

「特定投資家等に対する店頭有価証券の取引に関する規則」の制定案等に関するパブリックコメントの結果について

2026年6月16日

日本証券業協会

本協会では、「特定投資家等に対する店頭有価証券の取引に関する規則」の制定案等について、2026年3月17日（火）から2026年4月15日（水）までの間、パブリックコメントの募集を行いました。

この間に寄せられた意見・質問（19件¹、4先）及びそれらに対する考え方は、以下のとおりです。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
1	「店頭有価証券に関する規則」 第3条	<p>協会員の店頭有価証券の原則勧誘禁止の規定は維持されるべきである。</p> <p>(理由)</p> <p>非上場株式は、上場株式と質的に異なる大きなリスクを有し、かつ、投資判断には相応の専門性を必要とする。「特定投資家への移行要件をみたす一般投資家」は、専門性がないか、投資に専門性を発揮する態勢・意思がないことから、同人に対する非上場株式への投資勧誘は、投資者保護・健全な市場形成のいずれの観点からも、不当な結果を引き起こす（不測のリスクによる損失・不合理な判断による資金供給）。したがって、「特定投資家への移行要件をみたす一般投資家」にまで投資勧誘の対象を拡大すべきではない。</p> <p>そもそもスタートアップ企業等への資金供給は、関心</p>	<p>スタートアップ企業等の資金調達額拡大のためには証券会社等の市場仲介者の関与が重要とされているところ、非上場株式等の原則勧誘禁止の自主規制が、証券会社等の関与の支障となっている可能性があり見直すべきであると指摘されています。また、原則勧誘禁止を見直した場合であっても、非上場株式等の勧誘・取引について、適切な社内管理態勢の整備や顧客への説明義務等が規則に規定されており、当該規則を遵守することで、適切なガバナンスのもとで勧誘・取引を行うことは可能であると考えられます。さらに、海外の状況を見ると、米国では非上場株式について一律に勧誘を禁止している状況にはなく、複数の取引制度に基づき勧誘が行われているところでは、</p> <p>こうした状況を踏まえ、非上場株式等の勧誘については、原則として勧誘禁止としている規定を、非上場株式</p>

