

非上場株式の一層の活用のための「店頭有価証券に関する規則」及び 「株主コミュニティに関する規則」の一部改正について(案)

令和 2 年 9 月 16 日
日本証券業協会

I. 改正の趣旨

昨今、コーポレートベンチャーキャピタルや海外の政府系ファンド等による非上場企業への投資ニーズやスタートアップ企業をはじめとした非上場企業の資金調達ニーズが高まっており、協会員がこうしたニーズに応えることによって、仲介者としての役割を果たすことが期待されているところである。

新規・成長企業等へのリスクマネーの供給促進については、近年の政府の成長戦略等において掲げられているところであり、このような非上場企業に対する投資及び資金調達環境の変化も踏まえ、今般、「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ」(以下「本WG」という。)における検討を経て、自ら企業価値評価等が可能な特定投資家への店頭有価証券の投資勧誘規制を整備するための「店頭有価証券に関する規則」の一部改正を行うこととする。

また、昨年 8 月、株主コミュニティ制度の利活用に向けた「株主コミュニティに関する規則」の一部改正を行ったところであるが、同制度の更なる利活用に向け、同制度を利用した資金調達及び上場廃止銘柄の取扱いを円滑に行いやすくするため、本WGにおける検討を踏まえ「株主コミュニティに関する規則」の一部改正を行うこととする。

II. 改正の骨子

1. 「店頭有価証券に関する規則」の一部改正について

- (1) 企業価値評価等が可能な特定投資家に対して店頭有価証券の投資勧誘を行うことができることとし、そのために必要な規定を整備する。
(第 4 条の 2)
- (2) 適格機関投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘について、本協会への事後報告を義務付ける。
(第 4 条第 4 項)
- (3) 店頭取扱有価証券の投資勧誘について、本協会への事前の届出を事後報告に変更する。
(第 6 条第 1 項及び第 4 項)
- (4) その他所要の整備を図る。

2. 「株主コミュニティに関する規則」の一部改正について

- (1) 株主コミュニティへの参加に関する勧誘が可能となる者（参加勧誘対象者）を拡充する。（第9条第2項）
- (2) 株主コミュニティ銘柄に関する公表可能情報を拡充する一方で、私募等の取扱い等を行う旨の公表は不要とする。（第12条）
- (3) 株主コミュニティ銘柄の私募等の取扱い等に関する勧誘資料の明確化を図るとともに、私募等の取扱い等を行う場合の必要事項を定める。
（第13条第2号へ及びト、第16条の2第1項から第3項）
- (4) 参加勧誘対象者に対する少人数私募を行う場合については、株主コミュニティに参加することを取得の条件として、株主コミュニティ参加者以外への投資勧誘を可能とする。（第16条の3）
- (5) 上場廃止銘柄の取次ぎ等に係る投資勧誘の特例を新設し、そのために必要な規定を整備する。（第32条から第34条）
- (6) その他所要の整備を図る。

Ⅲ. 施行の時期

この改正は、令和2年12月1日から施行する。

以 上

パブリックコメントの募集スケジュール等

(1) 募集期間及び提出方法

① 募集期間：令和2年9月16日(水)から令和2年10月15日(木)17:00まで（必着）

② 提出方法：郵送又は専用フォームにより下記までお寄せください。

郵送の場合：〒103-0027 東京都中央区日本橋2丁目11番2号

日本証券業協会 エクイティ市場部 宛

専用フォームの場合：<https://www.jsda.or.jp/contact/app/Contact.php?id=33>

(2) 意見の記入要領

次の事項のご記入のうえ、ご意見をご提出ください。

- ① 氏名
- ② 連絡先（電子メールアドレス、電話番号）
- ③ 会社名（法人又は団体としてご意見を提出される場合、その名称をご記入ください。）
- ④ 意見の該当箇所
- ⑤ 意見

⑥ 理由

○ 本件に関するお問い合わせ先：

日本証券業協会 自主規制本部 エクイティ市場部 (03-6665-6770)



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。



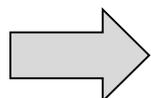
○日本証券業協会 「当面の主要課題」(2019年7月策定)

