

2014年7月1日 全10頁

非上場株式の取引制度等に関する日証協報告

クラウドファンディングとグリーンシート銘柄制度等に代わる制度

金融調査部 主任研究員
堀内勇世

[要約]

- 2014年6月17日、日本証券業協会から公表された報告書がある。
- この報告書は、新たな非上場株式の取引制度等を整備するための、日証協の自主ルールの整備等を提言したものである。「株式投資型クラウドファンディング」と、「グリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の取引制度」という新たな仕組みについて検討を行った上で、提言を行っている。
- まだ関連する政令や内閣府令の改正が行われてないこともあり、現時点で考えられる方向性を示したものである（ただし方向性といっても、かなり詳細に検討されている）。今後さらに詳細が詰められる見込みである。

1. 非上場株式の取引制度等に関する報告書の公表

【報告書の公表】

日本証券業協会（以下、「日証協」）は、2014年（平成26年）6月17日に、「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について～『非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ』報告書～」（以下、報告書）^(注1)を公表した。

（注1）日本証券業協会の以下のウェブサイト参照。

<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/20131202.html>

この報告書は、新たな非上場株式の取引制度等を整備するための、日証協の自主ルールの整備等を提言したものである。「株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制のあり方」と、「グリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の投資勧誘のあり方」が検討されている。「株式投資型クラウドファンディング」という新たな仕組みと、「グリーンシート銘柄制度に代わる非

上場株式の取引制度」という新たな仕組みについて検討が行われているといえる。

【背景】

昨年、2013年（平成25年）以来、日証協のみならず政府内においても、新規・成長企業へのリスクマネー供給強化のために、クラウドファンディング^(注2)の活用等が検討されてきた。

(注2) 以下、報告書1ページより引用。

「クラウドファンディング」は、「群衆(crowd)」からの「資金調達(funding)」の語を用いた造語であり、一般に、新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組みを意味する言葉として用いられている。

この結果、2014年5月23日には、クラウドファンディングの活用などを内容とした「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（以下、「金商法等改正法」）^(注3)が成立し、同月30日に公布された。それを前提とし、日証協からこの報告書が公表された。

(注3) 以下のレポート参照。

- ・「クラウドファンディング、金融指標などに関する金商法等改正法、成立」（横山淳、2014年5月28日）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140528_008581.html

【今後】

金商法等改正法は、原則、公布の日から起算して1年以内に施行される予定で、現時点では施行されていない。また、金商法等改正法に関連する政令や内閣府令の改正等は公表されていない。それゆえ、この報告書では、金商法等改正法を前提に、現時点で考えられる方向性を示したものである（ただし方向性といっても、かなり詳細に検討されている）。

今後、金商法等改正法の施行に向け、関連する政令や内閣府令の改正等が行われる中で、より詳細に検討が進められ、実現に向かっていくものと思われる。

2. 前提

この報告書を読む上でとりあえず押さえておくべき事項を前提として掲げておく。

なお、この報告書は非上場株式を対象に論じているので、以下においても非上場株式を前提に説明していく。

(1) 現在の日証協のルール

【非上場株式の投資勧誘の原則禁止】

日証協のルールでは、原則として証券会社（第一種金融商品取引業者）は投資者に対して非上場株式^(注4)の投資勧誘を行ってはならないことになっている（店頭有価証券規則^(注5)3条）。

