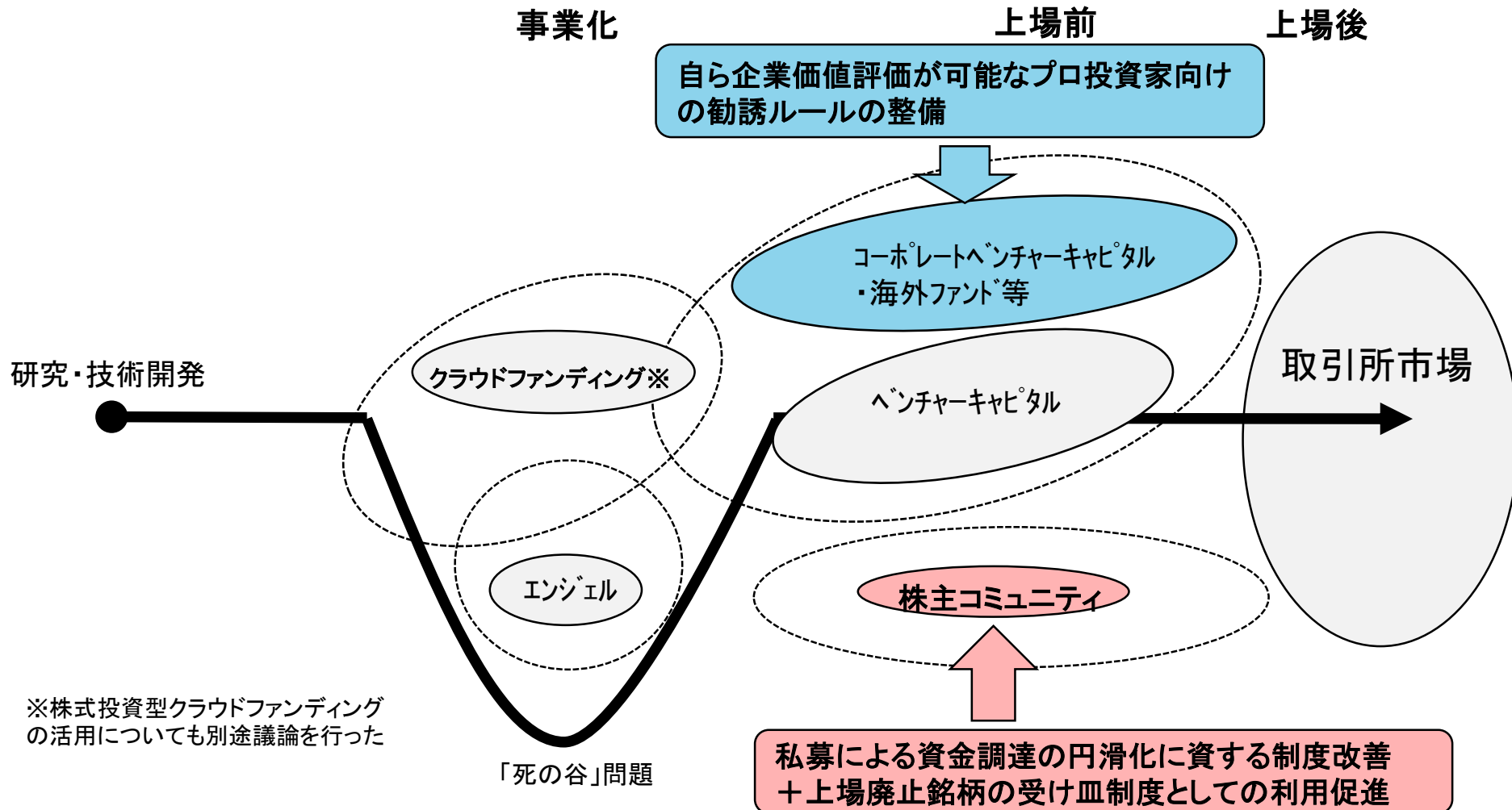
株式投資型クラウドファンディング制度及び株主コミュニティ制度の適切な利用に向けて、モニタリングや周知活動を行う。



昨年(2019年)7月以降、協会事務局による幅広い関係者へのヒアリングを経て、本年1月より、「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ」において「非上場株式の一層の活用」のための施策について検討

2. 非上場株式の一層の活用【改正の概要】①

新規・成長企業へのリスクマネー供給の場面



※株式投資型クラウドファンディングの活用についても別途議論を行った

2. 非上場株式の一層の活用【改正の概要】②

店頭有価証券規則の改正

自ら企業価値評価等が可能なプロ投資家向けの勧誘ルールの整備

- 近年、コーポレートベンチャーキャピタルや海外ファンド等からの非上場株式への投資ニーズが高まっている
- 非上場会社や上記の投資家から、証券会社を通じた取引に関するニーズも多く寄せられている
- 上記の投資家は、自ら投資先非上場企業の企業価値評価等が可能であることから、一般投資家に対する勧誘ルールよりはむしろプロ向けの勧誘ルールに準拠しつつ、投資者保護のバランスを勘案したうえで、新ルールを整備する