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。

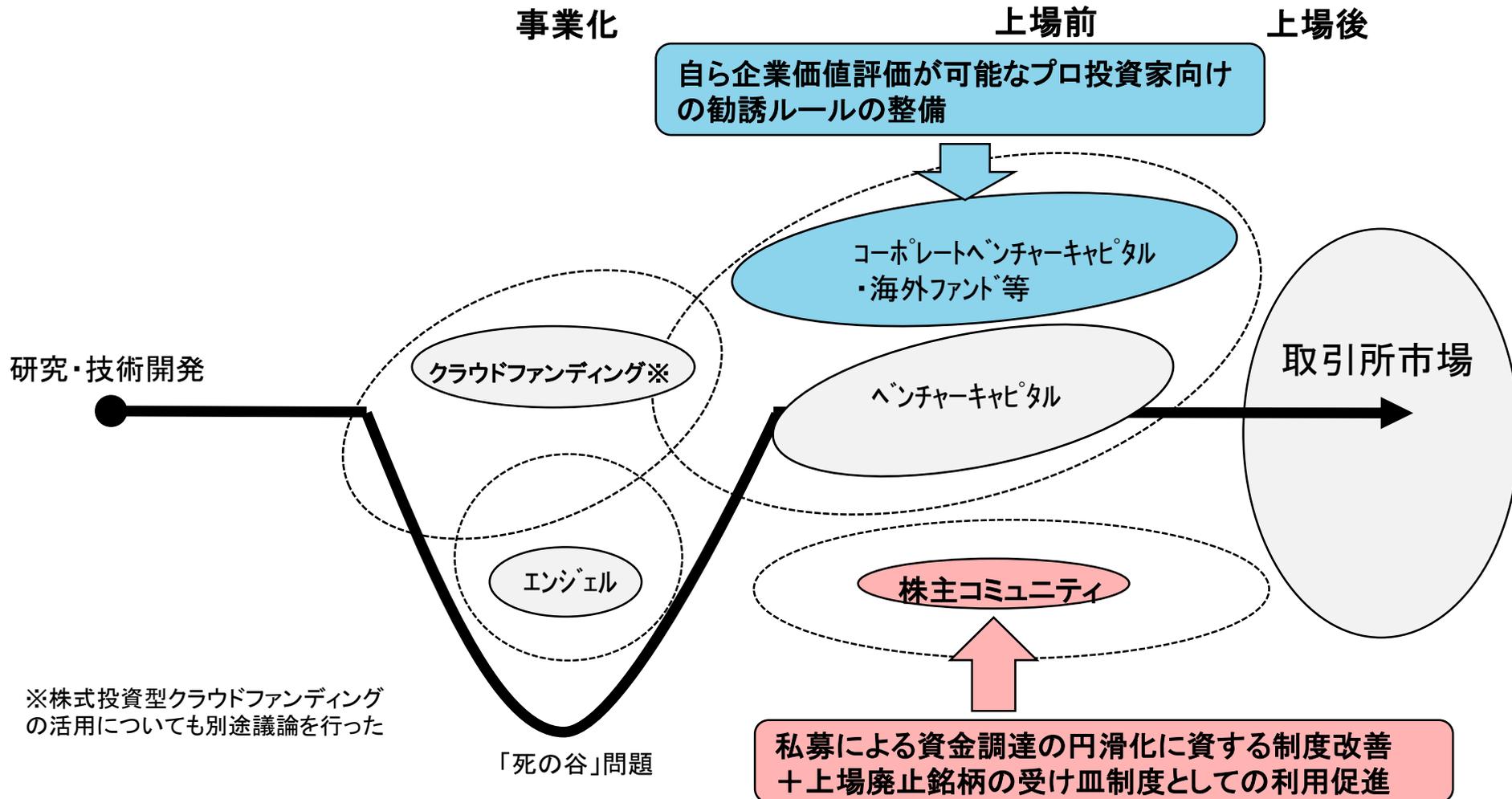
株式投資型クラウドファンディング制度及び株主コミュニティ制度の適切な利用に向けて、モニタリングや周知活動を行う。



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



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

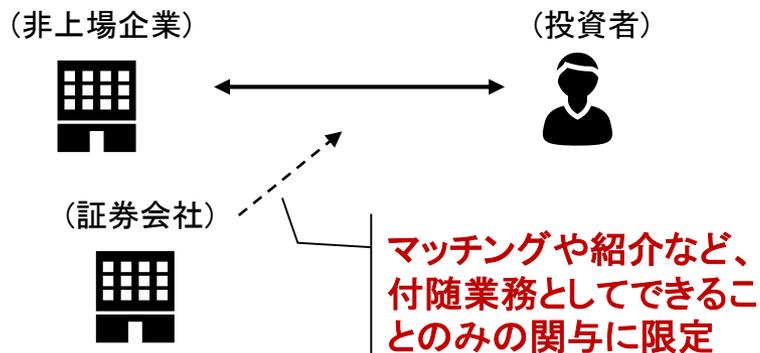
- 発行者に関する情報の提供を義務付ける（顧客が提供不要とした場合はこの限りでない）
①企業概要、②事業概要、③財務情報等
④私募の取扱いを行う場合は、将来の見通しに関する事項
※具体的な提供資料は個別案件の実情に応じて各社で判断
具体例：①～③は会社法上の事業報告・計算書類、④は事業戦略・事業計画・資金用途等
- 発行者に対する反社確認や事業の実在性等のチェック等（Q & A等で明確化）

