

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～

平成26年6月17日

日 本 証 券 業 協 会

非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ

目 次

はじめに	1
1. 経緯	
(1) 本協会における議論	3
(2) 政府及び国会における議論及び対応	3
(3) 本WGにおける議論	4
2. 我が国における非上場株式の取引の現状	
(1) 現行の制度	6
(2) 非上場株式の取引の実態	6
(3) 無登録業者の非上場株式等投資勧誘による被害の実態	6
3. 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	
(1) 海外におけるクラウドファンディングに係る規制の現状	8
(2) 投資型クラウドファンディングに係る自主規制の意義	10
(3) 株式投資型クラウドファンディングに関する金商法の枠組み	11
(4) 株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制の基本的な考え方	13
(5) 株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制の具体的な内容	16
(6) 株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制の今後の検討	20
4. 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	
(1) グリーンシート銘柄制度の現状	21
(2) グリーンシート銘柄制度の問題点	21
(3) 新たな非上場株式の取引制度の内容	21
(4) 現行のグリーンシート銘柄制度の経過措置	30
5. フェニックス銘柄制度のあり方	
(1) フェニックス銘柄制度の変遷	33
(2) フェニックス銘柄制度の現状	33
(3) フェニックス銘柄制度に関する問題意識	33
(4) 本WGにおける議論	33
(5) 本WGにおける結論	34
おわりに	35

はじめに

我が国では、長引くデフレからの早期脱却と経済再生を図るため、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」及び「民間投資を喚起する成長戦略」を「三本の矢」とする、いわゆるアベノミクスの効果が、株価、GDP、企業業績、雇用等の改善という形で表れつつある一方で、その景気回復の実感は、中小企業や地域経済には未だ十分に浸透していないとされる。

こうした状況において、金融資本市場においては、例えば、起業や新規ビジネスの創出を促すため事業者が技術やアイデアを事業化する段階において必要とするリスクマネーの供給を促進したり、地域に根差した企業がより簡易な手続で資金を調達したりその株式の換金を可能にしたりすることを通じて、これらの事業や企業に対する投資を促進することが、将来に亘っての持続的な経済成長に不可欠であると考えられる。

例えば、海外では2006年（平成18年）頃に誕生したと言われ、我が国では2011年（平成23年）の東日本大震災を契機に急速に広がりを見せている「クラウドファンディング」¹については、現在は、その大宗が、寄付として資金を提供したり、資金提供の見返りに事業化の成果物である製品等を受け取ったりという、従来の投資のような金銭的リターンの追求とは異なる、いわば資金調達者への共感をモチベーションとするものとなっている。この状況は、多数の者から少額ずつ資金を集めることが、インターネットを用いることにより、低コストで実現することが可能となったことによるところが大きいと言える。

それに比べると、クラウドファンディングが有価証券の発行を通じた資金調達に用いられる事例は、これまでのところ、全世界で見てもあまり多くなっていない。これは、有価証券を通じた資金調達には投資者保護等を目的とする様々な規制が存在するため、クラウドファンディングはマッチしないことも影響していると考えられる。このことは、適切な規制緩和を図ることで、投資者保護を確保しつつ、取引所金融商品市場に上場されていない株式（以下「非上場株式」²という。）をはじめとする有価証券の発行を通じたクラウドファンディングを活用するこ

¹ 「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。

² いわゆる青空銘柄。本協会の自主規制規則においては「店頭有価証券」と表記している（「店頭有価証券に関する規則」（以下「店頭有価証券規則」という。）第2条第1号）が、この報告書では、一般的なイメージを表し、本WGの名称としても用いている、「非上場株式」の用語を用いることとする。

とが現実的となり、クラウドファンディング、ひいては資金調達手段の幅が広がる、潜在的な可能性が存在していることを示唆しているとも言える。

また、日本証券業協会（以下「本協会」という。）では、証券会社による非上場株式の投資勧誘及び売買の制度である「グリーンシート銘柄制度」及び「フェニックス銘柄制度」を運営しているが、近年では制度の利用が活発とは言えない状況が続いている。

そのため、現状における問題点及び原因を整理し、これらの制度の今後の方向性を見出したうえで、抜本的に見直していく必要がある。

これが実現することにより、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることができ、ひいては地域に根差した企業による資金調達の支援につながることを期待される。

本協会では、これらの課題について検討し、具体的な対応を図っていくことが、成長戦略への貢献につながるものと考え、平成 25 年度の主要課題として掲げているところである³。

これを踏まえ、本協会では、自主規制会議に置かれているエクイティ分科会の下部機関として「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」（以下「本WG」という。）を設置し、平成 25 年 10 月から平成 26 年 5 月にかけて、11 回にわたり、証券会社が行う非上場株式の投資勧誘及び取引等のあり方に関する広範な検討を行ってきた。

この報告書は、本WGにおける検討結果を取りまとめたものである。

³ <http://www.jsda.or.jp/katsudou/gaiyou/kadai.html>

1. 経緯

(1) 本協会における議論

本協会では、クラウドファンディングや地域等における資本調達を促す仕組み等の具体化に当たっての市場関係者のニーズや課題、問題点等の整理・洗出しを行うため、平成25年4月、「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」を設置し、同年6月28日に「『新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会』における議論の整理」（以下「本協会懇談会報告書」という。）を取りまとめた⁴。

この本協会懇談会報告書においては、まず、我が国における新規・成長企業に対するリスクマネー供給及び将来のIPO（新規上場）につながる企業の発掘・育成の観点から問題があり、また企業の成長に向けた多様な展開に対応したリスクマネーの供給が求められており、新規・成長企業へのリスクマネー供給強化のための取組みを幅広く展開していくことが重要な課題となる、とされた。

そのうえで、クラウドファンディングの現状及び活用・展開の可能性を踏まえた枠組み整備に当たっての論点の整理、新規・成長企業の資金調達ニーズや地域の鉄道会社等の非上場株式会社に対する地元の個人等の保有・取引ニーズに的確に答えていくという観点からのグリーンシート銘柄制度の再構築のあり方に関する論点の整理、並びに、新規上場やエンジェル投資・ベンチャー投資の現状及び促進策に関する指摘がなされた。

(2) 政府及び国会における議論及び対応

前述(1)の本協会における議論と時期を相前後して、政府においても、リスクマネー供給拡大のための施策が相次いで打ち出された。

いわゆるアベノミクスにおける、金融政策及び財政政策につづく第三の矢である成長戦略として平成25年6月14日に閣議決定された「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」では、個人からベンチャーへの資金の流れを一層太くすること等により産業の新陳代謝を促すことで開業率が廃業率を上回る状態にすること等を目指すとされた。

そして、そのための施策の一つとして、技術やアイデアを事業化する段階でのリスクマネーの供給を強化するとともに地域のリソースを活用するための方策の一つとして、クラウドファンディング等を通じた資金調達の枠組みについて検討することとされた。

また、同日に閣議決定された「規制改革実施計画」においては、リスクマネー

⁴ http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/risk_money/files/20130628_gironseiri.pdf

一供給による起業・新規ビジネスの創出のため、クラウドファンディングの活用及びグリーンシート制度の見直しについて検討することとされた。

これらで挙げられた課題について検討するため、金融審議会は「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」（以下「金融審議会WG」という。）を設置し、幅広いフェーズの企業における資金調達を巡る問題等について検討を行った結果、同年12月25日、報告書（以下「金融審議会WG報告書」という。）を取りまとめた⁵。

この金融審議会WG報告書の内容を実現するための「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が平成26年5月23日に成立し、同月30日に公布された（平成26年法律第44号）（以下、同法による改正後の金融商品取引法を「改正後金商法」という。）。このうち、この報告書の内容に係る規定は、公布の日から起算して1年以内に施行される予定である。

なお、これらの動きに並行して、平成25年12月13日に「金融・資本市場活性化有識者会合」により取りまとめられた「金融・資本市場活性化に向けての提言」において、クラウドファンディングの活用等を通じて、研究開発・事業立ち上げ段階の企業にとって資金調達を行いやすい環境を整えることが重要である、とされた。

また、平成26年度税制改正において、「産業競争力強化法」の施行の日（平成26年1月20日）から平成29年3月31日までの間に、同法に基づき経済産業大臣の認定を受けたベンチャーファンドを通じて事業拡張期にあるベンチャー企業等に出資した企業が、出資額の8割を限度としてその出資に係る損失に備える準備金を積み立て、その積み立てた金額をその事業年度において損金算入できることとされた⁶。

（3）本WGにおける議論

前述（1）及び（2）を踏まえ、本協会では、これらに対応するために必要な検討を行うため、平成25年10月、本WGを設置した（設置要綱は資料1）。

本WGの委員及びオブザーバーとしては、資料2のとおり、証券会社及び金融商品取引所の実務担当者及び有識者に参加を求め、資料3のとおり、精力的に議論を行った⁷。これを踏まえ、本WGの議論の論点を整理した上で、株式投資型の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

⁵ http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1.html

⁶ いわゆる法人版エンジェル税制。「所得税法等の一部を改正する法律」（平成26年法律第10号）による改正後の租税特別措置法第55条の2及び第68条の43の2。

⁷ 本WGの議事概要は、本協会ホームページ内における次のURLにて公開している。
<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/20131202.html>