（注4）非上場株式などは日証協のルールで「店頭有価証券」と表記されている。

（注5）店頭有価証券規則とは、正式には「店頭有価証券に関する規則」のことである。日証協の以下のウェブサイト参照。

<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/index.html>

この報告書では、金商法等改正法を前提に、この原則禁止の例外を検討しているという見方ができる。

【グリーンシート銘柄など】

この非上場株式の投資勧誘の原則禁止の例外の一つとして、「グリーンシート銘柄」というものが存在する。「グリーンシート銘柄」制度とは、継続的な気配提示等などの一定の条件の下、証券会社による非上場会社の株式等を公平・円滑に売買するために、日証協が運営している制度である。しかし最近、制度の利用（銘柄数や売買代金など）が減少してきている。その要因としては、インサイダー取引規制及びそれに伴う適時開示義務などが課されていることが指摘されている。またその一方で、地域に根差した企業等の非上場株式については一定の取引・換金のニーズが存在しているが、現在、日証協の自主規制により、グリーンシート銘柄等でない場合には原則として証券会社による投資勧誘が行えないとされ、こうしたニーズに的確に応えられていない実情にあると指摘されている。そこで、抜本的な見直しが検討され、報告書では「グリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の取引制度」という新たな仕組みが検討されている。

原則禁止の例外の一つとして、「フェニックス銘柄」というものも存在する。「フェニックス銘柄」制度とは、取引所上場廃止銘柄を保有する投資家に対する換金の場合および上場廃止会社の再生を援助できる仕組みとして日証協が運営している制度である。なお報告書では、制度の利用が低迷していること、フェニックス銘柄となっても上場廃止により銘柄の魅力が減じられるとも考えられること、上場廃止にあたっては原則取引所における整理売買期間で換金機会は

担保されていること、新たな仕組みとして検討されている「グリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の取引制度」によって代替される部分もあることから、廃止を提案している。

(2) 金商法等改正法

金商法等改正法では、資金提供者が資金調達者の株式又はファンド持分を取得する「投資型クラウドファンディングについて手当がされている^(注6)。なお、報告書で取り上げているのは、投資型クラウドファンディングのうち、株式を対象とするもの、別の言い方をすると株式形態のもの（以下「株式投資型クラウドファンディング」という。）である。

(注6) 以下において、金商法等改正法による改正後の金融商品取引法を「改正後の金商法」という。

金商法等改正法の下では、非上場株式につき株式投資型クラウドファンディングに当たる業務を行えるのは、証券会社（第一種金融商品取引業者）^(注7)と第一種少額電子募集取扱業者^(注8)であるとされ、制度整備が行われている^(注9)。

(注7) 非上場株式につき株式投資型クラウドファンディングに当たる業務（改正後の金商法でいう「電子募集取扱業務」の一部）を行う場合、登録申請書にその旨を記載しなければならない（改正後の金商法 29 条の 2 第 1 項 6 号）。なお既存の証券会社がこの業務を行うにあっては、変更登録が必要となろう（改正後の金商法 31 条 4 項）。

(注8) 第一種少額電子募集取扱業者とは、新しい業者の類型といえる（電子募集取扱業務のうち、非上場株式に係るものであって少額である業務〔第一種少額電子募集取扱業務〕のみを行う業者である）。兼業規制を適用しない等の参入要件を緩和するなどとされている。第一種金融商品取引業者の中の特種な類型とも思われるが、ここでは、既存の証券会社の類型と新たな類型という意味も込めてこのような形で並べて書いている。

(注9) 金商法等改正法の下（改正後の金商法の下）では、既存の証券会社と新たな類型である第一種少額電子募集取扱業者で、非上場株式につき行える株式投資型クラウドファンディングに当たる業務には、違いも存在する。既存の証券会社の業務範囲の方が基本的に広い。しかし報告書では、「株式投資型クラウドファンディング」という新たな仕組みを作るにあたっては、第一種少額電子募集取扱業者が行える業務を前提に検討が行われている。

3. 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に係る自主規制のあり方」

報告書で提言された株式投資型クラウドファンディングは、インターネットを利用した募集・私募等の取扱い、すなわちプライマリーの場面における行為である^(注10)。その概要は次の通りである。