株主コミュニティ規則の改正

私募による資金調達の円滑化に資する制度改善 ＋上場廃止銘柄の受け皿制度としての利用促進

- 株主コミュニティ制度はセカンダリー(売買)が中心で、プライマリー(募集・私募※)の実績がほとんどない
※2020年5月に少人数私募の活用事例が1件あり
- 私募の取扱いを行う際の規則上の制約を見直すことで、利用企業の私募による資金調達の円滑化に貢献
- 上場廃止銘柄の取扱いに関する特例措置を講じることで、さらなる利用促進につなげる

店頭有価証券規則の改正

【プロ投資家向けの勧誘ルールの整備】

1. 非上場株式投資における最近の状況（ニーズ）

(非上場企業)



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

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

(投資者)



・適格機関投資家

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

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

※適格機関投資家の届出を行わない理由として考えられるもの

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

(証券会社)



- ・上記のような発行者と投資者双方の顧客を持つ証券会社

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

2. 新ルールの概要

➤ 自らDD(企業価値評価等)が可能なプロ投資家を対象とした勧誘ルールを整備する
(店頭有価証券規則4条の2)

	店頭規則4条 (プロ私募)	店頭規則4条の2 (新ルール)※1	店頭規則6条 (店頭取扱有価証券)
利用場面	プライマリー、セカンダリー	プライマリー、セカンダリー	プライマリー
勧誘対象者	適格機関投資家	自ら企業価値評価等が可能な特定投資家 (個人を除く)	制限なし(一般投資家等)
確認書/同意取得	任意	必須 (自らの責任でDDを行う旨などの表明・確約書)	必須 (確認書)
外部監査	任意	任意	必須
証券会社の審査	発行者に対する反社確認や事業の 実在性等のチェック等	発行者に対する反社確認や事業の実在性等の チェック等	発行者に対する反社確認や事業の実在 性等のチェック等
証券会社からの 情報提供	不要	発行者に関する情報 ※2	有価証券報告書・届出書又は会社内容 説明書等
譲渡制限・私募要件	適格機関投資家私募の要件	少人数私募の要件 (勧誘50名未満等)	2年間の譲渡制限
協会への報告	なし ⇒事後報告(翌月)を求める	事後報告(翌月)	事前届出 ⇒事後報告(翌月)に変更

※1 対象有価証券:店頭有価証券(株券・新株予約権証券・新株予約権付社債券)

※2 ①企業概要、②事業概要、③財務情報、④私募の取扱いを行う場合は将来の見通しに関する事項(事業戦略・事業計画・資金用途等)

3. 新ルールの対象投資家の範囲

➤ 以下のプロ投資家（特定投資家）のうち、自らDD(企業価値評価等)が可能な者

- ① 適格機関投資家
- ② 国
- ③ 日本銀行
- ④ 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
- ⑤ 投資者保護基金
- ⑥ 預金保険機構
- ⑦ 農水産業協同組合貯金保険機構
- ⑧ 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
- ⑨ 特定目的会社
- ⑩ 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
- ⑪ 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
- ⑫ 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
- ⑬ 外国法人
- ⑭ 上記以外の法人（申出により特定投資家になった法人のみ）

4. 新ルールの要件

対象となる勧誘・取引

- 金商法上の開示規制の対象外である以下の勧誘・取引を対象とする
①少人数私募、②少人数私売出し、③売買

投資家からの表明・確約書（書面）の徴求

- 表明・確約書の内容：自らの責任において発行者に関する企業価値評価等を行い、取引を行う旨など
- 表明・確約書の徴求：書面によるものとする（電磁的方法でも可能）

発行者に関する情報の提供等

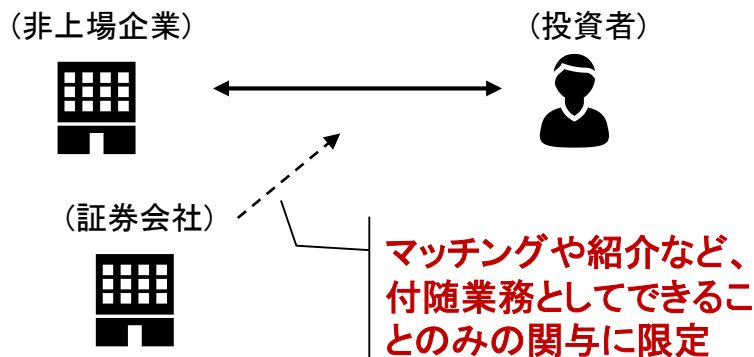
- 発行者に関する情報の提供を義務付ける（顧客が提供不要とした場合はこの限りでない）
①企業概要、②事業概要、③財務情報等
④私募の取扱いを行う場合は、将来の見通しに関する事項
※具体的な提供資料は個別案件の実情に応じて各社で判断
具体例：①～③は会社法上の事業報告・計算書類、④は事業戦略・事業計画・資金用途等
- 発行者に対する反社確認や事業の実在性等のチェック等（Q & A等で明確化）