非上場株式の取引制度のあり方について、本WGとしての考え方を取りまとめた。

2. 我が国における非上場株式の取引等の現状

(1) 現行の制度

非上場株式は、一部の例外を除き、金融商品取引法（以下「金商法」という。）に基づくディスクロージャー及び会計監査が求められておらず、投資判断に必要な情報が適切に提供されているとは言い難いことから、本協会では、証券会社が投資者に対して非上場株式の投資勧誘を行ってはならないこととしている（店頭有価証券規則第3条）。

しかし、適格機関投資家については、自ら投資判断を下す能力やリスクの受容力が高いと考えられるため、取得した非上場株式に所要の譲渡制限を付すことを条件として、証券会社が適格機関投資家のみに対して行う非上場株式の投資勧誘を認めている（店頭有価証券規則第4条第1項及び第2項）。

また、株式を取引所金融商品市場に上場している会社が発行する非上場の転換社債型新株予約権付社債等並びにグリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄は、発行者が上場会社並みのディスクロージャーを行っていることから、所要の条件を満たすことを条件として、証券会社が投資者に対して行う非上場株式の投資勧誘を認めている（店頭有価証券規則第1条、第3条、第6条及び第8条）。

(2) 非上場株式の取引の実態

非上場株式のうち、グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄の銘柄数及び売買代金等の推移は資料4-1から資料4-5までのとおりである。

いずれも、平成19年頃から大きく減少している。

(3) 無登録業者の非上場株式等投資勧誘による被害の実態

近年、無登録業者（金融商品取引業の登録を受けていない者をいう。以下同じ。）が非上場株式等金融商品の投資勧誘として高齢者等に近付き多額の金銭をだまし取る詐欺事案が横行している。

本協会では、平成22年4月より、「未公開株通報専用コールセンター」を設置し、非上場株式等の投資勧誘を受けた方からの通報を受け付けており、平成26年3月までの4年間に約1万9千7百件、このうち直近の平成25年4月から平成26年3月までの1年間に約3千2百件の通報を受理した（資料5）。

また、警察庁によれば、平成25年1月から12月までに全国の警察が認知した、いわゆる振り込め詐欺等を含む「特殊詐欺」の被害額が約487億円、このうち非上場株式を含む金融商品等取引名目のものが約177億円に上っている。平成26年に入ってから被害額はさらに増加しており、同年1月から3月までの「特殊詐欺」の被害額が約130億円（前年同期比約40%増加）、このうち金

融商品等取引名目のものが約43億円(前年同期比約24%増加)に上っている⁸。

本協会においても、こうした詐欺被害の未然防止に向けて、関係者と連携しながら、注意喚起のキャンペーンやホームページにおける情報提供を行っている⁹が、現実には、無登録業者が次々と新たな手口で詐欺を働いており、被害がいつこうに減らない状況が続いている。

⁸ 警察庁「特殊詐欺の認知・検挙状況等について(平成26年1月～3月)」(平成26年5月1日)
http://www.npa.go.jp/sousa/souni/hurikomesagi_toukei.pdf

⁹ http://www.jsda.or.jp/sonaeru/inv_alerts/alearts01/mikoukai/index.html

3. 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

(1) 海外におけるクラウドファンディングに係る規制の現状

① IOSCO

クラウドファンディングに関しては、その状況を把握するに足るデータベースが存在せず、また規制や慣行も一つのものに確立されている状況ではない。

そのような状況の中で、証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions。以下「IOSCO」という。）は、2014年（平成26年）2月5日、スタッフ・ワーキング・ペーパー“Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast”を公表した¹⁰。

ここでは、クラウドファンディングのうち、後述（2）のように分類した場合の「貸付型」及び「投資型」に当てはまるであろうものの市場規模は年々倍増しており、2013年（平成25年）には約64億米ドル（約6,400億円）に達していること、この約96%を米国、英国及び中国が占めていること、及び、この市場規模の成長の多くは「貸付型」（peer-to-peer lending）によってもたらされていること、が示されている。

また、このペーパーにおいては、クラウドファンディングは、小口単位の投資を個人から低コストで集めて中小企業に供給していくメリットがある一方、デフォルト、プラットフォーム閉鎖、詐欺、流動性、サイバー・アタック等の投資者保護上のリスクが存在すると指摘している。

さらに、クラウドファンディングは、現在は、その市場規模の小ささゆえ、世界の金融セクターにおいてシステミックリスクを惹起するには至っていないものの、発展に伴って将来は状況が変化する可能性があり、またインターネットを利用する形態ゆえ、地理的な規制領域をまたいだ契約上及び法的な調和並びに紛争の解決という課題も存在する、としている。

IOSCOでは、さらに、協力会員諮問委員会（AMCC :Affiliate Members Consultative Committee）においてクラウドファンディングについてのサーベイが行われており、2014年（平成26年）4月に東京で開催した中間会合においてその途中経過が報告される等、クラウドファンディングに関する研究が精力的に進められている。

② 米国

米国においては、寄付や物品購入等の形式で資金集めをサポートする行為は、これまでも特段の法規制を受けておらず、そのため、クラウドファンデ

¹⁰ <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>

イングに対するプラットフォームを提供する業者が実際に存在している。

一方、有価証券を介する形式でのクラウドファンディングには、ブローカー・ディーラーに対する規制やディスクロージャーを求める規制が掛かり、それらを遵守しようとするにはインターネットを通じた低コストでの資金調達という形態にはそぐわないため、事実上困難であった。

ところが、2012年（平成24年）4月のいわゆる JOBS 法（Jumpstart Our Business Startups Act）の制定により、一定の要件を満たすクラウドファンディングが、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission。以下「SEC」という。）の登録を受けたファンディング・ポータルを通じて行われる場合には、募集の届出が免除されることとなり、これまでの寄付や物品購入等の形式でのクラウドファンディングを取り扱ってきた業者が有価証券を介する形式に参入することが見込まれている。

2013年（平成25年）10月に SEC が提案した規則案によれば、ファンディング・ポータルは、SEC による登録を受けるとともに、最低10万ドルの補償基金の維持及びクラウドファンディングの仕組みやリスクを説明する教育用資料の投資者への提供等が求められている。

なお、この報告書を取りまとめる時点において、JOBS 法は一部施行されているものの、クラウドファンディングに係る部分については、SEC 規則が確定されていないため、まだ施行に至っていない。

③ 英国

英国において、金融行為規制機構（Financial Conduct Authority。以下「FCA」という。）の認可を受けていない者であっても、投資勧誘の相手先を富裕層や投資経験において洗練された投資者層に限定した一定の投資勧誘については、株式の投資勧誘を行うことができ、投資型のクラウドファンディングの仲介もこの規制の枠組みに含まれていた。

このため、英国では、既に、株式の発行を通じたクラウドファンディングが一定程度活用されてきている¹¹。

その一方で、クラウドファンディングにおける投資者保護を図る必要性が認識され、株式の発行を通じたクラウドファンディングのポータルサイト運営会社が自主規制機関「UK Crowdfunding Association」を設立し、2013年（平成25年）2月にはメンバー会社が守るべき行動規範を策定している。

また、FCA は、2014年（平成26年）3月に Policy Statement を発表する

¹¹ ここまでにおいて、大和総研「英国：クラウド・ファンディングで株式募集」（2013年（平成25年）4月25日）（http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130425_007094.pdf）を参照した。

とともに、同年4月1日から新たな規則を施行している。ここでは、貸付型及び有価証券投資型のクラウドファンディングについての規制を明確化するとともに、投資者に対して提供すべき情報や仲介者が最低限備えるべき要件（財産規制など）などについて規定している。

(2) 投資型クラウドファンディングに係る自主規制の意義

クラウドファンディングは、一般に、提供した資金が資金調達者に対する寄付金となる「寄付型」、提供された資金を元手に開発した製品等を資金提供者に提供する「購入型」、資金を資金調達者に貸し付ける形で提供する「貸付型」、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」に大別される¹²。

このうち、本協会が自主規制の対象とするのは、投資型クラウドファンディングのうち、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¹³。

なお、投資型クラウドファンディングについては、金融審議会WG報告書において、リスクマネーの供給促進を図るためには、できるだけ仲介者にとって参入が容易な制度とすることが重要であるとの観点から、第一種金融商品取引業の登録の特例を設けることが望ましいとするとともに、非上場株式の募集又は私募の取扱いのうちインターネットを通じた少額のものについては、既存の第一種金融商品取引業者（証券会社）又はこれのみを行うとして登録する特例第一種金融商品取引業者が行うことができるよう、非上場株式の募集又は私募の取扱いを原則として禁止している本協会の現行の自主規制規則を緩和することが適当である、とされている。

同時に、投資型クラウドファンディングについては、詐欺的な行為に悪用されることや反社会的勢力に利用されること等を防止し、投資者が安心して投資できる環境を整備する上では、当局による規制・監督のみに依拠するのではなく、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮を組み合わせることが重要であり、こうした観点から、今後、自主規制機関において、当局と連携しつつ、投資型クラウドファンディングの適切な普及に向けて自主規制規則の整備に関する検討が進められることが期待される、ともされている¹⁴。

