

店頭有価証券等の特定投資家に対する 投資勧誘等について



日本証券業協会 エクイティ市場部 主任

呉竹 真帆

■ 1. はじめに

日本証券業協会（以下「本協会」という。）では、2022年4月1日、「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」（以下「特定投資家投資勧誘規則」という。）の制定及び「株主コミュニティに関する規則」（以下「株主コミュニティ規則」という。）の一部改正等を行った（両規則ともに7月1日

施行予定。）。

本稿では、両規則の制定及び改正の経緯、その内容等について概説するが、意見に亘る部分は筆者の私見にとどまることを申し添える。

■ 2. 懇談会及びワーキング・グループにおける議論

非上場株式は、投資者保護の観点から、長年に亘り証券会社による投資勧誘が一部の取引を除いて原則禁止とされており、証券会社等が非上場株式の発行・流通に関与する場面は極めて限定されてきたといえる。一方で、政府においては新規・成長企業に対するリスクマネー供給・促進が提言されており、足元でも非上場企業に対する成長資金の供給を促進するための制度見直しについて、規制改革実施計画等で提言されているところである。

このような潮流を受け、非上場企業による

〈目次〉

1. はじめに
2. 懇談会及びワーキング・グループにおける議論
3. 「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」の概要
4. 「株主コミュニティに関する規則」の一部改正の概要
5. おわりに

リスクマネーの調達に証券会社がさらなる役割を果たすため、本協会の「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」（以下「非上場懇談会」という。）において、非上場株式による資金調達機会を拡大させるための課題やその改善策、海外制度を踏まえた非上場株式の発行・流通市場の在り方等について検討を行い、2021年6月に報告書を公表した。報告書では、下記のとおり特定投資家私募制度の整備や株主コミュニティ制度の見直し等の必要性について取りまとめられている。

(1) 特定投資家私募制度の整備

米国においては、有価証券の募集に係る登録・開示規制が適用除外とされる類型が複数整備されているが、中でもレギュレーションDがスタートアップ企業の資金調達の際に広く利用されており、自衛力認定投資家と呼ばれるプロ投資家を対象とする場合等であれば簡易な開示で足る規定になっている。こうした状況を踏まえ、非上場懇談会においては、日本でもそのような米国の制度を参考として、プロ投資家を対象とした発行・流通市場の制度整備ができないかとの議論が行われた。

議論の中では、非上場企業が日本におけるプロ投資家（適格機関投資家に該当しない大規模な投資家や、金融リテラシーが高く富裕な個人投資家を含む）に対して広く株式を発行できるようにするためには、特定投資家に

対する株式の発行制度を整備することが適当であるとされた。金融商品取引法（以下「金商法」という。）上、特定投資家向けの枠組みとしてすでに特定投資家私募が存在するが、非上場株式に係る特定証券情報等に関する法令等の整備がなされておらず、プロ向け市場であるTOKYO PRO Marketを除き特定投資家私募は利用が想定されていない状況となっている（注1）。そこで、米国におけるレギュレーションDのように広く利用される制度を目指し、日本においても幅広い非上場株式を対象とした特定投資家私募制度の整備を行うことが提言された。

また、米国のレギュレーションDは、非上場株式だけでなく社債やファンドなどの発行にも活用することが可能であり、特にファンドによって積極的に活用されている。今回、特定投資家を対象とした制度設計を行うタイミングで、日本においても私募の投資信託等を対象としたプロ向けの私募制度を整備してはどうかとの意見を踏まえ、非上場株式だけではなく私募投資信託等も制度の対象とすべく議論を行った。

制度設計に際しては、本協会が指定した取扱協会員のみが業務を行えるようにすることや、顧客への開示情報である特定証券情報等の整備を行うこと等により、投資者保護を十分に図れるよう議論を進めた。他方、発行者の視点からは、特定証券情報等の作成が過度な負担にならないよう留意することで使いやすい制度にすべきとの意見もあり、これら投

資者保護の観点と発行者及び取扱協会の事務負担の双方のバランスを考慮して、制度設計を行っていく必要があることが課題として挙げられた。

(2) 株主コミュニティ制度の改善

株主コミュニティ制度とは、運営会員である証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、これに参加している投資者に対してのみ投資勧誘を認める制度である。非上場企業は、株主コミュニティ制度を活用することにより、コミュニティを通じて資金調達を行うことや、コミュニティ内で自社株式の取引の場を設けることが可能となる。

株主コミュニティに参加できる投資者に制限はないが、発行者の役員、従業員、その親族、既存株主といった会社関係者等のほか、新規成長企業等を支援する投資者、発行者の財・サービスの提供を受けている方等の参加が想定される。

規則上、証券会社から投資者に対して株主コミュニティへの参加に関する勧誘を行うことは、一部の者を除き原則禁止とされている。また、株主コミュニティ銘柄の取引は原則として株主コミュニティに参加している者のみが行えることとなっている。