事後報告

- 今後の非上場株式の取引制度の見直しの議論に資するため、新ルールの利用実態を把握する観点から、事後報告を求める。あわせて、現行4条も報告対象とする。（報告時期は取扱いを行った月の翌月）

5. 新ルール制定の意義・期待される効果

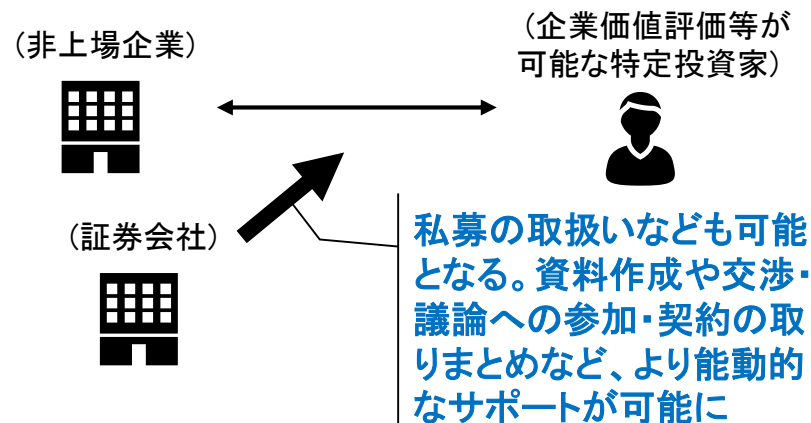
現行



課題:

- 証券会社のノウハウやリソースを頼れず、発行者や投資者の負担が大きい。
- 証券会社のサービスが限定され、非上場株式投資や企業の成長促進の環境醸成に貢献しにくい。

改正後



期待される効果:

- 証券会社が調達フローを効率化することで、発行者は本業の成長に集中することができる。
- 非上場株式投資や企業の成長を促進する環境の醸成に寄与することが期待される。

社会的・政策的意義:

証券会社が非上場企業の資金調達についてより能動的なサポートができるようになれば、非上場株式投資や企業の成長を促進する環境の醸成に寄与することが期待され、ひいては、ユニコーン企業の育成や日本経済の活性化に資すると考えられる。

(参考) 非上場株式の取引制度

	店頭規則3条の2 (経営権移転等)	店頭規則4条 (プロ私募等)	【新設】店頭規則 4条の2 (大規模投 資家への勧誘)	店頭規則6条 (店頭取扱有価証券)	株式投資型クラウ ドファンディング	株主コミュニティ
利用場面	セカンダリー (経営権移転等)	プライマリー セカンダリー	プライマリー セカンダリー	プライマリー	プライマリー	プライマリー セカンダリー
勧誘対象	経営者候補	適格機関投資家	自ら企業価値評価等が 可能な特定投資家 (プロ成り個人除く)	制限なし (一般投資家等)	一般投資家等 (インターネット上)	発行者に身近な方 (コミュニティ内)
確認書/ 同意取得	同意取得	—	表明・確約書	確認書	確認書	確認書
外部監査	任意	任意	任意	必須	任意	任意
証券会社 の審査	反社確認・実在 性チェック等	反社確認・実在性 チェック等	反社確認・実在性 チェック等	反社確認・実在性 チェック等	審査	審査
開示・ 情報提供	取引前調査の 機会提供等	—	発行者に関する情報 ※1	有価証券報告書・届出 書/会社内容説明書等	発行者・募集に 関する情報等	会社法ベースの 企業情報等
金額制限	—	—	—	—	発行者: 1億円未満 投資者: 50万円以下	—
譲渡制限・ 私募要件	—	適格機関投資家私 募要件	少人数私募要件	2年間の譲渡制限	—	—
協会報告	事前・事後 (遅滞なく)	なし⇒事後(月次)	事後(月次)	事前⇒事後(月次)	事後(月次)	事後(週次)

※1 ①企業概要、②事業概要、③財務情報、④私募の取扱いを行う場合は将来の見通しに関する事項(事業戦略・事業計画・資金使途等)。

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

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

株主コミュニティ規則の改正

【私募による資金調達の円滑化、上場廃止銘柄の受け皿】

(非上場企業)



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

など

2. 改正の概要（私募による資金調達の円滑化①）

株主コミュニティ制度における資金調達の円滑化を図る観点から、私募等の取扱い等を行う際の規則上の制約を見直す

1. 株主コミュニティの参加勧誘対象者の拡大

参加勧誘は、発行者の株主及び役職員に限定されており、資金調達に応じる投資者を募るうえでの制約となっているため、以下の会社関係者については、参加勧誘を認めることとする

現行	改正後
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 株主 ◆ 発行者の役職員 	<p>左記に加え、</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 発行者の役職員の親族 ◆ 発行者のグループ企業の役職員 ◆ 元株主・元役職員