折しも、前述2.(3)でみたように、無登録業者の非上場株式等投資勧誘による被害が後を絶たない状況が続いており、詐欺目的の者に投資型クラウドフ

¹² このうち、貸付型については、「投資型」の中の一類型として位置付ける分類もある。

¹³ ファンド形態の投資型クラウドファンディングの自主規制は、一般社団法人第二種金融商品取引業協会により担われることとなる。

¹⁴ 金融審議会WG報告書3～5ページ。

ファンディングを用いられることのないようにするとともに、投資型クラウドファンディングの仲介者も資金提供者（投資者）からの信頼を確保することが重要である。

すなわち、投資型クラウドファンディングに対する規制においては、リスクマネー供給促進に向けた規制緩和と投資者保護との間で適切なバランスが保たれることが重要であり、当該規制においては、当局による規制・監督のみならず、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮にも期待されているところ、本協会における株式投資型クラウドファンディングに対する自主規制の検討に当たっては、まずこのことが前提とされた。

(3) 株式投資型クラウドファンディングに関する金商法の枠組み（資料6参照）

① 金商法上の概念

イ 「電子募集取扱業務」（改正後金商法第29条の2第1項第6号）

インターネットを利用して有価証券の募集・私募等の取扱いを行うことをいう。

第一種金融商品取引業を行う者として登録を受けようとする者が、電子募集取扱業務のうち、非上場株式等について行う場合、登録申請書にその旨を記載することとなる(改正後金商法第29条の2第1項第6号)。

現実的なイメージとしては、非上場株式に係る電子募集取扱業務が株式投資型クラウドファンディングに係る業務である、とも言える。

ロ 「第一種少額電子募集取扱業務」（改正後金商法第29条の4の2第10項）

前述イの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、当該非上場株式の発行総額及び投資者一人当たりの払込額（投資額）が「少額」¹⁵であるものをいう。

また、この第一種少額電子募集取扱業務に関して顧客から金銭の預託を受けることも、第一種少額電子募集取扱業務であるとされている。

ハ 「第一種少額電子募集取扱業者」（改正後金商法第29条の4の2第9項）

前述ロの第一種少額電子募集取扱業務のみを行う旨を登録申請書に記載して、第一種金融商品取引業を行う者としての登録を受けた者をいう。

金融審議会WG報告書において「特例第一種金融商品取引業者」とされていた者がこれに当たる。

現実的なイメージとしては、この者が第一種金融商品取引業の範囲内

¹⁵ 金融審議会WG報告書3ページでは、「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。

における株式投資型クラウドファンディング專業業者である、とも言える。

② 第一種少額電子募集取扱業者に係る特例

イ 参入要件の緩和

第一種少額電子募集取扱業者として登録を受けるに際しては、兼業規制（金商法第 29 条の 4 第 1 項第 5 号ハ）及び自己資本比率規制（同項第 6 号イ）は適用されない（改正後金商法第 29 条の 4 の 2 第 2 項）。

なお、このほか、金融審議会WG報告書では、財産規制の緩和についても提言されており¹⁶、政令等での対応が見込まれる。

ロ 行為規制の緩和

第一種少額電子募集取扱業者が第一種少額電子募集取扱業務を行う場合、兼業規制（金商法第 35 条）、標識の掲示（金商法第 36 条の 2 第 1 項）、金融商品取引責任準備金（金商法第 46 条の 5）及び自己資本規制比率（金商法第 46 条の 6）の規定は適用されない（改正後金商法第 29 条の 4 の 2 第 2 項から第 6 項まで）。

なお、このうち、標識の掲示については、これに代えて、商号、登録番号等をウェブサイト上で公表しなければならないこととされている（改正後金商法第 29 条の 4 の 2 第 8 項）。

ハ 業務等の制限

第一種少額電子募集取扱業者は、金融商品仲介業者への業務委託（金商法第 2 条第 11 項）、公開買付事務取扱い（金商法第 27 条の 2 第 4 項）及び大量保有報告規制における特例報告（金商法第 27 条の 26 第 1 項）は、行えないこととされている（改正後金商法第 29 条の 4 の 2 第 7 項）。

③ 電子募集取扱業務（証券会社、第一種少額電子募集取扱業者とも）に係る特例

イ 業務を適確に遂行するための必要な体制の整備

今般の金商法の改正においては、金融商品取引業全般の登録拒否要件の一つとして、金融商品取引業を適確に遂行するための必要な体制が整備されていると認められないことが新たに加えられている（改正後金商法第 29 条の 4 第 1 項第 1 号へ）。

また、金融商品取引業等全般の行為規制として、金融商品取引業者等は、その行う金融商品取引業又は登録金融機関業務を適確に遂行するため、内閣府令で定めるところにより、業務管理体制を整備しなければな

¹⁶ 金融審議会WG報告書 3 ページ

らないことも、新たに規定されている（改正後金商法第 35 条の 3）。この点、証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者が行う電子募集取扱業務については、金融審議会WG報告書において、「発行者に対するデューデリジェンス及びインターネットを通じた適切な情報提供等のための体制整備（中略）を義務付ける（中略）ことが適当である」とされており¹⁷、発行者の事業内容のチェックやウェブサイトの管理等のために必要な措置（社内ルール、組織体制、システムの整備等）について、内閣府令において規定されることが見込まれる。

ロ 電子募集取扱業務の期間中のウェブサイト上での情報提供

証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者は、非上場株式会社について電子募集取扱業務を行う期間中、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として内閣府令で定める事項について、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（改正後金商法第 43 条の 5）。

投資者が閲覧することができる状態に置くべき事項としては、発行者の商号・所在地、発行者の代表者等、出資金を用いて行う事業の内容及び計画、出資金の使途、投資型クラウドファンディングに伴うリスク等が、内閣府令において規定されることが見込まれる¹⁸。

（4）株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制の基本的な考え方

前述（2）でみたように、株式投資型クラウドファンディングに対する自主規制は規制緩和と投資者保護との間で適切なバランスが保たれることが重要であることを前提として、本WGにおいて、自主規制の基本的な考え方が検討された。

① 証券会社と第一種少額電子募集取扱業者との間の規制内容の差異

前述（3）①イでみたとおり、非上場株式の電子募集取扱業務は、証券会社が行っても、第一種少額電子募集取扱業者が行っても、インターネットを利用した募集等の取扱いであり、第一種金融商品取引業の一つである。

この限りでは、証券会社に対しても、第一種少額電子募集取扱業者に対しても、非上場株式の電子募集取扱業務に関しては、同じ規制を適用すべきと考えられる。

一方、両者で決定的に異なるのは、第一種少額電子募集取扱業者は第一種

¹⁷ 金融審議会WG報告書 4 ページ

¹⁸ これらの項目は、契約締結前交付書面の記載事項としても、内閣府令において定められることが見込まれる。

少額電子募集取扱業務、すなわち「少額」である非上場株式の電子募集取扱業務しか行えないところにある。

このことをもって、第一種少額電子募集取扱業者に対する規制は、証券会社に対する規制よりも緩和したものとすべきかどうか、検討を行った。

この点について、第一種少額電子募集取扱業者が電子募集取扱業務で取り扱うのは株式であり、証券会社が従来から取り扱っている代表的な商品と同じである。株式の募集の取扱いや売買にインターネットを利用することも、証券会社は従来から行っている。そのうえ、情報開示や流動性等の面で様々なリスクが上場されている株式に比べて大きい非上場株式であり、こうしたリスク特性に合った投資者保護が図られてしかるべき商品である。

改正後金商法も、第一種少額電子募集取扱業者に対し、参入要件及び行為規制の一部を緩和する以外は、証券会社と同じ規制を適用している。

さらに、改正後金商法は、証券会社に対し、電子募集取扱業務を行う場面について、特則を設けて規制の拡充を図っている一方で、規制緩和は図っていない。

このことから、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と考えられる。

② 電子募集取扱業務の自主規制の内容

現在、本協会が証券会社に対して適用している自主規制は、適合性の原則、反社会的勢力との関係遮断及び個人情報保護等、場面を問わず金融商品取引業全般において適用するもの、引受規制や配分規制等、プライマリーの場面において適用するもの、並びに、取引態様の事前明示、最良執行方針、無断売買の禁止及び不公正取引防止等、セカンダリーの場面において適用するもの、と大別することができる。

前述（３）①イでみたとおり、非上場株式の電子募集取扱業務は、引受けを伴わない、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。

このことから、電子募集取扱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と考えられる。

③ 証券会社による電子募集取扱業務に対する「少額」要件の是非

改正後金商法においては、証券会社が行う電子募集取扱業務には、「少額」要件は与えられていない。したがって、金商法上、証券会社は、第一種少額

電子募集取扱業者とは異なり、規模の大小にかかわらず、電子募集取扱業務を行うことができることになる。

しかし、前述2.(1)でみたとおり、本協会の自主規制では、証券会社による非上場株式の投資勧誘禁止を原則としており(店頭有価証券規則第3条)、その例外を設けるにはそれを必要とする理由が求められる。

ところで、今般、後述4.において取りまとめるとおり、証券会社であれば「投資グループ」を組成し、その範囲内において非上場株式の投資勧誘を行うことを可能とすることとしている。ここには「少額」要件はなく、規模の大小にかかわらず、非上場株式の募集等の取扱いを行うことができる。