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

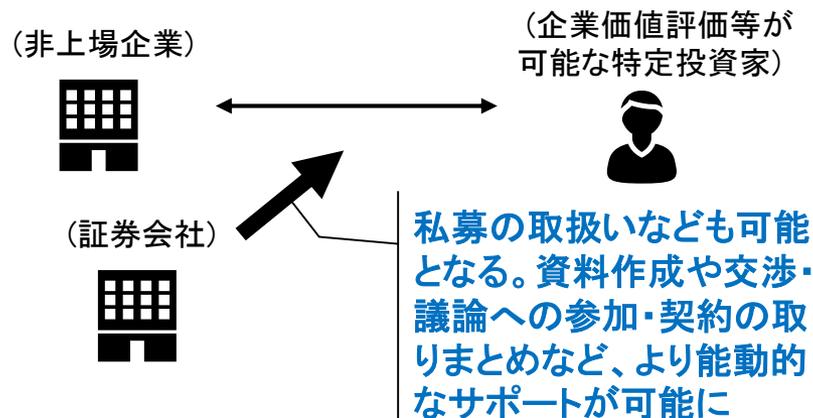
現行



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 	左記に加え、 <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軽化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

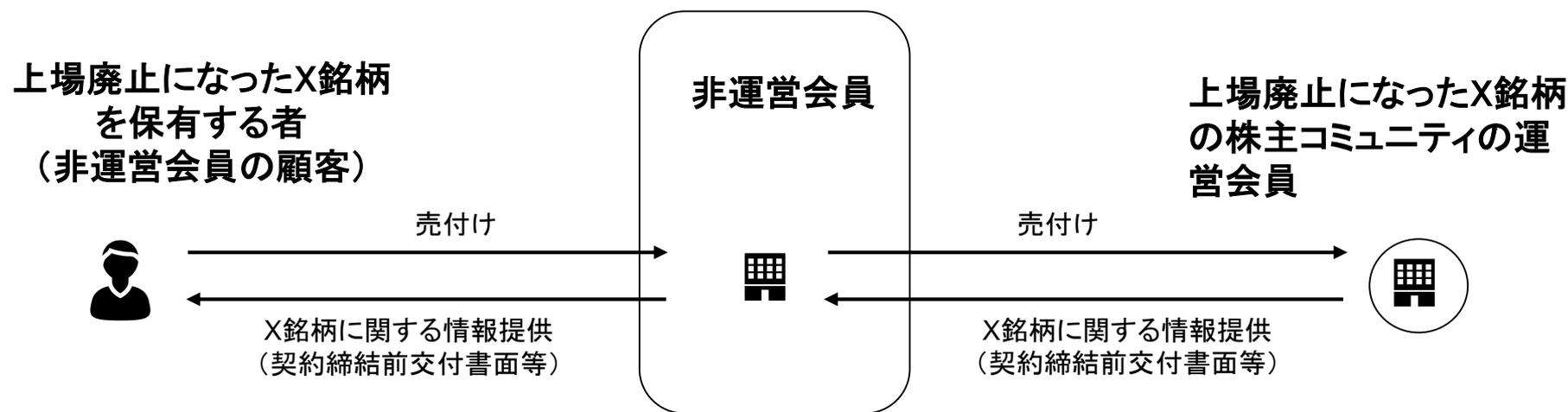
現行	改正後
<ul style="list-style-type: none">◆ 銘柄名◆ 発行者のウェブサイトのURL等◆ 株主に対する特典◆ 募集等の取扱い等を行っている場合はその旨等	<p>左記の情報に加え、以下の情報を公表可能とする</p> <ul style="list-style-type: none">◆ 発行者の業種◆ 発行者の本店所在地◆ 有報提出会社の場合はその旨◆ 発行者の事業概要

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