2. 株主コミュニティ外の投資勧誘

- ◆ 株主コミュニティへの参加勧誘対象者（株主、発行者の役職員・親族、グループ企業の役職員など）については、参加前であっても、株主コミュニティの参加勧誘と少数私募の投資勧誘を同時に行うことを可能とする
- ◆ 参加勧誘対象者は、株主コミュニティへの参加を条件として新株を取得するものとする

3. 改正の概要（私募による資金調達の手滑化②）

3. 公表情報の見直し

企業のプロフィールがわかるようにするために、発行者の業種や本店所在地などについて、公表可能とする

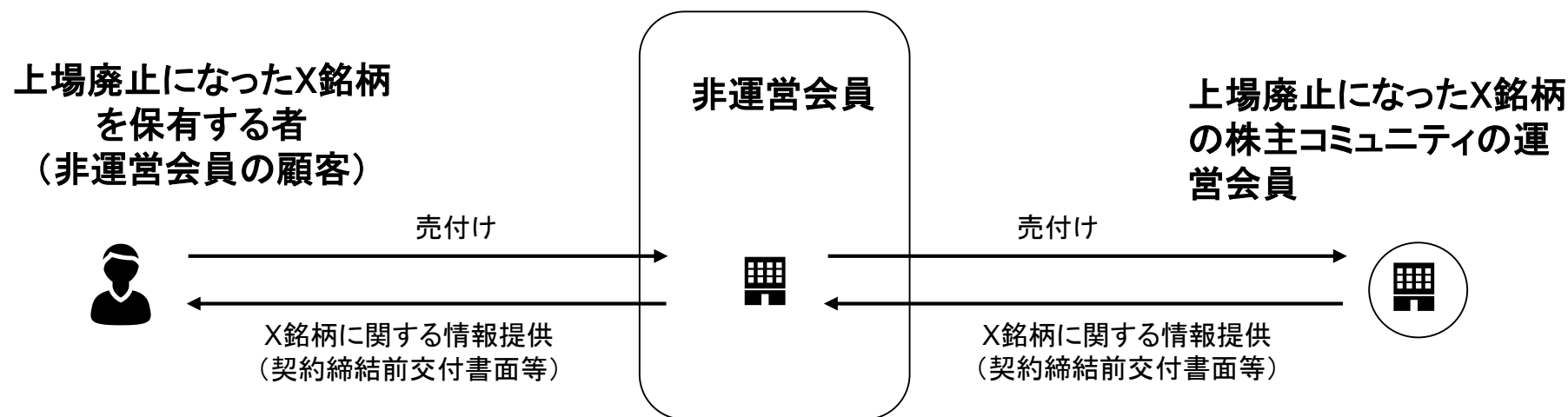
現行	改正後
<ul style="list-style-type: none">◆ 銘柄名◆ 発行者のウェブサイトのURL等◆ 株主に対する特典◆ 募集等の取扱い等を行っている場合はその旨等	<p>左記の情報に加え、以下の情報を公表可能とする</p> <ul style="list-style-type: none">◆ 発行者の業種◆ 発行者の本店所在地◆ 有報提出会社の場合はその旨◆ 発行者の事業概要

4. 少数私募等に関する勧誘資料の明確化

- 運営会員は少数私募等の取扱いを行う場合には、発行者から証券情報を取得し、投資勧誘の対象者に提供する
- 発行者から取得した証券情報は株主コミュニティの参加者全員への提供資料ではなく、投資勧誘の対象者のみに提供する資料と位置づける
- 私募等の対象外となる参加者には、①事前に勧誘対象者の選定プロセスを公表し、②私募等の実施中に売買注文を受けた場合は、「他の投資家を対象とした私募等の取扱い等が行われている旨」を伝達し、③私募等の実施後に私募等の取扱い等が行われた旨の情報を提供する

4. 改正案の概要（上場廃止銘柄の取次ぎ等に係る特例）

上場株式を取得した後に、当該銘柄が上場廃止となり、売却機会等を逸した自社の顧客へのアフターケアの観点から、当該上場廃止銘柄の株主であることが確認できる顧客については、自社が当該銘柄の株主コミュニティの運営会員となっていない場合でも、運営会員への売付けの取次ぎ・媒介等を認める



⇒運営会員にならずとも、取次ぎ・媒介等によりアフターケアが可能

参考資料

(参考1) 非上場株式取引制度の沿革

1945年 1949年 1963年 1997年 2003年 2005年 2008年 2015年 2018年 2019年 2020年

いわゆる
集団売買

取引所が閉鎖されていた時期の取引所市場の代替的存在

店頭売買承認銘柄制度

⇒廃止 (東・大・名証に「市場二部」を創設)

店頭売買銘柄登録制度

⇒廃止 (ジャスダックは取引所に)