すなわち、証券会社が「少額」にとどまらない非上場株式の募集等の取扱いを行おうとする場合、電子募集取扱業務によらずとも、投資グループ方式により実現することが可能である。

このことから、本協会の自主規制では、証券会社が行うことができる非上場株式の電子募集取扱業務は「少額」であるもの、すなわち「第一種少額電子募集取扱業務」に限ることが適当である¹⁹。これにより、証券会社による「少額」以外の非上場株式の募集の取扱いは、後述4.の投資グループにおいて行うもののみに限られることとなる。

④ 証券会社による第一種少額電子募集取扱業務における勧誘手法併用の是非

証券会社は、第一種少額電子募集取扱業務だけでなく、有価証券関連業全般を行うことができることから、ある一つの募集等の案件において、第一種少額電子募集取扱業務としてインターネットを、その他の有価証券関連業として電話及び対面等の勧誘手法を、併用することが可能ではないかとも考えられる。

しかし、前述③及び2.(1)でみたとおり、今般、証券会社による非上場株式の投資勧誘禁止という本協会の自主規制における原則に例外を設けようとしているのは、証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者が行う「第一種少額電子募集取扱業務」並びに後述4.において取りまとめる「投資グループ」における投資勧誘の場合のみである。

投資グループにおける投資勧誘は、その他の有価証券関連業の一つとして行うこととなるため、電話及び対面等の勧誘手法を用いることも可能であるが、勧誘の相手先を投資グループに加入する投資者に限定することとなるた

¹⁹ 金融審議会WG報告書4ページでは、「(前略)非上場株式の募集又は私募の取扱いを原則として禁止している日本証券業協会の現行の自主規制規則を緩和し、非上場株式の募集又は私募の取扱いのうち、インターネットを通じて行われる少額のものについては、既存の第一種金融商品取引業者又は特例第一種金融商品取引業者が行えるように禁止措置を解除することが適当である」と提言されている。

め、同一の募集等の案件において、勧誘の相手先を限定しない第一種少額電子募集取扱業務と兼ねて行うことは想定されない。

また、前述2.(3)でみたような、無登録業者による非上場株式等金融商品等取引名目の詐欺事案において電話や訪問といった勧誘手法が多く悪用されていることに鑑みれば、クラウドファンディングにおける電話及び対面等の勧誘手法の併用を禁止すべきとの意見もある²⁰。

これらを踏まえると、第一種金融商品取引業の範囲内においては第一種少額電子募集取扱業務しか行えない第一種少額電子募集取扱業者のみならず、その他の有価証券関連業務を行うことができる証券会社であっても、第一種少額電子募集取扱業務を行う場合の勧誘手法はインターネットのみに限ることとし、電話及び対面等その他の勧誘手法を併用してはならないこととすることが適当であると考えられる。

なお、勧誘手法をインターネットに限定する場合、ウェブサイトを開覧した投資者からの問合せに電話等で回答することもできないのか、という問題がある。この点については、例えば、顧客からの問合せに対して事務手続き、システム又は用語の説明をしたり、クレーム対応として一次対応をするだけであれば可能と考えられる。この点、証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者は、投資者からの問合せに適切に対応するための体制を整備しておくことが適当である。

(5) 株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制の具体的な内容

前述(4)の基本的な考え方を踏まえて、株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制の具体的な内容が検討された。

① 第一種少額電子募集取扱業務により取り扱う銘柄の選定

前述(3)③イでみたように、改正後金商法において、金融商品取引業者には、金融商品取引業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おり(改正後金商法第29条の4第1項第1号へ及び第35条の3)、第一種少額電子募集取扱業務を行う証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者については当該業務により取り扱う非上場株式の発行者の事業内容のチェック等のために必要な体制の整備がこれに含まれることが見込まれるが、具体的には、今後、内閣府令で定められることとなっている。

このことは、これらの証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者には、第

²⁰ 日本弁護士連合会「『金融審議会 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・グループ報告』に関する意見書」(平成26年2月20日)、消費者委員会「クラウドファンディングに係る制度整備に関する意見」(平成26年2月25日)、及び、衆議院財務金融委員会「金融商品取引法等の一部を改正する法律案に対する附帯決議」(平成26年5月9日)。

一種少額電子募集取扱業務により取り扱う非上場株式の発行者について、一定程度の確認が求められることを表しているものと考えられる。

第一種少額電子募集取扱業務を行うに当たり、証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者がどのような項目について確認すべきかは、当該内閣府令の内容が明らかになってから検討すべきであるが、投資判断に必要な発行者に関する情報が乏しい非上場株式を取り扱う点は現行のグリーンシート銘柄制度及びフェニックス銘柄制度と変わりがないこと、また前述（３）③ロでみたように非上場株式について第一種少額電子募集取扱業務を行う期間中は所定の項目についてウェブサイト上で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ることから、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。

② 投資者におけるリスク等の認識の確認

投資者が第一種少額電子募集取扱業務に応じて非上場株式を取得しようとするに当たっては、非上場株式に投資することに伴うリスク等につき、当該投資者に理解してもらい、そのことの確認を得る仕組みとすることが適当である。

具体的には、証券会社又は第一種少額電子募集取扱業者が行う第一種少額電子募集取扱業務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、次に掲げるようなリスク等の認識を確認することが適当である。

- イ 金商法に基づく開示や、上場会社のような適時開示が行われないこと。
- ロ 取引の参考となる気配・相場が存在しないことが多いこと。
- ハ 株式は、償還が行われず、利息も支払われないこと、及び、発行者において利益が計上されない株式について配当が支払われることは稀であること。
- ニ 発行者自身又はその周辺の状況により、取得する株式の価値が大きく失われるリスクがあること。
- ホ セカンダリー場面で後述４．の投資グループが組成されない場合、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こと。
- ヘ 会社法上の譲渡制限が付されている場合には、取引を行っても、発行者による承認が得られない（株主としての権利の移転が認められない）場合があること。

ト 投資者一人当たりの投資額が「少額」に限られること。

③ ウェブサイト上での投資者に対する情報提供

前述（３）③ロでみたように、証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者は、非上場株式について第一種少額電子募集取扱業務を行う期間中、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（改正後金商法第 43 条の 5）。

どのような項目について情報提供すべきかは、今後内閣府令に定められるところによることとなるが、内閣府令における規定の如何にかかわらず、この提供すべき情報には、例えば、後述⑥ハの第一種少額電子募集取扱業務の後に投資者が決済等について確認する方法及び同ニの発行者における株主管理体制についても含めることが適当であると考えらる。

④ 業務管理体制の整備

前述①及び（３）③イでみたように、改正後金商法において、金融商品取引業者には、金融商品取引業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（改正後金商法第 29 条の 4 第 1 項第 1 号へ及び第 35 条の 3）。

とりわけ、第一種少額電子募集取扱業務を行う証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者については、当該業務により取り扱う非上場株式の発行者の事業内容のチェックやウェブサイトの管理等のために必要な措置（社内ルール、組織体制、システムの整備等）がこれに含まれることが見込まれるが、具体的には今後、内閣府令で定められることとなっている。

第一種少額電子募集取扱業務を行う証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者は、法令及び前述①から③までに挙げた内容並びに前述（４）④の投資者からの問合せに適切に対応するための体制その他取引・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。

⑤ 本協会による管理

第一種少額電子募集取扱業務を行おうとする証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者は、当該業務を開始する前に、前述④の取扱要領を、自主規制機関である本協会に提出することとす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、本協会に提出することとすることが適当である。

なお、証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者が行う第一種少額電子募集取扱業務の状況について、制度の利用状況の把握等の観点で、当該証券会

社及び第一種少額電子募集取扱業者から本協会に報告することとすることが考えられるが、この場合、その頻度及び内容等については、現行「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）第33条第1項に基づき本協会が受理している株券等の引受けの状況についての報告が参考となるものと考えられる。

⑥ その他

イ 広告等規制

前述（3）①イでみたとおり、第一種少額電子募集取扱業務はインターネットを利用した募集等の取扱いである。

当該募集等に係る情報は、インターネットを通じて投資者に提供されることとなるため、当該情報提供は金商法第37条第1項の「広告」に該当するものと考えられる。

このため、これに表示すべき事項及びその方法については、法令及び本協会の自主規制規則における広告等規制の対象となることに留意が必要である。

ロ 顧客資産（金銭）の分別管理

前述（3）①でみたとおり、第一種少額電子募集取扱業者が行える業務は、第一種金融商品取引業の範囲内においては第一種少額電子募集取扱業務のみであるが、これに関して顧客から金銭の預託を受けることも第一種少額電子募集取扱業務であるとされている（改正後金商法第29条の4の2第9項及び第10項）。

すなわち、第一種少額電子募集取扱業者も顧客から金銭の預託を受けることが可能であるが、これを行う場合、法令及び本協会の自主規制規則等に定めるところにより、顧客から預託を受けた金銭を自己の固有資産と分別して管理等を行う必要があることにつき、留意が必要である。