¹ 同様の意見については、統合の上記載しております。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>のない一般投資家への勧誘によって達成されるべきことではなく、将来性ある投資先を探す専門家や、スタートアップ企業への投資に関心があつて自ら情報を得る投資家の手によるべきである。日本でスタートアップが育たないのは、成長資金が不足するからではなく、魅力的なスタートアップ企業が少ないからであり、そのことを出発点として対策を検討すべきである。</p>	<p>等の勧誘制度を規定する自主規制規則に基づき投資勧誘を行うよう見直すことが適当と考えます。</p>
2	<p>「特定投資家等に対する店頭有価証券の取引に関する規則」全般</p>	<p>制度整備にあたっては、非上場株式の特性を踏まえ、適切な資金の流れの実現と投資者保護の確保を旨とすべきである。</p> <p>(理由)</p> <p>特定投資家等に対する有価証券の取引に関する制度は、金商法1条の目的・趣旨に照らして、適切な制度とすべきである。特に、適切な資金の流れの実現は、投資家保護とともに国民経済の成長の観点から重要である。従来、非上場企業への資金供給は、銀行等による専門的な融資審査によっていたが、非上場株式のあり方や情報環境の変化等を背景に、準市場型のしくみにより、リスクマネーの供給制度を新たに創出するものと理解される。</p> <p>もともと、非上場株式は、上場株式に比べて市場による選択とガバナンスが機能しにくく、不適切な先に資金が流れるリスクが高い。</p> <p>したがって、これを、証券会社による情報生産と投資</p>	<p>本規則は、「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会報告書(2025年9月報告)」における「スタートアップ企業等への成長資金の供給を拡大していくためには、…投資者保護に留意しつつ投資者の裾野を拡大していくための方策も求められている」との提言を受けたものであり、非上場株式等の特性を踏まえ、投資者保護に留意して検討・制定されています。</p> <p>具体的には、本協会の非上場株式等(以下「店頭有価証券」といいます。)に係る自主規制規則も参考として、投資者保護の観点から、投資勧誘を行おうとする店頭有価証券の検証及び審査(第3条)、勧誘時の情報提供(第6条)、説明書の交付及び確認書の徴求(第10条、第11条)、社内規則の制定及び取扱要領の公表(第12条)、取扱協会員の指定(第13条)等を規定しています。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>者の相応の専門性により、補完することができる制度とする必要がある。すなわち、証券会社の審査（適切な銘柄の選択と投資者の範囲の限定）、発行会社と証券会社による適切な情報提供、投資者の適切な投資判断、公表情報による競争とガバナンス及び適切な監督により、不適切な資金の流れを防ぎ、適切な資金の流れを実現することが必要と考えられる。</p>	
3	<p>「特定投資家等に対する店頭有価証券の取引に関する規則」第3条</p> <p>投資勧誘を行う店頭有価証券の審査・検証</p>	<p>既存制度の銘柄審査の蓄積を踏まえ、ガイドライン等によりさらに基準の具体化が図られるべきである。</p> <p>また、審査項目のみならず審査基準についても情報提供及び公表を行うべきであり、審査の適正について、金融庁・証券取引等監視委員会及び日本証券業協会において、適切な監督が行われるべきである。</p> <p>(理由)</p> <p>銘柄審査は、資金提供先の適切な選択のために重要な役割を果たす。また、銘柄審査は、不適切な発行者による悪質な資金集めを防ぐためにも重要である。かかる観点から、銘柄審査の基準が適切に具体化される必要がある。すでにこれまでの非上場株式の投資勧誘制度において、銘柄審査制度整備が行われてきているが、これら制度の蓄積を踏まえて、銘柄審査の基準をガイドライン等によりさらに具体化すべきである。</p> <p>また、規則案は審査項目の存在を前提としているが、</p>	<p>本規則制定とあわせて公表する本制度のQ&Aにおいて、規則に定める各審査項目について、具体的な審査の対象や審査に際しての視点等を示しています。</p> <p>また、本規則では、本規則に基づき投資勧誘を行おうとする協会員に対して、社内規則の内容に基づく取扱要領の公表を義務付けており、取扱要領には「審査に関する事項」も記載することとしています。</p> <p>なお、審査に関しては、協会員に対して、社内規則の制定、当該社内規則に定めた事項を適切に遂行するための体制整備、当該社内規則の内容に基づく取扱要領の作成・公表などを定めている他、本制度を利用することができる取扱協会員として本協会が指定する際に取扱協会員としての業務を遂行するための体制が整備されていることを確認することや本協会の監査において審査の状況について確認することなどの措置により、適正性を確保しています。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>投資者が投資判断の前提を理解するためには、審査基準の透明性が不可欠であるため、当該ガイドライン等の公表が求められる。</p> <p>また、審査の適正は極めて重要であることから、金融庁・証券取引等監視委員会及び日本証券業協会においても、適切な監督が行われるべきである。</p>	
4	<p>「特定投資家等に対する店頭有価証券の取引に関する規則」第3条</p> <p>当該店頭有価証券への投資に適合性を有する投資家の範囲</p>	<p>特定投資家への移行要件が資産要件だけの者は、対象とすべきでない。</p> <p>投資適合性を有する投資家の範囲の策定について、ガイドラインを定めるべきであり、その策定に向けた情報の収集・蓄積を行うべきである。</p> <p>投資家の範囲を定めるにあたっては、顧客の属性とあわせて、勧誘方法の制限（電話・訪問勧誘の禁止）を検討すべきである。</p> <p>（理由）</p> <p>非上場株式は、上場株式と質的に異なるリスクを有し、また、投資判断には相応の専門性を必要とする。投資者保護及び適切な資金供給の観点から、不適切な投資者に対する投資勧誘が行われ、不適切な投資判断により、投資者被害と不適切な資金供給が行われることは可及的に防ぐ必要がある。かかる観点から、特定投資家への移行要件をみたく一般投資家は、投資勧誘の対象とすべきでない。</p> <p>特に、資産要件のみが特定投資家への移行要件である</p>	<p>本規則においては、準特定投資家（特定投資家への移行要件を充たす者）のすべてを投資勧誘の対象とするのではなく、投資勧誘の対象となる顧客の範囲を銘柄毎に検証することとしています。このように、投資勧誘の対象となる顧客の範囲は銘柄により異なりうることから一律の基準を設けることは馴染まないと考えられます。一方で、店頭有価証券の特性やリスクの内容に応じて投資勧誘の対象となる顧客の範囲を検証されることを確保するため、本規則制定とあわせて公表する本制度のQ&Aにおいて、顧客の範囲の検証に係る考え方を示しています。また、同Q&Aにおいては、顧客の範囲の検証の際に、勧誘の方法についても検証することが考えられる旨を示しています。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>者については、十分な理解や経験を欠く可能性があるため、対象から除外すべきである。</p> <p>また、規則案は投資家の具体的範囲を十分に明示していないが、移行要件をみたす一般投資家を対象にする場合であっても、非上場株式の高いリスクを踏まえると、移行要件をみたす一般投資家のなかで、非上場株式の投資勧誘の適性が認められる投資者は、相応に限定されると考えられる。そこで、対象として認められ得る投資者の範囲の策定基準について、ガイドラインを定めるべきである。</p> <p>さらに、既存の制度においては、例えば、株式投資型クラウドファンディングは、電話・訪問勧誘等の禁止（株式型クラウドファンディング業務に関する規則12条）と投資上限額等により、投資勧誘を限定しており、また、株式コミュニティは、コミュニティ参加者以外の者への勧誘を原則禁止（株主コミュニティに関する規則9条）するなどしている。これらは、投資者の属性とは異なる観点から、投資勧誘の範囲を限定するものである。非上場株式の投資勧誘の対象となる投資家を定めるにあたっては、こうした限定のあり方もあわせて検討すべきである。</p>	
5	「特定投資家等に対する店頭有価証券の取引に	勧誘時の情報提供（6条）について、計算書類は、原則として3年分を求めるべきである。	本制度の対象となる取引である少額免除、少人数私募・私売出しについては、金融商品取引法の開示規制上、情報提供は求められていないものの、投資家保護の観点