**1976年: 証取審の議論や大蔵省通達等を踏まえ、非上場株式の投資勧誘原則禁止へ
⇒1997年のグリーンシート銘柄制度の創設以後、投資者保護を前提に、
投資勧誘原則禁止の例外規定を順次創設**

グリーンシート銘柄制度

⇒廃止

フェニックス銘柄制度 ⇒廃止予定

グリーンシート・フェニックスの後継制度

株主コミュニティ制度

譲渡制限付き店頭取扱有価証券の勧誘(店頭規則6条)

店頭有価証券の適格機関投資家に対する勧誘(店頭規則4条)

上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の勧誘(店頭規則8条)

経営権移転取引勧誘(店頭規則3条の2)

株式投資型クラウドファンディング制度

(参考2) 非上場株式取引制度の沿革(年表)

年	沿革
1945年(昭和20年)～ 1949年(昭和24年)	いわゆる集団売買の時期 (証券取引所が閉鎖されていた時期の取引所市場の代替的市場的な役割)
1949年(昭和24年)5月～	戦後、証券取引所再開
1949年(昭和24年)6月	店頭売買承認銘柄制度の創設 (非上場株式を育成し、中小企業に資金調達の間を提供)
1961年(昭和36年)10月	東京、大阪、名古屋の各証券取引所に市場第二部が創設 (店頭売買承認銘柄の大部分が市場第二部に上場) 店頭売買承認銘柄制度を廃止
1963年(昭和38年)2月	店頭売買銘柄登録制度の創設(証券会社間の売買値段、売買高等を発表、発行会社にディスクロージャーが求められる)
1971年(昭和46年)	証券取引法改正(店頭登録会社に有価証券報告書の提出義務が課される)
1976年(昭和51年)	大蔵省証券局通達「株式店頭市場の整備に伴う証券会社の営業態度について」 本協会「店頭における株式の売買その他の取引に関する規則」施行(店頭売買銘柄の投資勧誘規制)
1983年(昭和58年)	証券取引審議会中間報告(店頭登録会社にタイムリーディスクロージャー制度の導入等) 大蔵省証券局通達「株式店頭市場の適正な運営について」 「店頭における株式の売買その他の取引に関する規則」改正
1997年(平成9年)7月	グリーンシート銘柄制度創設
2003年(平成15年)4月	譲渡制限付き店頭取扱有価証券の投資勧誘制度の創設、店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘制度の創設
2004年(平成16年)2月	株式店頭市場(ジャスダック市場)が証券取引所になる(店頭売買銘柄登録制度が事実上なくなる)
2006年(平成18年)4月	上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の投資勧誘制度の創設
2008年(平成20年)3月	グリーンシート銘柄のうち上場廃止銘柄についてフェニックス銘柄として独立
2015年(平成27年)5月	株式投資型クラウドファンディング制度、株主コミュニティ制度の創設
2018年(平成30年)4月	グリーンシート銘柄制度廃止
2019年(令和元年)8月	経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘制度の創設

(参考3) 非上場株式の投資勧誘制度の概要

投資勧誘可能な制度	利用場面		概要	実績
	プライマリー	セカンダリー		
株主コミュニティ制度 (2015年5月～) 	○	○	証券会社が組成する株主コミュニティの参加者に限り、投資勧誘を認める制度(運営会員6社)	取引銘柄数(直近): 21銘柄 累計売買金額: 約24億円 私募の取扱い: 1件、発行価格総額20億円 (2015年5月～2020年8月28日現在)
譲渡制限付き店頭取扱有価証券の投資勧誘(店頭規則6条)(2003年4月～)	○		有報提出会社又は会社内容説明書作成会社が発行する非上場株式等について、譲渡制限付きで投資勧誘を認める制度	累積取扱件数: 24件 累積発行価額総額: 約9,251億円 (2003年4月～2020年8月現在)
店頭有価証券の適格機関投資家に対する投資勧誘(店頭規則4条)(2003年4月～)	○	○	いわゆるプロ私募等	証券会社へのヒアリングによると年間数件程度
上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券の投資勧誘(店頭規則8条)(2006年4月～)		○	上場会社が発行した非上場銘柄の売買	売買件数: 22件 売買金額: 約90億円 (直近1年間の状況: 2019年8月～2020年7月末)
経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘(店頭規則3条の2)(2019年8月～) 		○	買付候補者に対する取引前調査の機会提供を前提として、経営権の移転等を目的とした取引に限り、投資勧誘を認める制度	実績なし
株式投資型クラウドファンディング (2015年5月～) 	○		インターネット上の1億円未満の募集(取扱業者: 6社)	累積成立件数: 121件 累積発行価格総額: 約38億円 (2015年5月～2020年7月末現在)