ハ 株券不発行の義務付けの是非

会社法上は、株券の不発行を原則としつつ、発行することも許容している（会社法第214条）。

しかし、株券を発行すると、紛失、盗難、偽造等のリスクが生じ、仮に当該株券が流通する場合には当該株券の真贋チェックも必要となる。

このことに鑑みると、株券を不発行とする方が株主管理を円滑に行うことができるものと考えられるが、一方で第一種少額電子募集取扱業務に応じて募集等に係る株式を取得する投資者としては、投資した金額に見合った権利を得ることができたのかどうか定かでない。

このため、第一種少額電子募集取扱業務を用いる発行者に株券を発行す

るのか否かどちらか一方に一律に制度で求める必要はないが、第一種少額電子募集取扱業務の後に投資者が決済等について確認する方法について、前述③のウェブサイトにおいて提供する情報に含めることが考えられる。

二 株主管理の体制整備の義務付けの是非

株式会社における株主管理を適切かつ円滑に行うためには、信託銀行や証券代行会社等を「株主名簿管理人」として置き（会社法第123条）、株主名簿の管理業務を委託することが考えられ、上場会社には株主名簿管理人を置くことが義務付けられている。

第一種少額電子募集取扱業務により不特定多数の投資者を相手方として非上場株式の募集等を行う発行者についても、上場会社と同様に株主名簿管理人を置くことを義務付けることが考えられるが、一方で例えば技術やアイデアを事業化する段階の株式会社には株主名簿管理人を置くための費用を負担できないところもあることが想定され、そのようなところで株式投資型クラウドファンディングの利用に対する障壁をつくることになるのは適当ではないと考えられる。

このため、第一種少額電子募集取扱業務を用いる発行者に株主名簿管理人を置くことを制度で義務付ける必要はないが、当該発行者における株主管理体制について、前述③のウェブサイトにおいて提供する情報に含めることが考えられる。

（6）株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制の今後の検討

前述（3）でみたように、株式投資型クラウドファンディングに係る法令上の規制の基本的な枠組みは、今般の改正後金商法において整備されている。

ところで、当該規制の詳細な内容は、関連する政令及び内閣府令に委任されることとされているが、この報告書を取りまとめる時点においては、その内容は明らかとなっていない。

本協会における自主規制の内容は法令上の規制の内容を踏まえたものとなるのが基本であり、このことは株式投資型クラウドファンディングに係るものについても同様であるが、政令及び内閣府令の内容が明らかとなっていない現時点においては、自主規制の詳細な内容を検討したり結論を導き出すことはできない。

このため、本WGにおけ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についての検討はここまでとし、詳細な内容の検討は法令上の規制の全貌が明らかとなった後に譲ることとする。

4. 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

(1) グリーンシート銘柄制度の現状

グリーンシート銘柄制度は、多様な資金調達・運用ニーズに対応するため、非上場株式の投資勧誘を解禁する必要がある等の各種提言を受けて、平成9年7月に創設された、証券会社による非上場株式の投資勧誘及び売買の制度である。

前述2.(2)でみたように、グリーンシート銘柄制度を利用した非上場株式の取引は、平成19年頃から、制度の利用が減少してきていることが分かる。

(2) グリーンシート銘柄制度の問題点

グリーンシート銘柄制度については、平成24年6月19日に取りまとめられた本協会「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書（以下「グリーンシート銘柄制度懇談会報告書」という。）、前述の本協会懇談会報告書、そして金融審議会WG報告書において、次の問題点が挙げられている。

- ① 近年、利用企業が減少し、売買も大幅に低迷している。その要因として、新興市場における上場基準の引下げにより上場市場の補完的役割としての存在意義が見出しにくくなってきていること、それにもかかわらず、発行者に対して上場企業と大差ない負担（インサイダー取引規制及びそれに伴う適時開示義務や、会社内容説明書等による上場企業に準じた開示義務）が課されていることが指摘されている。
- ② 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ものの、現状、本協会の自主規制規則において、非上場株式については、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ており、こうしたニーズに的確に応えられていない実情にある。

(3) 新たな非上場株式の取引制度の内容

前述(2)の問題点を踏まえ、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応える場としての、グリーンシート銘柄制度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検討した。

① 投資グループ（資料7参照）

まず、新たな非上場株式の取引制度において、前述(2)①の問題点を解決しつつ、同②のニーズを満たしていくには、市場のような高度の流通性を持たせない仕組みを設けることにより、高度の流通性を付与することに伴って必要となる開示義務等の発行者の負担を極力軽減することが適当である。

そのため、非上場株式の投資勧誘を行おうとする証券会社が、当該非上場株式に関し銘柄ごとに「投資グループ」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・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留めることが適当である、との結論に至った。

なお、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。

しかし、投資グループに加入できる者を外形的に限定することは困難であるため、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）を受けられ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。

② インサイダー取引規制の適用

前述①の投資グループの範囲に限定した非上場株式の取引制度へのインサイダー取引規制の適用について、金融審議会WGにおいて議論が行われた。

その結果、「新たな非上場株式の取引制度は、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として設計されるものであって、一般の投資者が広く加入するものではなく、また、取引が頻繁に行われることも想定されない。したがって、新たな非上場株式の取引制度については、非上場株式の原則どおり、インサイダー取引規制の適用対象外とすることが適当であると考えられる」と結論付けられた²¹。

これを踏まえ、改正後金商法第 67 条の 18 第 4 号では、インサイダー取引規制の適用対象であり、現行においてはグリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄が該当している「取扱有価証券」の定義から「（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がこれに該当することを明示する手当てがなされることが見込まれる。

²¹ 金融審議会WG報告書7ページ。なお、当然のことながら、風説の流布や偽計の禁止といった、不正取引の一般的禁止規定（現行の金融商品取引法第 157 条及び第 158 条）については、新たな非上場株式の取引制度に対しても適用されることとなる旨の指摘も、併せてなされている。

インサイダー取引規制の適用対象外とされることに伴い、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²²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。

③ 発行者による会社情報の提供

前述②とともに、前述①の投資グループの範囲に限定した非上場株式の取引制度における発行者の開示義務について、金融審議会WGにおいて併せて議論が行われた。

その結果、「新たな非上場株式の取引制度が、市場としてではなく、あくまでも非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として、流通性を限定した形で設計されるものであることを勘案すると、発行者に対して、グリーンシート銘柄制度におけるほどの開示義務を課す必要はないと考えられる。今後、こうした点を踏まえつつ、新たな非上場株式の取引制度において発行者にどの程度の開示を求めるのかについて、日本証券業協会において更なる検討が進められることが期待される。」と結論付けられた²³。

これを踏まえて、新たな非上場株式の取引制度において、投資グループを組成・管理する証券会社が発行者に対して提供を求める会社情報のあり方について、本WGにおいて検討を行った。

その結果、この取引制度が独自に求めずとも既に発行者が作成している書類とすることを原則として、具体的には次のとおりとすることが適当である、との結論に至った。

イ 金商法に基づく有価証券報告書等を作成・提出している場合には、当該有価証券報告書等

ロ 前述イ以外の場合には、会社法に基づく事業報告及び計算書類等

ハ 募集等の取扱い等を行う場合には、募集事項等に関する内容が記載された書面（例えば、会社法第 203 条第 1 項に基づき、募集株式の引受けの申込みをしようとする者に対して通知すべき事項を記載した書面。この場合、調達資金の使途に関する事項を追加すべきと考えられる。）を添付

ニ その他、当該証券会社において必要と認める情報

なお、発行者においてこれらの会社情報が更新されたり追加されたりした場合には、当該証券会社は、その都度、当該発行者から更新された又は追加された会社情報の提供を受けるべき、ともされた。

²² 制度において発行者に適時開示義務を課さなくなるといっても、後述③及び④のとおり、投資判断に必要な情報が投資者に提供されるべき点は、現行の制度と変わるところではない。

²³ 金融審議会WG報告書 8 ページ

④ 証券会社から投資グループ加入者（投資者）への会社情報の提供

前述2.（1）でみたように、非上場株式は、一部の例外を除き、金商法に基づくディスクロージャー及び会計監査が求められておらず、投資判断に必要な情報が適切に提供されているとは言い難いことから、本協会では、証券会社が投資者に対して非上場株式の投資勧誘を行ってはならないこととしている（店頭有価証券規則第3条）。そして、グリーンシート銘柄やフェニックス銘柄等、発行者が上場会社並みのディスクロージャーを行っている場合は、投資勧誘を行おうとする証券会社が投資者に対して当該発行者に関する情報を提供して説明することを条件に、例外的に、証券会社による非上場株式の投資勧誘を認めている（店頭有価証券規則第1条、第3条、第6条及び第8条）。

今般、投資グループの加入者（投資者）に対してであれば証券会社による非上場株式の投資勧誘を認めることとするとしても、投資判断に必要な情報が当該証券会社から投資者に提供されるべき点は、現行の制度と変わるところではない。

このため、新たな非上場株式の取引制度において、投資グループを組成・管理する証券会社は、前述③で発行者から提供を受けた会社情報を、当該投資グループの加入者（投資者）に提供すべき、との結論に至った。

なお、提供の方法としては、文書の交付及び電磁的方法による提供（電子ファイルの提供、ウェブサイト上での閲覧・取得可能な状態の確保等）が考えられる。

また、発行者に関する会社情報の提供は、投資勧誘の一環として捉えられることから、当該提供は当該投資グループの加入者（投資者）に限定して行われるべきであり、当該証券会社は当該投資グループに加入していない者に提供することのないよう措置を講じるべきである²⁴。