制度創設の2015年5月から、株主コミュニティの参加者数及び取引実績は年々増加しているものの、未だ活況とはいえない状況である。その要因の一つとして、前述のとおり、

運営会員による株主コミュニティへの参加に関する勧誘が、下記①から⑤に掲げる発行者の会社関係者等に対する場合を除き禁止されていることが挙げられる。

- ① 既存株主
- ② 発行者の役職員
- ③ 元株主、元役職員
- ④ 発行者の役職員の親族
- ⑤ 発行者の関係会社の役職員

これまでは、株主コミュニティ制度は「企業をよく知る者」を中心とした参加者による取引を想定した制度設計であったが、前述の参加に関する勧誘が可能な投資者の範囲が限定されているという点を踏まえ、ビジネス経験が豊富で余裕資金のある企業経営者や地元企業への投資に関心を持つ富裕層等のリスク許容度の高いプロ投資家に対しても株主コミュニティへの参加勧誘を認めることが適当であると指摘された。その他にも、株主コミュニティのさらなる活性化の観点から、会社関係者等の企業をよく知る者であれば、勧誘時点において株主コミュニティに参加していなくとも、株主コミュニティへの参加を取得の条件として投資勧誘を認めること等の制度改善が必要であるとされた。

以上、非上場懇談会報告書において挙げられた上記(1)、(2)の課題及び提言に基づき、本協会の「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」（以下「非上場WG」という。）において実務的な観点から具体的な議論を行い、特定投資家を対象

(図表1) 国内有価証券の区分ごとの審査項目

有価証券の区分	審査項目
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、発行者の法令遵守状況を含めた社会性、発行者の反社会的勢力への該当性等、取扱協会と発行者との利害関係の状況、当該店頭有価証券に投資するにあたってのリスク (私募又はその取扱いを行う場合) 事業計画の妥当性・資金使途の妥当性
国内投資信託受益証券	—
国内投資証券等	資産の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、発行者の反社会的勢力への該当性等

とした投資勧誘に係るルールである特定投資家投資勧誘規則の制定及び株主コミュニティのさらなる活性化を図るための株主コミュニティ規則の改正を行うに至った。

3. 「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」の概要

(1) 対象となる取引

本規則は、投資勧誘が①金商法第2条第3項第2号口に掲げる私募（いわゆる特定投資家私募）又はその取扱いに該当するものである場合、②特定投資家向け売付け勧誘等又はその取扱いに該当するものである場合を対象としている。対象となる有価証券は、店頭有価証券（我が国の法人が国内において発行する取引所金融商品市場に上場されていない株券、新株予約権証券又は新株予約権付社債券）と投資信託等（金商法第2条第1項第10号に規定する投資信託の受益証券又は金商法第2条第1項第11号に規定する投資証券若しくは新投資口予約権証券であって、取引所金融商

品市場に上場されていないもの）である。

また、国内の取引所金融商品市場へ上場されていない外国株券、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については、本協会自主規制規則の「外国証券の取引に関する規則」に特定投資家投資勧誘規則への準用規定が設けられており、国内有価証券と同様の規定が適用される。

(2) 検証及び審査

取扱協会員は、特定投資家投資勧誘規則に基づき、投資勧誘を行おうとする有価証券について検証及び審査を行うことと規定されている。図表1のとおり、有価証券の区分ごとに各項目に係る審査を行い、その審査結果に基づき当該有価証券の内容やリスクについて十分に把握したうえで、顧客に対して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について検証することとなる。なお、投資信託受益証券の発行者は、金融商品取引業者及び一般社団法人投資信託協会の会員として体制整備が求められている

(図表 2) 特定証券情報の記載項目

店頭有価証券	<p>【第一部 証券情報】 新規発行有価証券（発行数、種類） 取得勧誘の方法及び条件（発行価額の総額、申込期間、資本組入額、取得勧誘の委託契約の内容等） 手取金の使途、売付け有価証券（有価証券の種類、売付け価額の総額等） 売付けの条件（売付け価格、申込期間、売付けの委託契約の内容等）、事業等のリスク等</p> <p>【第二部 企業情報】 企業の概況（沿革、事業内容等）、発行者の状況（株式等の状況、役員の状況、コーポレートガバナンスの状況） 経理の状況（貸借対照表等）、株主の状況</p>
国内投資信託 受益証券	<p>【第一部 証券情報】 ファンドの名称、受益証券の形態、信託金の限度額、発行価格、申込手数料、申込単位、申込期間 申込払込取扱場所、払込期日、振替機関に関する事項、その他</p> <p>【第二部 ファンド情報】 ファンドの性格（特色、仕組み）、投資方針（投資対象、配分方針等）、投資リスク、手数料及び税金 運用状況（運用資産、運用実績）、申込・解約手続き等、資産管理等の概要、受益者の権利等</p> <p>【第三部 委託会社等の概況】</p>
国内投資証券等	<p>【第一部 証券情報】 投資法人の名称、投資証券の形態、発行数、発行価格、申込手数料、申込単位、申込期間、申込証拠金 申込払込取扱場所、払込期日、引受け等の概要、振替機関に関する事項、手取金の使途等</p> <p>【第二部 ファンド情報】 投資法人の概況（投資法人の特色、仕組み、機構、投資法人の出資総額、主要な投資主の状況） 投資方針（投資対象、配分方針等）、投資リスク、手数料及び税金、運用状況（投資資産、運用実績） 手続等の概要、管理及び運営の概要</p>