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
	関する規則」第6条	<p>(理由)</p> <p>勧誘時には、投資者に、非上場株式の特性やリスクが適切に理解されるとともに、投資判断に必要な情報が適切に提供されることが必要である。</p> <p>規則案6条は、特定証券情報の様式に基づく情報の提供（電磁的方法可）又は公表を求めるところ、特定証券情報の様式では投資対象企業の計算書類は直近のもので足りるとしている。開業して間もない企業では、情報提供する計算書類が直近のもののみとなることもやむを得ないが、投資者にとっては、計算書類において業績がいかにか推移しているかは、投資判断において重要な情報であり、原則として、3年分を求めるべきである。</p>	<p>から、勧誘時の情報提供については、特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）と同等の情報提供を行うことが適当であると整理しています。このため、本規則において、「特定証券情報の様式に基づく情報提供」を行うこととし、経理状況についても、特定証券情報と同様に最近事業年度分の記載することとしています。</p>
6	「特定投資家等に対する店頭有価証券の取引に関する規則」第10条、第11条	<p>取引開始時の説明書の交付及び確認書の徴求（10条）についてはリスク内容を具体的に定めるべきである。その際、以下の事項を記載・説明すべきリスク内容に含めるべきである。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・事業の不確実性が高いこと（成長できない場合や廃業に至る企業も少なくないこと。）。 ・上場会社に比べて開示されている情報が限定的であり、発行体と投資者の間の情報の非対称性が大きいこと。 ・市場が未発達で、その流動性の低さ等から投資者の換金の機会が限られること。 ・インサイダー取引規制等の不公正取引規制が適用されないこと。 	<p>本規則制定とあわせて公表する本制度のQ&Aにおいて、「取引開始時の説明書」の具体的な記載内容や「個別銘柄に係る説明書」の記載上の留意事項を明確化しており、これらの説明書において、上場株式会社とは異なるリスク（流動性、換金性、価格や会社情報の開示・公表、倒産等の可能性、外部監査の有無等）について説明することとしています。</p> <p>なお、他の規則における場合と同様に、これら説明書の記載内容の説明にあたっては、顧客の取引経験、知識等を踏まえ、顧客が理解できるような説明の内容や方法により行う必要があります。確認書の徴求にあたっては、顧客が説明を理解したことを十分に確認したうえで徴求する必要があります。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>・上場株式とは金融商品としての性質が根本的に異なり、格段にリスクが高いこと。</p> <p>また、確認書の徴求は、質問に対する回答を得るなど、理解内容を実質的に確認できる方法によるべきである。</p> <p>(理由)</p> <p>規則案 10 条の店頭有価証券のリスク記載書面の交付・説明、確認書の徴求については、記載・説明すべきリスクの内容を具体化するべきである。そして、具体化に際しては、「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」報告書 3 頁に記載された非上場企業株式のリスクや特性（「事業の不確実性が高い」、「上場会社に比べて開示されている情報が限定的であり、発行体と投資者の間の情報の非対称性が大きい」、「市場が未発達であり、その流動性の低さ等から投資者の換金の機会が限られる」、「インサイダー取引規制等の不公正取引規制が適用されない」）を含めるとともに、必要に応じてこれらをさらに具体化した内容（例えば、規則案 11 条に関して次に述べる事項）を含めるべきである。</p> <p>また、確認書の徴求にあたっては、形式的な書面の徴求にとどまることなく、質問に対する回答を得る等により、実質的に理解を確認することを旨とすべきである。この点、技術的な工夫を促すことも検討すべきである。</p> <p>規則案 11 条の個別銘柄に係る説明書の交付・説明に</p>	