なお、前述③で発行者から更新又は追加された会社情報の提供を受けた証券会社は、その都度、当該会社情報を投資グループの加入者（投資者）に提供することが望ましいが、一方で、発行者の会社情報の入手方法は証券会社

²⁴ 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。また、無登録業者による詐欺的な行為を防止する観点から、発行者の実在性を確認するための正しい情報を取得できるようにするための工夫が必要であると考えられる。このため、例えば、投資グループを組成・管理する証券会社が、自社のホームページにおいて、投資グループを組成・管理している非上場株式の発行者名を明示するとともに、当該発行者のホームページのトップページへのリンクを設けることが考えられる。また、募集等の取扱い等を行う場合は、さらに、募集等の取扱い等を行っている旨及びその申込期間を加えることが考えられる。

経由に限られるものではなく²⁵、会社情報の更新又は追加の都度に個別の投資者に対して当該更新又は追加された会社情報を一斉に提供することを証券会社に義務付けることは、上場銘柄の取扱いにおいても行われておらず、過剰な負担を強いるものである、との意見があった。

この点、例えば、証券会社が管理する投資グループの加入者（投資者）のみが閲覧できるウェブサイト上で会社情報を閲覧・取得可能な状態に置いている場合には、発行者から更新又は追加された会社情報の提供を受ける都度、速やかに、当該ウェブサイトにおいて更新又は追加されたことが容易に分かる形で、掲載すべきであると考えられる。

その一方で、文書の交付やメールの送信等により投資グループの加入者（投資者）に対して一斉に更新又は追加された会社情報を提供することまでを義務付ける必要はなく、投資グループの加入者（投資者）に発行者の会社情報の入手方法²⁶を明示しておき、投資グループの加入者（投資者）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（投資者）に対して個別に会社情報を提供することとすることが適当である。

⑤ 投資者の投資グループへの加入及び脱退

前述①のとおり、投資者の投資グループへの加入は、当該投資グループが対象とする非上場株式に対する投資意向を有する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）によることを基本とすることが適当である。

この場合、当該投資者が当該非上場株式に対する投資意向を有するといえども、当該投資者の投資グループへの加入に当たり、当該証券会社は、自社が定める取引開始基準（「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」第6条）に基づき、当該投資者の適合性を確認する必要があると考える。

また、投資グループに加入している投資者の当該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。

なお、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

²⁵ 発行者が金商法上の継続開示会社であれば有価証券報告書等が EDINET において閲覧に供されており、それ以外の発行者であっても会社法に基づき計算書類の公告が行われる（会社法第 440 条）。また、株式会社は、計算書類及び事業報告を本支店に備え置かなければならず、株主は当該株式会社の営業時間内はいつでもこれらの書類の閲覧等を請求することができる（会社法第 442 条）。また、取締役会設置会社においては、定時株主総会の招集通知に際して計算書類及び事業報告が提供される（会社法第 437 条）。

²⁶ 例えば、発行者が金商法上の継続開示会社である場合は EDINET の URL、それ以外の場合は電子公告を行う URL 又は計算書類及び事業報告を提供している発行者のウェブサイトの URL、等が考えられる。

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、適当ではないと考えられる。

ちなみに、本WGにおける議論においては、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もよいのではないか、との意見があった。

この点について、今般、前述（2）で挙げた、現行のグリーンシート銘柄制度の問題点を解決するために投資グループの範囲に限定した非上場株式の取引制度に移行しようとするところ、その趣旨を貫徹するためにはできるだけ例外を設けないことが適当であることから、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、との結論に至った。

なお、投資グループからの脱退は、加入と同様に、投資者の自己申告（申出）によることから、いったん加入した投資者が、取引のニーズを満たしたところですぐに脱退することも可能であると考えられる。

本WGにおける議論においては、さらに、同一の銘柄の非上場株式について複数の証券会社が投資グループを組成しており、複数の投資グループをまたがった範囲での取引を投資者が希望する場合、一の投資グループにおける売買の注文を他の投資グループに取り次いで成立させることを可能としてもよいのではないか、との意見もあった。

この点についても同様に、新たな取引制度の趣旨の貫徹のためにはできるだけ例外を設けないことが適当であること及び投資グループの加入・脱退は投資者の自己申告（申出）によることから、このような場合の投資者はそれぞれの投資グループに加入することとすべき、との結論に至った。

⑥ 投資者におけるリスク等の認識の確認

前述⑤とともに、投資者の投資グループへの加入に当たっては、前述①のとおり、当該投資グループを組成・管理する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。

具体的には、現行のグリーンシート銘柄制度及びフェニックス銘柄制度²⁷と同様に、その証券会社が組成・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「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、次に掲げるようなリスク等の認識を確認す

²⁷ 「グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄に関する規則」（以下「グリーンシート等規則」という。）第19条第2項

ることが適当である。

イ 流通範囲の制限が存在すること。

ロ 非上場株式の取引は、相対ではなく、投資グループを組成・管理している証券会社を通じて行うこと。

ハ 金商法に基づくインサイダー取引規制が適用されないこと。

ニ 金商法に基づく開示や、上場会社のような適時開示が行われないこと。

ホ 取引の参考となる気配（相場）が存在しないことが多いこと。

ヘ 会社法上の譲渡制限が付されている場合には、取引を行っても、発行者による承認が得られない（株主としての権利の移転が認められない）場合があること。

ト 発行者自身又はその周辺の状況により、取引する株式の価値が大きく失われるリスクがあること。

ニ 投資グループにおいて買い付けた非上場株式は、中長期的な保有を原則とすること。

⑦ 契約締結前交付書面の交付及びこれによる説明

投資グループの範囲に限定した非上場株式の取引においても、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（金商法第 37 条の 3）とともに、この記載内容について説明する必要がある（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）第 117 条第 1 項第 1 号）。

これらの内容としては、法令で定められるところ²⁸はもとより、前述⑥に挙げた、投資グループにおける非上場株式の取引特有のリスク等についても、改めて記載及び説明することが適当である。

なお、前述④のとおり、投資グループを組成・管理する証券会社は、当該投資グループの対象銘柄に関する情報を、当該投資グループに加入していない者に提供することのないよう措置を講じるべきである。また、これにより、新たな取引制度においては、現行のグリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄のような、対象銘柄に関する情報が広く一般に提供されることは、前提とならなくなる。これに伴い、ともすれば、投資グループに加入している投資者にとっても、当該対象銘柄に関する情報を入手する方法を認識できなくなる可能性がある。

このため、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（金商業等

²⁸ 金商法第 37 条の 3 第 1 項各号及び金商業等府令第 81 条から第 83 条まで。

府令第 82 条第 13 号)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を、契約締結前交付書面において記載しておくことが適当である。

⑧ 投資グループを組成する銘柄の選定

現行制度において、グリーンシート銘柄又はフェニックス銘柄として指定を受けるための基準には、当該銘柄の発行者における内部管理、開示、株式事務等の体制の面を中心に、高度の流通性を有する取引所金融商品市場への上場基準と同じものが多くあり²⁹、また、指定を受けようとするために届出を行おうとする証券会社は、当該発行者について審査を行わなければならないこととしている³⁰。

新たな非上場株式の取引制度においては、投資勧誘及び流通の範囲が投資グループの範囲に限定され、流通性が制限されることから、現行のグリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄ほどの条件を求める必要性は低いと考えられる。

とはいえ、投資判断に必要な発行者に関する情報が乏しい非上場株式の流通を証券会社が取り扱うことには変わりがないため、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。

⑨ 証券会社に関する情報の提供

非上場株式には投資判断に必要な発行者に関する情報が乏しい等上場株式にないリスクがあり、また前述 2.(3) でみたような無登録業者の非上場株式等投資勧誘による被害の横行に鑑みると、非上場株式の投資勧誘及び取引を取り扱う者は投資者からの信頼を確保することが重要である。

ところで、証券会社は、金商法において定められる財産要件等をクリアして、第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者としての登録を受けており、これにより非上場株式を含む有価証券の売買その他の取引を業として行うことが認められている。

このため、投資グループを組成して非上場株式の投資勧誘及び取引を行おうとする証券会社に対してさらに要件を加重することは、本(3)の冒頭で挙げた、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から非上場株式の取引・換金ニーズに応えていこうとする、今般の新たな非上場株式の取引制

²⁹ グリーンシート等規則第 6 条

³⁰ グリーンシート等規則第 7 条

度導入の趣旨に鑑みても、適当ではないと考えられる。

その一方で、投資グループへの加入が投資者からの自己申告（申出）によることを基本としているため、投資者が取引するに当たって取扱証券会社に関する情報をより入手しやすくする仕組みを設けることが必要であると考えられる。

具体的には、現行において、証券会社は、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作成し、一定の期間、全ての営業所又は事務所に備え置き、公衆の縦覧に供する義務が課されている（金商法第 46 条の 4 及び第 46 条の 6 第 3 項）ところ、非上場株式の投資グループを組成・管理する証券会社は、これに加え、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。

⑩ 投資グループ内で行われる募集の取扱い等

投資グループは、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ものの、発行者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も想定しうる。

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、前述①から⑨までに加え、調達資金の用途等について確認することとすることが適当である。