運用会社であるため、発行者への審査については不要としている。

(3) 特定証券情報の提供又は公表

金商法第27条の31の規定に基づき、いわゆる特定投資家私募又は特定投資家向け売付け勧誘等に際しては、当該勧誘等が行われる時までに特定証券情報の提供又は公表を行わなければならない。特定投資家投資勧誘規則においては、有価証券の区分に応じて特定証券情報の記載様式を定めており、取扱協会員はこれに基づいて作成した特定証券情報が提供又は公表されている場合に限り、特定投資家投資勧誘規則に基づく投資勧誘を行うことができると規定している。

特定投資家投資勧誘規則に定める特定証券

情報の内容は、第一部の証券情報、第二部の企業情報（投資信託等の場合はファンド情報）、第三部の委託会社等の概況（投資信託受益証券のみ）から構成される（記載項目の詳細は図表2参照）。非上場懇談会においては、非上場企業の特定証券情報の作成負担に鑑みた内容を検討すべきとの議論があり、その後の非上場WGにおいてプロ投資家が投資判断を行うのに十分な情報としつつも、発行者の作成負担が過度にならないよう、双方のバランスを考慮して記載内容を検討した。また、発行者の負担に鑑み、特定証券情報の企業情報における計算書類に対する監査報告書の添付は要件としておらず、受検している場合には当該監査報告書を添付する一方、受検していない場合にはその旨を特定証券情報に

(図表3) 顧客への交付等書面

資料	内容
①取引開始時の説明書 (第10条)	顧客が初めて店頭有価証券又は投資信託等を取引する際に交付する書面(それぞれの有価証券の区分につき、初回のみ交付を行う)
②上記説明書に係る確認書 (第10条)	上記説明書の内容を理解し、顧客自らの判断と責任において取引を行う旨の確認書を受け入れる
③個別銘柄に係る説明書 (第11条)	投資勧誘を行う際に交付する個別銘柄のリスク等を記載した書面(損失が生じるリスクの内容、換金・解約の条件等)

記載することとしている。

(4) 発行者情報の提供又は公表

金商法第27条の32の規定に基づき、特定投資家向け有価証券の発行者又は特定証券情報の提供又は公表をした発行者は、事業年度ごとに1回以上、有価証券を所有する者に発行者情報を提供又は公表しなければならない。特定投資家投資勧誘規則において、(3)の特定証券情報と同様に発行者情報についても記載様式を定めており、取扱協会員は、特定投資家投資勧誘規則に基づく投資勧誘により店頭有価証券等を保有するに至った顧客に対して、発行者情報につき自ら提供若しくは公表又は発行者による提供若しくは公表が行われていることを確認しなければならないとされている。

特定投資家投資勧誘規則に定める発行者情報の内容は、図表2に掲げる特定証券情報の記載項目のうち、第二部及び第三部に相当する企業情報(投資信託受益証券の場合はファンダ情報)と委託会社の概況(投資信託受益証券のみ)から構成される。

(5) 説明書面の交付等

特定投資家投資勧誘規則に基づき顧客に店頭有価証券等の勧誘を行う際には、図表3のとおり書面の交付等を行わなければならないと規定されている。特定投資家投資勧誘規則の対象は、一般投資家に比してリスク管理能力の高い特定投資家であるものの、取引対象となる有価証券が比較的にリスクの高い商品であることを踏まえ、このような投資者保護策を講じている。

(6) 取扱協会員の指定

投資者保護の観点から、特定投資家投資勧誘規則に基づく勧誘を行うに際しては、本協会が「取扱協会員」として指定した協会員のみが当該業務を行えることとしている。取扱協会員は、特定投資家投資勧誘規則に定める所定の事項に係る内容について社内規則を作成し、当該社内規則を遵守するための体制を整備するとともに、社内規則に基づき取扱要領^(注2)を作成及び公表する必要がある。