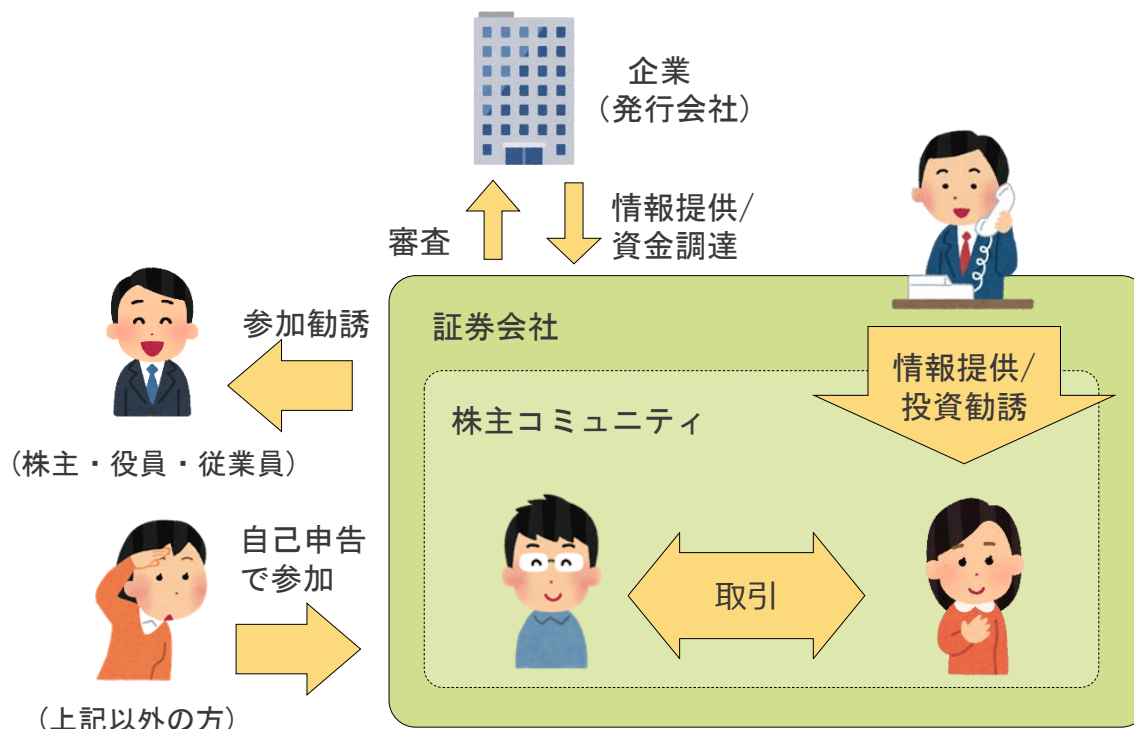
(参考4) 株主コミュニティ制度の概要(現行制度)

主な特徴

- ◆ 証券会社が運営する非上場株式の流通取引・資金調達制度
- ◆ 取引や投資勧誘は、株主コミュニティの参加者に限定
- ◆ 株主コミュニティの参加者は、株主・役員・従業員、地域住民など、企業の身近な人々を想定
- ◆ 非上場企業は適時開示の義務を負わず、少ない開示コストで、株式の取引の場の提供や資金調達が可能