なお、この募集の取扱いを行う期間中、これを行う証券会社は、自社のホームページにおいて、当該非上場株式の発行者名の明示及び当該発行者のホームページのトップページへのリンクの設定（前述④参照）のほか、当該募集等の取扱い等を行っている旨及びその申込期間を加えて明示し、投資グループに加入していない者に対しても明らかにしておくことが適当である。

また、投資グループにおいて募集の取扱いを行う場合、証券会社が発行者からの提供を受けて投資者に提供する会社情報として、前述③ハのとおり、募集事項等に関する内容が記載された書面（例えば、会社法第 203 条第 1 項に基づき、募集株式の引受けの申込みをしようとする者に対して通知すべき事項を記載した書面。この場合、調達資金の用途に関する事項を追加すべきと考えられる。）を添付することとすることが適当である。

一方、投資グループ内における募集とはいえ、これについて有価証券の引受け（金商法第 2 条第 8 項第 6 号）を行う場合は、本協会の自主規制規則である引受規則が適用となる。

また、有価証券の引受けを行うか行わないかにかかわらず、投資グループにおいて募集の取扱いを行う証券会社は、当該募集に応じて非上場株式を取

得した投資者にとっての換金の機会を確保する観点に鑑みれば、一般的には、当該募集が終わった後においても、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用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。

さらに、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用途状況について確認を行い、当該用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³¹こととすることが適当である。

⑪ 証券会社における業務管理体制の整備

投資グループを組成・管理する証券会社は、前述の求められる措置を適切に履行し、新たな制度の下での非上場株式の取引に対する投資者の信頼を確保するよう、業務管理体制を整備すべきである。

具体的には、投資グループを組成しようとする証券会社は、前述③から⑩までの内容（資料8参照）並びに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等について、どのように遂行するかを規定した「取扱要領」を策定するとともに、当該証券会社においては、当該取扱要領の手続を適切に遂行するために必要な体制を整備しておくべきである。

⑫ 本協会による管理

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、前述⑪の取扱要領を、自主規制機関である本協会に提出することとす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、本協会に提出することとすることが適当である。

なお、投資グループにおける非上場株式の取引の状況について、制度の利用状況の把握等の観点で、投資グループを組成・管理する証券会社から本協会に報告することとすることが考えられるが、この場合、その頻度及び内容等については、新たな非上場株式の取引制度においては流通性が制限されていることを勘案することが適当である。

（４）現行のグリーンシート銘柄制度の経過措置

前述（３）の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

³¹ 株券等の引受けを行う場合、引受規則第20条により、これと同様の措置が求められている。

度に代わって導入するものである。

したがって、新たな取引制度が導入されれば、グリーンシート銘柄制度はその役割を新たな取引制度に引き継ぎ、自らは発展的な解消を目指すこととなる。

ただ、グリーンシート銘柄制度には、現に指定されているグリーンシート銘柄並びに取扱会員及び準取扱会員が存在しており、またグリーンシート銘柄制度において取引を行っている投資者もいるため、制度の廃止に当たっては何らかの経過措置が必要である、とされた。

グリーンシート銘柄制度が廃止されると、グリーンシート銘柄として指定されている銘柄及びその発行者にとってのその後の展開としては、①新たな非上場株式の取引制度において証券会社によって投資グループが組成される、②取引所金融商品市場への上場を目指す、③何らのステータスも与えられないいわゆる青空銘柄となる、の3つが考えられる。

このうち、①の場合は、投資グループを組成しようとする証券会社において、前述（3）で掲げた対応が必要となり、②の場合は、発行者において、上場に向けた準備期間が必要である。

また、③の場合、いわゆる青空銘柄となるということは、前述2.（1）で見たように、本協会の自主規制規則により、証券会社による投資勧誘が行われなくなるということであり、これに伴い投資者がその銘柄の取引を行うことは実質的に困難になる。同時に、株主に対して会社法に基づいて発行者から情報開示される以外には当該発行者に関する情報を入手することが難しくなる。

これら、グリーンシート銘柄制度の廃止に伴う影響について、グリーンシート銘柄の取引に関与する投資者に対する周知が必要であり、とりわけ、いわゆる青空銘柄となることに伴う影響については、特段の注意喚起が必要である。

この周知は、本協会及びグリーンシート銘柄に係る関係者において、投資者、特にグリーンシート銘柄の既存株主に対して、直接又は間接に行われる必要がある。

具体的には、本協会並びにグリーンシート銘柄の取扱会員及び準取扱会員が、当該影響について、ホームページ、契約締結前交付書面、株主総会関係書類、投資者宛の書面に記述する等により、発行者及び投資者をはじめとするグリーンシート銘柄制度の参加者に混乱を生じさせないための実効的な対応が求められる。

なお、契約締結前交付書面の交付及び株主総会関係書類の送付は、基本的に一年に一回行われることに加え、投資者に実際に周知が行き渡り、当該投資者が必要に応じてグリーンシート銘柄を売却する期間を確保すること等を勘案すると、新たな非上場株式の取引制度が導入された後においても、3年間程度、

現行のグリーンシート銘柄制度を存置する経過措置を設けることが適当である。

なお、当該経過措置の期間中は、新たな非上場株式の取引制度への円滑な移行が進められるべきであるため、本協会はグリーンシート銘柄としての新たな指定を行わず、またそのための新たな届出も受け付けないこととするのが適当である。

5. フェニックス銘柄制度のあり方

(1) フェニックス銘柄制度の変遷

フェニックス銘柄制度は、過去に取引所金融商品市場において上場を廃止された株券等（店頭取扱有価証券）のうち、上場当時から保有する者に対し流通の機会を提供する必要があると証券会社において判断されたものにつき、当該証券会社による投資勧誘を認める制度である。

以前、本協会が店頭売買有価証券の登録・売買制度を有していた当時に、このような銘柄を「店頭管理銘柄」として登録していたことが、この制度の源流となっている。

その後の制度変更により、上場廃止銘柄を「店頭管理銘柄」として登録・売買する制度が廃止されたことに伴い、平成12年7月から、これらの銘柄をグリーンシート銘柄の「フェニックス」区分として指定し、さらに平成20年3月には、将来の取引所金融商品市場上場などを目指した長期投資を主たる目的とする、特徴が大きく異なる銘柄との混在を解消するため、グリーンシート銘柄制度から独立させて「フェニックス銘柄制度」として、現在に至っている。

(2) フェニックス銘柄制度の現状

前述2.(2)でみたように、フェニックス銘柄制度は、グリーンシート銘柄制度と同様、制度の利用が低調なまま推移してきていることが分かる。

(3) フェニックス銘柄制度に関する問題意識

平成22年12月24日に金融庁より公表された「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクション・プラン～新成長戦略の実現に向けて～」において掲げられた検討項目を受け、平成23年6月23日に本協会の「新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会」が取りまとめた「新興市場等の信頼性回復・活性化に向けた工程表」においては、フェニックス銘柄制度につき、①フェニックス銘柄の指定基準、取扱期間、②仮に上場廃止となる銘柄が増加する場合に備えて、既存の取引所のシステムやPTSの利用、清算体制の整備、開示・売買管理体制等、について検討を行うこととされた。この検討の必要性は、前述のグリーンシート銘柄制度懇談会報告書（平成24年6月19日）においても指摘されている。

(4) 本WGにおける議論

本WGでは、前述(3)の項目について、どのような解決策が考えられるか、検討に着手した。

ところが、フェニックス銘柄制度は、前述(2)のとおり、その利用は一貫して低調なままと言わざるを得ない状況にある。

これには、いったん上場廃止となると、その理由の如何を問わず、そのこと

自体が銘柄の魅力を大きく減じていること、フェニックス銘柄として指定されるとしても流動性が大きく失われることには変わりがなく、証券会社が顧客に投資勧誘することが難しくなること、等が原因として指摘されている。

また、フェニックス銘柄制度の趣旨について、上場時に換金できなかった投資者に対する換金の場の提供としているのであれば、本来は取引所における整理売買期間において換金機会は担保されているので、同制度自体が不要ではないか、との指摘がなされた。

さらに、今般、前述4.(3)のとおり、今般、非上場株式の流通のための制度として、現在のグリーンシート銘柄制度に代えて、投資グループ方式を導入することから、現在のフェニックス銘柄制度と同様の機能は、この投資グループ方式によって代替され得るのではないか、との意見もあった。

(5) 本WGにおける結論

前述(4)の議論を踏まえて、本WGとしては、現在のフェニックス銘柄制度を廃止することが適当である、との結論に至った。

なお、フェニックス銘柄を廃止する時期及びそれまでの間の経過措置は、前述4.(4)における、グリーンシート銘柄制度の廃止時期及び経過措置と同様とすることが適当である、とされた。

おわりに

ここまで述べてきたように、本WGにおいては、新規・成長企業による資金調達におけるイノベーションとも言うべきクラウドファンディングのうち株式に投資する形態のものについての自主規制の基本的な方向性を導き出した。

また、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、現在のグリーンシート銘柄制度及びフェニックス銘柄制度に代わり、非上場株式の取引・換金ニーズに応える取引制度として、投資グループという新たな枠組みを取りまとめた。