取扱業者	証券会社（第一種金融商品取引業者）、第一種少額電子募集取扱業者
投資勧誘先	無限定
投資勧誘手法	インターネットのみ（電話・対面等との併用不可）
「少額」要件	あり（証券会社、第一種少額電子募集取扱業者ともに「少額」要件の適用を受ける。） ^(注11)
その他	<p><日証協の自主規制の基本的な考え方></p> <p>○第一種少額電子募集取扱業者に対する自主規制は、証券会社に対するものと同じものとするを基本とし、必要に応じて、証券会社に対する規制に加減していくことが適当である。</p> <p>○この株式投資型クラウドファンディングの業務に対する自主規制は、証券会社による引受けを伴わない非上場株式の募集・私募の取扱いに適用される、現在の自主規制をそのまま適用することを基本とし、必要に応じて、これに加減していくことが適当である。</p> <p><証券会社、第一種少額電子募集取扱業者について></p> <p>①取り扱う銘柄を選定する際には、少なくとも、当該非上場株式の発行者及びその事業の実在性、事業計画の妥当性、法令遵守状況を含めた当該事業の社会性及び反社会的勢力との関係の有無について、確認を行うべきである。</p> <p>②この株式投資型クラウドファンディングに初めて応じて非上場株式を取得する投資者から「確認書」を徴求することにより、リスク等の認識を確認することが適当である。</p> <p>③当該非上場株式について株式投資型クラウドファンディングを行う期間中、契約締結前交付書面の記載事項のうち、投資者の投資判断に重要な影響を与えるものについて、ウェブサイト上において、投資者が閲覧することができる状態に置かなければならないこととされている（改正後の金商法43条の5）。発行者（発行会社）に対して株券不発行や株主名簿管理人の設置を義務付ける必要はないが、これらの事項も証券会社や第一種少額電子募集取扱業者のウェブサイトで閲覧できるようにす</p>

	<p>べきである。</p> <p>④業務を適確に遂行するための必要な体制を整備することが求められている（改正後の金商法 29 条の 4 第 1 項 1 号へ、35 条の 3）が、①から③までに挙げた事項やその他取引・受渡しの方法・条件等の整備を行うとともに、その内容を「取扱要領」として策定しておくべきである。</p> <p>⑤④の取扱要領を、日証協に提出することを義務付けることが適当である。また、その後、取扱要領に変更が生じた場合は、その都度、日証協に提出することとするのが適当である。</p> <p>⑥第一種少額電子募集取扱業者も、証券会社と同様に、広告に関する法令や日証協の自主規制の適用を受けるとともに、顧客資産（金銭）の分別管理を行う必要がある。</p>
--	---

（注 10）報告書では、株式投資型クラウドファンディングの後、既に発行された非上場株式の換金性を確保することを主な目的とする制度であるグリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の取引制度が利用されることもありうると考えている。当然利用されないこともあり、その場合、募集が終了すると、金融商品取引業者による会社情報の提供が行われなくなるとともに、換金性が著しく乏しくなるというリスクがあるので、投資者に対するリスク等の認識の確認の場面で、そのことを確認しなければならないとしている。

（注 11）金融審議会の「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」の 2013 年 12 月 25 日の報告書（同報告書の 3 ページ脚注 2 参照）では、「少額」の範囲としては、「発行総額 1 億円未満かつ一人当たり投資額 50 万円以下」とすることが考えられる、とされている。このワーキング・グループの報告書については、金融庁の以下のウェブサイト参照。

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1.html

4. グリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の取引制度

～「グリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の投資勧誘のあり方」

グリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の取引制度として、報告書は非上場株式の投資勧誘を行おうとする証券会社（第一種金融商品取引業者）が、当該非上場株式に関し**銘柄ごと**に「投資グループ」^{（注 12）}を組成し、当該証券会社が投資勧誘を行える範囲及び当該非上場株式が流通する範囲を当該投資グループの加入者に限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニ

ズに比べられる程度の流通性に留めた仕組みを提案している。

(注 12) この投資グループについては、報告書 22 ページには次のような記述も存在する。

投資グループの加入者としては、当該発行者の役員・従業員若しくはその親族、株主又は継続的な取引先といった当該発行者の関係者のほか、当該非上場株式を取引する意向のある者、例えば新規・成長企業等への資金供給により成長を支援する意向のある者や、地域に根ざした企業等当該発行者の財・サービスの提供を受けている（又は受けようとする）ことから株主優待等を期待する者等が想定される。

また、「投資者の投資グループへの加入に当たっては、当該投資グループを組成・管理する証券会社が当該非上場株式に対する投資意向を有する**投資者から自己申告（申出）を受けること**を基本とするとともに、投資グループの範囲に限定される非上場株式の取引の特性やリスクについて、当該証券会社が当該投資者の納得・了承を得る仕組みとすることが適当である。」（報告書 22 ページ、太字は筆者）としている（すなわち、未だ投資グループに加入していない投資者に対して、証券会社が当該投資グループへの加入を勧誘することは、不適当としている）。

なお、報告書は、この仕組みについて、既に発行された非上場株式の換金性を確保することを主な目的とする制度（セカンダリーに焦点が当てられている制度）であるものの、発行会社からの希望によりエクイティファイナンスが実施される場合（プライマリーにかかわる場合）もあると考えている。

この新たな仕組みの概要は次の通りである。

取扱業者	証券会社（第一種金融商品取引業者）
投資勧誘先	自己申告（申出）により投資グループに加入する投資者のみ（注 13）（注 14）（注 15）（注 16）
投資勧誘手法	インターネットなどに限定されない。当然投資勧誘に関するルールは順守しなければならない。
「少額」要件	なし
その他	<p>○インサイダー取引規制の適用対象外とされることが見込まれ、当該規制の適用を理由とした適時開示義務を発行者に課す必要がなくなることから、新たな非上場株式の取引制度は、現行のグリーンシート銘柄制度に比べて、発行者の負担を軽減するものとなることが期待される（注 17）。</p> <p>○投資グループを組成・管理する証券会社は、発行者から金融商品取引法又は会社法により発行者が作成する書類やその他の情報などの提供を受ける（更新されたり追加されたりした場合も）。</p>

○提供を受けた証券会社は投資グループの加入者（投資者）に提供しなければならない（更新されたり追加されたりした場合も）。例えば次の方法が考えられる。

- ・証券会社が管理する投資グループの加入者のみが閲覧できるウェブサイト上で会社情報を閲覧・取得可能な状態とする方法
- ・投資グループの加入者に発行者の会社情報の入手方法を明示しておき、投資グループの加入者から個別に会社情報の請求があった場合に、これに応じて当該加入者に対して個別に会社情報を提供する方法

○証券会社が組成・管理する投資グループへの加入を初めて申し出た投資者から、その証券会社が「確認書」を徴求することにより、投資グループにおける非上場株式の取引に当たってのリスク等の認識を確認することが適当である。

○金融商品取引法上、証券会社は投資者に対して契約締結前交付書面を交付するとともに、この記載内容について説明する必要がある。その契約締結前交付書面には、加入者（投資者）が希望する場合に投資グループの対象銘柄に係る注文や取引の状況に関する情報等を閲覧したり問い合わせたりすることができるよう、加入者（投資者）が当該証券会社に連絡する方法として、インターネット上の URL（加入者専用サイトにおいて閲覧させる場合にはログイン等閲覧するための方法を含む。）、電話番号又は電子メールのアドレス等も記載しておくことが適当である。

○証券会社が非上場株式の投資グループを組成するに当たっては、少なくとも、当該非上場株式の発行者及びその事業の実在性、法令遵守状況を含めた当該事業の社会性及び反社会的勢力との関係の有無について、確認を行うべきである。

○非上場株式の投資グループを組成・管理する証券会社は、金融商品取引法に基づき作成している業務及び財産の状況に関する説明書類（いわゆるディスクロージャー誌）及び自己資本規制比率の状況に関する書面を自社のホームページに掲載することにより、より多くの投資者が閲覧することができる状態に置くことを義務付けることが適当である。