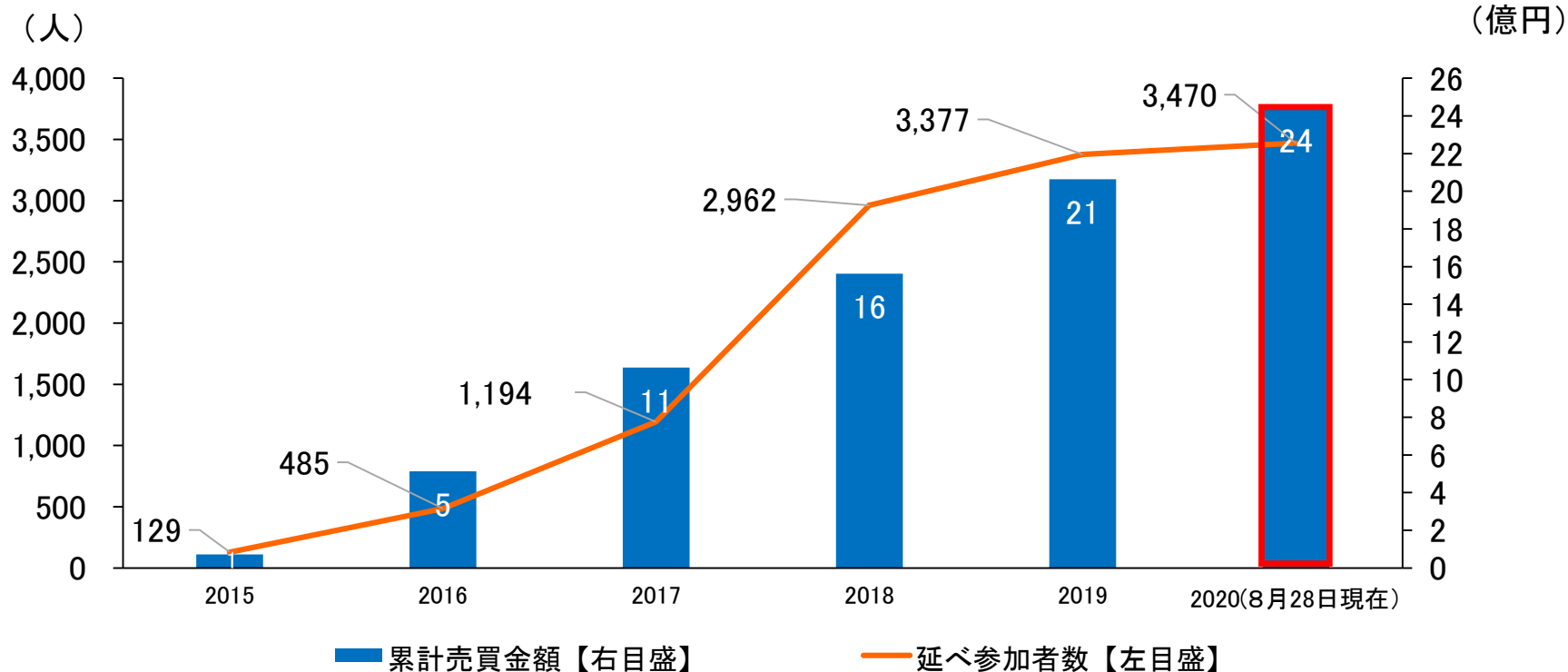


株主コミュニティ



(参考5) 株主コミュニティの取扱状況(売買)の推移

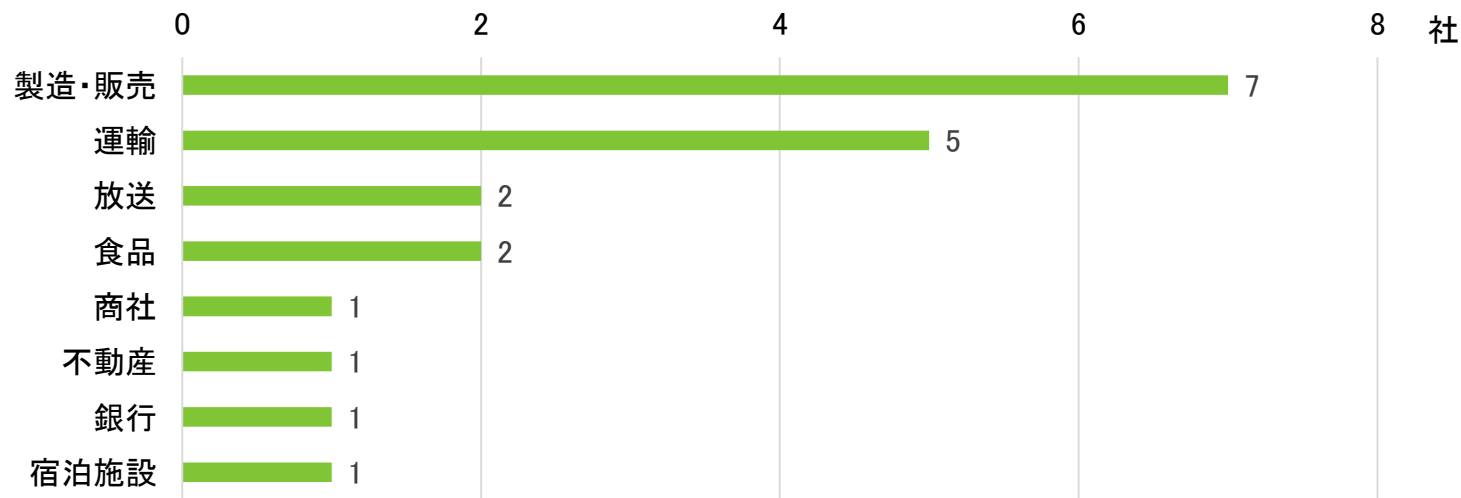
累計売買金額は約24億円、延べ参加者数は3,470人 (2020年8月28日現在)



