



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料5

非上場株式等の発行・流通市場の活性化

2021年5月25日
日本証券業協会

1. 「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」 について

1. 本懇談会設置の趣旨

・政府において、非上場企業の資金調達の円滑化と手段の多様化、成長資金の円滑な供給に向けた非上場株式等の発行・流通市場の見直し等について検討

→ 2020年11月、市場関係者のニーズ等に基づいて非上場株式取引制度の課題・改善策について検討するため、「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」を設置

2. 本懇談会における検討事項

- ① 市場関係者(発行会社、投資家、市場仲介者)からの視点での我が国非上場株式取引制度の課題・改善策
- ② 海外制度を踏まえた我が国の非上場株式取引の発行市場・流通市場の在り方について
- ③ その他

※市場関係者のニーズを踏まえつつ検討

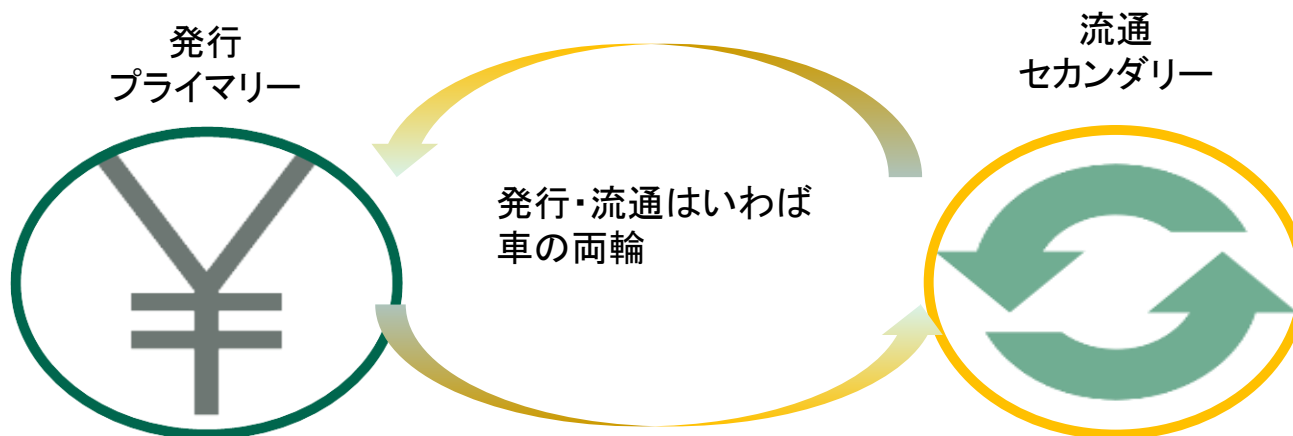
3. 本懇談会の検討状況、今後の予定

・これまで5回開催し、我が国の非上場株式取引制度に関する諸課題について洗い出しを行い、各市場参加者によるプレゼンテーションを通じて、これら諸課題への解決策やニーズなどについて認識・共有を図りつつ、検討を行っている

・本懇談会の検討結果については、本年6月を目途に報告書として取りまとめる予定

2. 懇談会での検討の視点

投資家に魅力があり企業価値向上に繋がる金融資本市場の整備として、
非上場株式の発行・流通市場の活性化が喫緊の課題



【現状】

発行会社の私募等でのエクイティファイナンスが米国と比較すると僅少

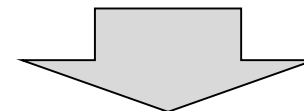
⇒ 日本証券業協会の自主規制規則で証券会社等による非上場株式の投資勧誘が一部例外を除き禁止されており、証券会社等の私募の取扱い等での関与が限定的



株式による資金調達の円滑化・多様化が必要

【現状】

米国と比較してセカンダリー取引が活況ではない状況
⇒ 日本証券業協会の自主規制規則で証券会社等による非上場株式の投資勧誘が一部例外※を除き**原則禁止**されており、**流通が制限的**
※一部例外は、非上場株式の投資勧誘制度(参考3)参照