○証券会社が投資グループにおいて非上場株式の募集の取扱いを行う場合は、調達資金の用途等についても確認することとすることが適当である。

○証券会社が投資グループにおいて非上場株式の募集の取扱いを行う場合、自社ウェブサイトにおいて、募集の取扱い等を行っている旨及びその申込期間を、加えて表示することが適当である。

	<p>○投資グループにおいて募集の取扱いを行う証券会社は、募集終了後も、当該非上場株式の投資グループを組成し続けるべきものと考えられる。そのことを前提として、当該証券会社は、当該募集において調達された資金の発行者における使途状況を一定期間確認し、当該状況に関する情報を投資グループに加入する投資者に提供することとすることが適当である。</p> <p>○証券会社が投資グループにおいて募集の取扱いを行おうとする場合、当該募集に係る非上場株式の発行者が過去一定期間内に調達した資金の使途状況について確認を行い、当該使途状況に変更がある場合には当該変更の内容に係る情報を投資グループに加入する投資者に提供する等の対応を求める。</p> <p>○投資グループの非上場株式につき、証券会社が、有価証券の引受けを行う場合は、日証協の引受に関する自主規則の適用がある。</p>
	<p>○投資グループを組成しようとする証券会社は、投資グループにおける非上場株式の取引及び受渡しの方法及び条件などについて、どのように遂行するかを規定した「取扱要領」を策定するなど業務管理体制を整備しておくべきである。</p>
	<p>○投資グループを組成しようとする証券会社は、当該組成の前に、取扱要領を、日証協に提出することを義務付けることが適当である。また、投資グループを組成した後、取扱要領に変更が生じた場合は、その都度、日証協に提出することとすることが適当である。</p>

(注 13) 未だ投資グループに加入していない投資者に対して、当該投資グループへの加入を勧誘することは、証券会社が投資勧誘を行える範囲を画するために組成するのが投資グループである以上、適当ではないとしている。なお、証券会社がどの銘柄の投資グループを組成・管理しているかについては、投資グループに加入していない者にも明らかにしておくべきと考えられるとも述べられている。

(注 14) なお、投資グループからの脱退についても、当該投資者から当該投資グループを組成・管理する証券会社への自己申告（申出）によることが適当であるとされている。

(注 15) 投資グループは銘柄ごとに組成されるものなので、投資グループごとに自己申告（申出）が必要である。

(注 16) 特定投資家（プロの投資者）、及び、例えば相続等により投資グループの範囲の外で取得した非上場株式を売却するだけのニーズを有する者については、投資グループに加入しなくても、当該非上場株式の投資グループを組成・管理

する証券会社が応じてよいのではないか、との意見もあったが、非上場株式の取引を行おうとする投資者は、その属性や取引回数等にかかわらず、全て投資グループに加入すべき、との結論に至っている。

(注 17) 投資グループの範囲に限定した非上場株式の取引制度の対象となった非上場株式も、金融商品取引法のインサイダー取引規制の適用対象である「取扱有価証券」に該当しうるかが問題となる。改正後の金商法では、「(認可金融商品取引業協会の) 規則において流通性が制限されていると認められる有価証券として内閣総理大臣が定めるものを除く」とされており、今後、投資グループの範囲に限定した非上場株式の取引制度の対象となった非上場株式もこれに該当するとの手当てがなされることが見込まれる(改正後の金商法 67 条の 18 第 4 号)。

このようなグリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の取引制度、つまりこのような投資グループの制度が導入されれば、グリーンシート銘柄制度は発展的な解消を目指すことになるが、経過措置として、投資グループの制度導入後も、3年間程度存置することが適当であるとしている。

また、廃止が提案されているフェニックス銘柄制度についても、グリーンシート銘柄制度と同様に経過措置として、投資グループの制度導入後、3年間程度存置することが適当であるとしている。