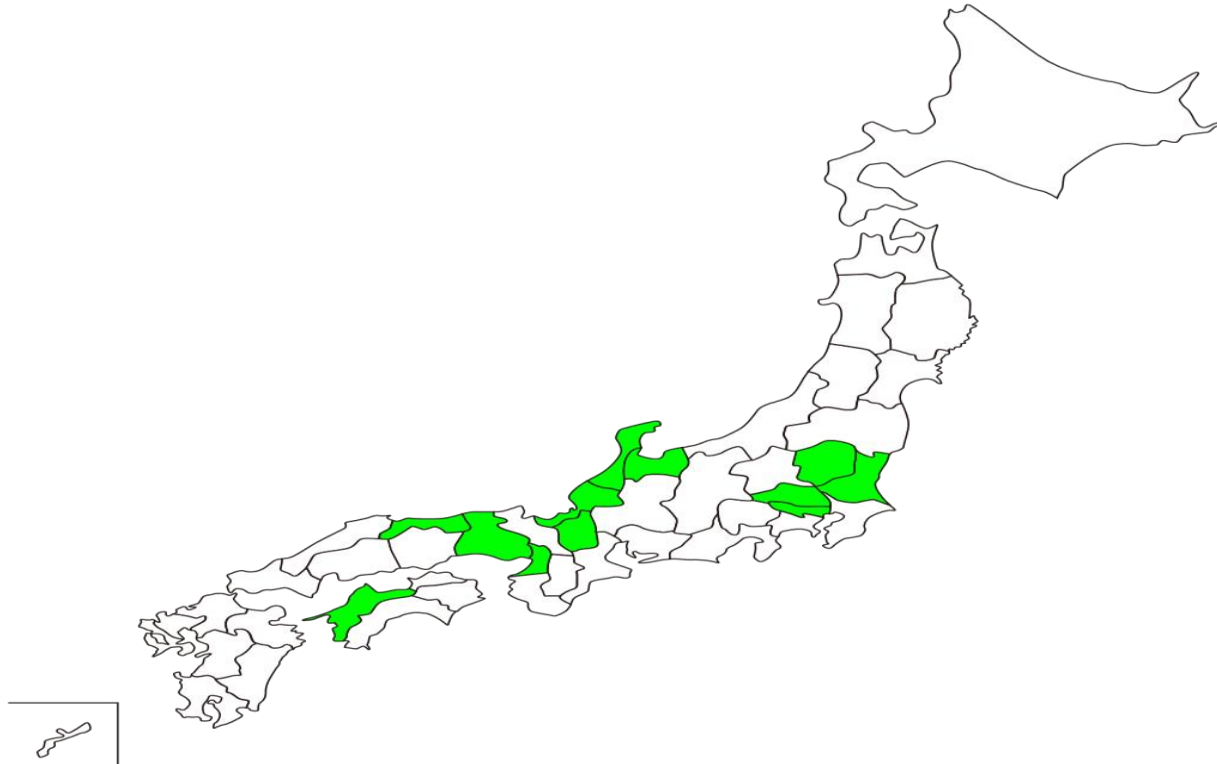
(参考) 株主コミュニティ銘柄 (発行会社)、運営会員

銘柄 (発行会社) (20社、21銘柄)	北陸鉄道(株)、YKK(株)、富山地方鉄道(株)※、(株)武井工業所、北日本放送(株)、(株)旅籠屋、立山黒部貫光(株)、チッソ(株)、(株)廣貫堂、FTI JAPAN(株)、(株)アドメテック、三国商事(株)、太陽毛絲紡績(株)、日ノ丸自動車(株)、(株)大生産業、福井鉄道(株)、福邦銀行、北陸放送(株)、I&H(株)、フレッシュデザート(株) (累積売買金額順) ※富山地方鉄道は普通株式と第二普通株式の2銘柄
解散銘柄 (発行会社) (6銘柄)	阪神調剤ホールディングス(株)、深川製磁(株)、プラス・テク(株)、(株)金沢名鉄丸越百貨店、(株)ホクコン、(株)Kips、日商平野(株) (累積売買金額順)
運営会員 (6社)	今村証券、島大証券、大山日ノ丸証券、野村証券、みずほ証券、みらい證券 (五十音順)

(参考6)株主コミュニティ組成企業(業種別)



業種	会社名(業種(詳細))
製造・販売	YKK(ファスニング・建材)、武井工業所(コンクリート製品)、チツソ(化学製品)、廣貫堂(医薬品)、アドメテック(医療機器)、太陽毛絲紡績(繊維)、I&H(医薬品)
運輸	北陸鉄道(バス・鉄道)、富山地方鉄道(鉄道)、立山黒部貫光(バス・ロープウェイ)、日ノ丸自動車(バス)、福井鉄道(鉄道・バス)
放送	北日本放送、北陸放送
食品	FTI JAPAN、フレッシュデザート
商社	三国商事(金属製品)
不動産	大生産業
銀行	福邦銀行
宿泊施設	旅籠屋



○ 株主コミュニティ銘柄組成企業（2020年8月28日時点）：20社、21銘柄

【所在地別】

富山県：4（富山地方鉄道、北日本放送、立山黒部貫光、廣貫堂）、石川県：2（北陸鉄道、北陸放送）、
福井県：2（福井鉄道、福邦銀行）、東京都：4（YKK、旅籠屋、三国商事、FTI JAPAN）、茨城県：1（武井工業所）、
埼玉県：1（太陽毛絲紡績）、栃木県：1（フレッシュデザート）大阪府：1（チッソ）、滋賀県：1（大生産業）、
兵庫県：1（I&H）、鳥取県：1（日ノ丸自動車）、愛媛県：1（アドメテック）

→ 地域に根差した企業が株主コミュニティを組成し、地域の方々や役職員が株主コミュニティに参加して企業を応援しているケースが多い