流通市場の活性化が必要

このほか、証券会社等による取扱いが可能な「株主コミュニティ」及び「株式投資型クラウドファンディング」についても制度改善策を検討

3. 証券会社等の関与ニーズが想定される非上場企業や投資家層

	証券会社等の関与が想定される者	証券会社等への具体的な関与ニーズ
非上場企業 (発行者)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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、上場を目指したい企業 ■ 死の谷が深く長いビジネスモデルのため、短期的な上場が難しい企業 など 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ 国内外の機関投資家を含む幅広い投資家の紹介・交渉 ■ プラットフォーマーによるセカンダリー取引の場の提供 など
プライマリー出資者 (投資家)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国内大規模投資家(保険会社、金融機関、投資信託、年金ファンド等) ■ 海外投資家(ミューチュアルファンド等) ■ オープンイノベーションに取組む企業、CVC ■ エンジェル投資家、ビジネス経験豊富な企業経営者 など 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ このほか、以下のような関与を期待 <ul style="list-style-type: none"> ・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
セカンダリー売り手 (会社関係者・投資家)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 会社関係者(発行会社及びその役員等) ■ CVC、事業会社 ■ 国内大規模投資家 ■ エンジェル投資家 など 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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
セカンダリー買い手 (投資家)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ エンジェル投資家、ビジネス経験豊富な企業経営者 など 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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

⇒証券会社等の関与が想定される投資家は、リスク許容度が相当程度高く、
金商法上の「特定投資家」(プロ成りを含む)に該当する投資家層 (セカンダリー売り手の会社関係者は特定投資家とは限らない)

4. 特定投資家私募の整備による制度改善策

非上場企業の株式による資金調達の 円滑化・多様化

制度改善策

証券会社等を活用した特定投資家私募
による資金調達の環境整備のため

開示規制の整備

⇒米国のレギュレーションDを参考に、特定投資家私募の
開示規制を整備【法令及び自主規制規則】※1

※1 特定投資家私募制度(日本版レギュレーションD)等の整備(参考1)参照

投資勧誘ルールの整備

⇒特定投資家私募を行う際の勧誘ルールを整備
【自主規制規則】※2
(取扱証券会社の指定や発行会社に対する審査等
の投資家保護策を検討)【自主規制規則】※2

※2 特定投資家私募に係る勧誘ルールの整備(参考2)参照

施策の効果

上記施策により、証券会社等が非上場企業や投資家からの関与ニーズに応えられると
ともに、市場仲介者としての機能を発揮できる

非上場株式の流通市場の活性化

制度改善策

セカンダリー取引への証券会社等の関与を
可能とするため

投資勧誘ルールの整備

⇒特定投資家私募で発行された有価証券及び会社関
係者等の既存株主の売却に関するルールを整備
【自主規制規則】※2

その他

⇒証券会社等が特定投資家向け有価証券のセカンダ
リー取引をウェブサイト上に取引の場を提供して行う
場合、当局の認可が必要な私設取引システム運營業務
(PTS)への該当性について整理が必要

5. 株主コミュニティ・株式投資型クラウドファンディングの 制度改善策

株主コミュニティ

1. 株主コミュニティ制度における特定投資家向け

施策

○特定投資家に対する株主コミュニティへの参加勧誘の解禁及び複数コミュニティへの一括勧誘を可能とする

2. 株主コミュニティ制度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可能とする

○既存株主が株式を売却をする場合は、株主コミュニティに参加せずとも投資勧誘を認める

3. 株主コミュニティ制度への参加勧誘規制の改善

○有価証券報告書等の提出会社が組成する株主コミュニティには、幅広い投資家への株主コミュニティへの参加勧誘を可能とする

株式投資型クラウドファンディング

1. 投資上限額の見直し

○プロ投資家である特定投資家については、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ことから、投資上限額を見直す

2. 発行可能総額・少人数私募の算定方法の見直し

○発行可能総額(1億円未満)算定にあたり合算の対象を投資型CFで調達した金額に限定するとともに、少人数私募の人数通算期間を6か月から3か月に短縮する

※上記事項については、市場制度WGで検討中

參考資料

(参考1) 特定投資家私募制度(日本版レギュレーションD)等の整備

【制度改善策(案)】

- 米国のレギュレーションD(ルール506)※を参考に、TOKYO PRO Market以外でも特定投資家私募を行えるように金融庁告示や自主規制規則を整備
 - 特定証券情報の内容は日本証券業協会の自主規制規則において記載事項を規定
 - 対象有価証券は、非上場株式及び私募投資信託などを想定
- ※プロ投資家(自衛力認定投資家等)向けの私募発行制度