(7) 外国有価証券における準用規定

(1)にも記載のとおり、「外国証券の取引に

(図表 4) 外国有価証券の区分ごとの審査項目

有価証券の区分	審査項目
外国株券等	店頭有価証券と同様 (図表 1 参照)
外国投資信託受益証券	最低純資産の額、保管場所の指定、借入れの制限、同一法人の株式の取得制限、価格の透明性の確保、不適切取引の禁止、経営者の変更、買取方法の明確性
外国投資証券等	図表 1 中の国内投資証券等の審査項目に加え、最低純資産の額、保管場所の指定、同一法人の株式の取得制限、自己証券の取得禁止、不適切取引の禁止、経営者の変更、買取方法の明確性

関する規則」において特定投資家投資勧誘規則への準用規定を設けることで、外国有価証券についての制度整備も併せて行っている。検証及び審査（審査内容は図表 4 参照）、反社会的勢力の排除、特定証券情報及び発行者情報の提供又は公表、投資勧誘等の方法、内部管理体制等の事項について、特定投資家投資勧誘規則に定める国内有価証券の規定と同様の内容を定めている。

■ 4. 「株主コミュニティに関する規則」の一部改正の概要

非上場懇談会等での議論を踏まえ、株主コミュニティ規則においても、リスク許容度の高い特定投資家への参加勧誘の解禁等に係る規則改正を行っている。

(1) 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

証券会社による顧客への株主コミュニティへの参加に関する勧誘は原則禁止とされており、2(2)に記載のとおり、発行者の会社関係者等に対してのみ参加に関する勧誘が認められていた。

しかし、前述の非上場懇談会等での議論を踏まえ、参加に関する勧誘を行える者について、2(2)の①から⑤に掲げる発行者の会社関係者等に加えて、「特定投資家」を新たに追加した。本改正により、特定投資家に対してであれば、運営会員が取り扱う株主コミュニティ銘柄すべてについて参加勧誘を行うことができることとなった。

(2) その他の改正点

上記改正のほか、2(2)の①から⑤に掲げる発行者の会社関係者等に対しては、株主コミュニティへの参加を株主コミュニティ銘柄の取引の条件として、当該銘柄の投資勧誘を可能とする改正を行った。併せて、既存株主が運営会員を通じて株主コミュニティ銘柄を売却しやすくするため、株主コミュニティに参加していない既存株主に対して売付けに係る投資勧誘を行うことを認めることとした。

また、株主コミュニティ銘柄が、本協会自主規制規則の「店頭有価証券に関する規則」に定める店頭取扱有価証券（有価証券報告書提出会社又は会社内容説明書^(注3)作成会社が発行する有価証券）に該当する場合、発行

者と運営会員が協議のうえ当該株主コミュニティの組成目的に適した勧誘対象となる顧客の属性（発行者と同じ地域に在住する投資者等）を定めることや会社内容説明書作成会社が当該説明書をウェブページに公表していること等を条件として、当該属性の顧客に対して参加勧誘を可能とする改正も行っている。

■ 5. おわりに

今回の制度整備により、リスク許容度の高い特定投資家への店頭有価証券等の投資勧誘ルールや株主コミュニティに係るルールが整備されたことで、プロ投資家による成長資金供給の促進及びプロ投資家の新たな投資機会が創出されることを期待したい。

加えて、非上場懇談会や非上場WGにおいて、非上場株式のさらなる活性化のためには、発行市場だけではなく流通市場の一層の制度整備も必須であるとの提言がなされている。発行した有価証券について、流通局面での流動の機会が適切に確保されていない状況下においては、発行局面でのさらなる利用も促進されないことから、発行・流通市場双方の制度整備が必要であると考えられる。今回の特定投資家投資勧誘規則の制定や株主コミュニティ規則の改正を一里塚として、非上場株式の流通制度のさらなる向上を図るために、引き続き検討を行っていきたい。

また、政府方針にも掲げられる非上場企業に対する成長資金の円滑な供給等に資するた

め、今回制度整備を行った規則の他にも、株式投資型クラウドファンディングに関する規則や店頭有価証券に関する規則等を含め、非上場株式に係る制度がより広く使われる制度となるべく、本協会では引き続き検討及び制度改善に努めたい。

(注1) 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ（第10回）」（資料4）事務局説明資料「成長資金の供給のあり方に関する検討（プロ投資家等）」6頁

(注2) 「検証及び審査に関する事項」「有価証券の受渡しに関する事項」等の事項について規定した社内規則をもとに作成する公表書面。取扱協会の指定の際に、本協会に対しても提出する必要がある。

(注3) 協会等が店頭取扱有価証券の投資勧誘を行う際に用いる説明資料をいう（店頭有価証券に関する規則第2条第3号）。有価証券報告書の「企業情報」の記載事項に相当する内容等を記載することと定められており、金商法に準ずる財務諸表についての監査又は会社法に基づく計算書類等についての監査等が行われ、適正又は適法である旨の監査報告書が添付されていることが要件とされている。