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>については、株式投資型クラウドファンディング（株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則 9 条・10 条）及び株主コミュニティ制度（株主コミュニティ制度に関する規則 15 条）に倣い、非上場株式のリスク内容を具体化する事項を加えるべきである。</p>	
7	<p>「特定投資家等に対する店頭有価証券の取引に関する規則」第 6 条、第 7 条、第 12 条</p>	<p>勧誘時の情報提供（6 条）に関し、特定証券情報の様式に基づく情報は、提供とともに公表が行われるべきである。</p> <p>発行者による定期的な情報提供（7 条）に関し、発行者による定期的な情報提供とともに、公表が行われるべきである。</p> <p>社内規則及び取扱要領（12 条）に関し、取扱要領の公表は重要であり賛成する。</p> <p>銘柄審査基準、対象とする投資家の範囲の基準（3 条関連）及び個別銘柄の審査の内容も、投資判断の際に重要な情報となり得るものであり、公表すべきである。</p> <p>（理由）</p> <p>本制度は、投資者に対して銘柄情報を提供し、投資者の投資判断のもとで、非上場株式の取得をさせるものであるが、その適正確保のためには、可能な限り透明性が確保され、競争とガバナンスができるだけ機能するしくみが整えられるべきである。</p> <p>非上場株式は、それだけでも投資対象としてはかなりリスクの高く、銘柄によっては投資対象としての適性を</p>	<p>本制度の対象となる取引である少額免除、少人数私募・私売出しについては、金融商品取引法の開示規制上、情報提供は求められていないものの、本規則においては、投資家保護の観点から、投資勧誘を行う店頭有価証券について、「特定証券情報の様式に基づく情報提供」等を提供又は公表することとしております。これにより、顧客は投資判断に必要な情報を入手したうえで、投資判断を行うことができるようになります。かかる趣旨からは、顧客が「特定証券情報の様式に基づく情報提供」等入手できるように措置することが重要であり、その方法を「公表」に限定する必要はないと思料します。</p> <p>なお、本制度が主として参考としている特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）においても、特定証券情報等については「提供又は公表」の方法によることとされています。</p> <p>「銘柄審査基準及び対象とする投資家の範囲の基準の公表」のうち「銘柄審査の基準」につきましては、取扱協会が公表することとされている取扱要領（第 12 条）において「検証及び審査の項目並びに手法の概要」について記載することを、当該取扱要領の作成上の注意</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>欠くが、かかる非上場株式を扱う投資勧誘が乏しい情報公表のもと不透明な環境の中で行われるときには、不適切な売買により、投資被害と不適切な資金提供が行われるリスクは高まる。また、特定投資家への移行要件を有する者でも、投資に踏み出すハードルは極めて高いものとなるとも考えられる。</p> <p>かかる観点から、特定証券情報の様式に基づく情報（6条）は、公表がされるべきである（条項案中の「提供又は公表」は「提供及び公表」とすべきである。）。また、発行者による定期的な情報提供（7条）についても、公表を求めるべきである。</p> <p>情報の公表が可能な限り豊富に行われる状況は、情報通信技術の発達を背景に、今後、情報利活用によりさらに新たなガバナンスやサービスの創出をも促し得るものであり、制度の肝ともなり得る。透明性確保の観点から、証券会社の取扱要領（12条）の公表も、極めて重要である。</p> <p>さらに、銘柄審査基準及び対象とする投資家の範囲の基準についても、それが公表されることにより、透明性が高まるとともに、市場における競争やガバナンス、専門家による分析等を通じて、改善や精緻化が促され得る。これらも公表すべきであり、一覧性を有する形での情報提供を検討すべきである。</p>	<p>事項にて求めております。</p> <p>また、「対象とする投資家の範囲の基準」につきましては、勧誘を行おうとする店頭有価証券の銘柄毎に、投資勧誘を行う顧客の範囲に適合することについて検証することを、規則案第8条第2項で求めているため、顧客の範囲について一律の基準を設定・公表することは馴染まないものと思料いたします。なお、想定する顧客の範囲につきましては、「個別銘柄に係る説明書」に記載することとされています。</p>

以上