【特定投資家私募制度】改正等が必要なものは下線

対象投資家	特定投資家(いわゆるプロ成り投資家も含む)
取得勧誘の方法	・制限なし ・開示が行われていないことや特定投資家以外の者に転売を行わない旨等の契約を締結することが取得の条件であること等を告知
開示資料 (特定証券情報)	・ <u>特定証券情報の作成・交付【告示改正及び自主規制規則の整備が必要】</u> (発行会社が作成し、証券会社が勧誘時に特定投資家に交付) ・開示義務違反については民事責任・課徴金・刑事罰あり

(参考2) 特定投資家私募に係る勧誘ルールの整備等

【制度改善策(案)】

- 本協会の自主規制規則において、特定投資家に対する非上場株式及び私募投資信託などのプライマリー取引及びセカンダリー取引に関する勧誘ルールを整備する

勧誘ルールのイメージ	
対象投資家	特定投資家(いわゆるプロ成り投資家も含む)
対象株式	特定投資家向け有価証券(非上場株式・私募投資信託など)
対象取引	特定投資家向け取得勧誘、売付勧誘等
転売制限	証券会社と特定投資家向け有価証券を取得する者等との間で、特定投資家以外の者への転売を行わない旨の契約を締結
取扱証券会社	社内規程の整備等、内部管理体制を確認したうえで、日本証券業協会が「取扱証券会社」を指定
取扱証券会社による発行会社に対する審査	①発行会社の財務状況 ②発行会社の法令遵守状況を含めた社会性 ③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 ④事業計画等の妥当性、調達する資金の使途の妥当性 ※セカンダリーの場合は、上記④を除く
取引開始基準や説明義務等	・対象投資家(特定投資家)について、投資経験、リスク許容度などの取引開始基準の必要性について検討 ・投資家に対する説明義務(投資のリスク等) など ※顧客が反社会的勢力でないことの確認は、自主規制規則にて手当済

- 特定投資家に対する非上場株式等のプライマリー取引及びセカンダリー取引に関する勧誘ルールを整備するにあたっては、株式の売却ニーズを持つと考えられる発行会社の既存株主による特定投資家への株式売却も認める

(参考3)非上場株式の投資勧誘制度

	プロ向け			一般投資家を含む幅広い投資家向け			
	適格機関投資家 私募	少人数私募	新ルール案 特定投資家私募	開示会社の 非上場株式	株式投資型CF	株主 コミュニティ	グリーンシート銘 柄制度 (2018年廃止)
勧誘対象者	適格機関投資家	自らDD可能な 特定投資家	特定投資家	一般投資家等		会社関係者 等 (参加勧誘)	一般投資家等
対象取引	プライマリー・セカンダリー			プライマリーのみ		プライマリー・セカンダリー	
情報開示	—	発行者に 関する情報 (自主規制)	特定証券情報 (法令及び自主規 制)	有価証券報告書又 は会社内容説明書 等(法令又は自主規 制)	発行者・募集に 関する情報等 (法令又は自主規 制)	会社法ベース の企業情報等 (自主規制)	有価証券報告書 又は会社内容説 明書等 適時開示義務有
金額制限	—	—	—	—	発行者1億円未満 投資者:50万円以 下	—	—
その他	適格機関投資家 以外への譲渡制 限	少人数私募要件	特定投資家以外 への譲渡制限	2年間の譲渡制限	—	株主コミュニ ティ内のみ取 引可能	保振の利用義務 等
対協会	事後報告	事後報告	取扱証券会社の 指定等	事後報告	取扱要領提出等	運営会員の 指定等	取扱会員の 指定等

※ グリーンシート銘柄制度及びフェニックス銘柄制度については、外部監査の受検が必須であるとともに、適時開示義務等が課せられていたことにより、制度利用が低迷（グリーンシート銘柄制度は2018年に廃止。フェニックス銘柄制度は2016年6月30日以降指定銘柄なし）