今後、金商法に関連する政令及び内閣府令の内容が明らかになるのに合わせて、本協会においてもこれらに係る具体的な制度の内容がさらに検討され、自主規制規則が制定されることが見込まれる。

そのうえで、新たな制度が広く一般に認知され、非上場株式の取引に内在するリスクが適切に理解されたうえで活用されるよう、本協会及び関係者において、周知に努めるべきである。

株式投資型クラウドファンディング及び投資グループという、新たな非上場株式の取引制度が実現し利用されることにより、新規・成長企業においても地域に根差した企業等においても好循環が実現し、東京オリンピック・パラリンピックが開催される2020年（平成32年）、そしてさらにその将来に向けて、我が国経済の発展に寄与していくことが期待される。

以 上

資料リスト

資料 1	本WG 設置要綱
資料 2	本WG 委員名簿
資料 3	本WG 議論の経過
資料 4 - 1	グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄 新規指定・取消銘柄数の推移
資料 4 - 2	グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄 銘柄区分別の銘柄数の推移
資料 4 - 3	グリーンシート銘柄 資金調達状況
資料 4 - 4 - 1	グリーンシート銘柄 売買代金及び売買高
資料 4 - 4 - 2	フェニックス銘柄 売買代金及び売買高
資料 4 - 5	グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄 取扱会員・準取扱会員数の推移
資料 5	未公開株通報専用コールセンターに寄せられた年間通報状 況（平成 22 年度～平成 25 年度）
資料 6	金融商品取引法におけるクラウドファンディングに係る業 概念
資料 7	投資グループのイメージ
資料 8	投資グループにおける取引の流れ

「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」設置要綱

平成 25 年 10 月 10 日

日本証券業協会

1. 趣旨

平成 24 年 6 月に取りまとめられた本協会「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書において、グリーンシート銘柄制度については、非上場企業の資金調達機能を担ってきた経緯等を踏まえた抜本的な見直しを行うべき旨の提言がなされ、フェニックス銘柄制度についても、上場廃止後の換金制度として創設された趣旨を踏まえつつ、受け皿市場としてのあり方についても検討すべき旨の提言がなされている。

その後、平成 25 年 6 月には、本協会「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」においては、地域等における資本調達を促す仕組み等としてのグリーンシート銘柄制度の抜本的見直し等に当たっての論点等の整理を行った。

このような状況下、現在、金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方等に関するワーキング・グループ」においては、新規・成長企業へのリスクマネー供給の強化のための各種施策を実施するための制度整備に向けた審議が行われており、グリーンシート銘柄制度については、現行制度に代わる新たな制度を再構築する必要性が示されている。

については、これらに対応するために必要な検討を行うため、本協会エクイティ分科会の下部機関として、標記ワーキング・グループ（以下「本WG」という。）を設置する。

また、上記の金融審議会のワーキング・グループ等においては、クラウドファンディングの導入に関する議論も行われており、特に仲介業者が関与する株式等を活用した投資型クラウドファンディングの導入に際しては、自主規制機関による適切な自主規制が肝要との考えが示されていることから、本WGにおいて、当該自主規制のあり方についても、あわせて検討を行うこととする。

2. テーマ

次の内容に関し、金融審議会での審議状況等も踏まえつつ、必要な検討を行う。

- ① グリーンシート銘柄制度に代わる新たな制度の整備について
- ② フェニックス銘柄制度に関し、上場廃止後の受け皿市場としてのあり方について
- ③ 本協会会員が仲介業者として関与する株式等を活用した投資型クラウドファンディングに対する本協会の自主規制について
- ④ その他

3. 構成及び運営

- (1) 本WGの委員は、20名程度とする。
- (2) 本WGの委員は、会員の実務担当者及び外部有識者から選任する。
- (3) 本WGには、委員から選任した主査を置く。
- (4) 本WGには、オブザーバーを置くことができる。
- (5) 本WGは、その検討状況について、適宜、エクイティ分科会に報告を行う。

4. 検討スケジュール

本WGは、金融審議会での審議状況等も踏まえ、平成26年6月末を目途に必要な制度整備に向けた検討を行う。

5. 事務局

本WGの庶務は、自主規制本部エクイティ市場部が担当する。

以 上

非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ委員名簿

平成 26 年 4 月

日本証券業協会

主 査	白石 徹	(みずほ証券株式会社)	I B 業務推進グループ 公開引受統括部長)
委 員	有吉 尚哉	(西村あさひ法律事務所)	弁 護 士)
〃	磯橋 敏雄	(三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社)	公 開 引 受 部 長)
〃	今村 九治	(今村証券株式会社)	代 表 取 締 役 社 長)
〃	大崎 貞和	(株式会社野村総合研究所)	未 来 創 発 セ ン タ ー) 主 席 研 究 員)
〃	太田 一成	(大和証券株式会社)	I B ソリューション部長)
〃	大前 和徳	(日本クラウド証券株式会社)	代 表 取 締 役 社 長)
〃	尾崎 眞弘	(S M B C 日興証券株式会社)	公 開 業 務 部 副 部 長)
〃	柴田 誠史	(松井証券株式会社)	営 業 開 発 部 長)
〃	下田 林也	(株式会社 S B I 証券)	資 本 市 場 部 参 事 役)
〃	田原 弘之	(EVOLUTION JAPAN証券株式会社)	代 表 取 締 役 会 長)
〃	泊 健一	(徳島合同証券株式会社)	代 表 取 締 役 社 長)
〃	永沢 裕美子	(良質な金融商品を育てる会 Foster Forum)	事 務 局 長)
〃	根岸 克昌	(野村証券株式会社)	公 開 引 受 部 企 画 課 長)
〃	原田 康平	(ふくおか証券株式会社)	代 表 取 締 役 社 長)
〃	堀 和行	(木村証券株式会社)	取 締 役 管 理 本 部 長)
〃	松岡 純也	(マネックス証券株式会社)	投 資 銀 行 部 長)
〃	三浦 裕	(ゴールドマン・サックス証券株式会社)	法 務 部 マ ネ ー ジ ン グ ・ テ ー レ ク タ ー) シ ニ ア ・ リ ー カ ー ル ・ カ ウ ン セ ル)
〃	村松 和己	(エース証券株式会社)	エ ク イ テ ィ 部 課 長)
オブザーバー	島村 昌征	(一般社団法人第二種金融商品取引業協会)	事 務 局 長)
〃	中澤 亨	(金 融 庁)	総 務 企 画 局 市 場 課) 市 場 法 制 管 理 官)
〃	中村 秀昭	(株式会社名古屋証券取引所)	自 主 規 制 グ ル ー プ 長)
〃	林 謙太郎	(株式会社東京証券取引所)	上 場 部 企 画 グ ル ー プ 統 括 課 長)
〃	村原 稔彦	(証券会員制法人福岡証券取引所)	自 主 規 制 部 長)

以上 24 名

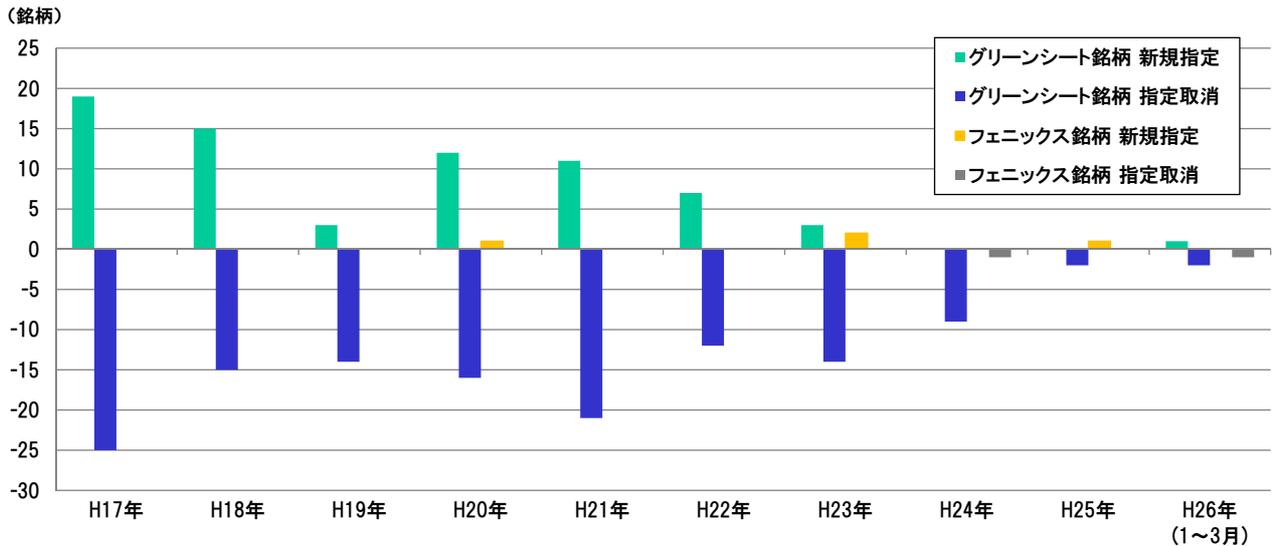
(敬称略 五十音順)

非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ 議 論 の 経 過

- | | | |
|------|-------------------|--|
| 第1回 | 平成25年
11月1日(金) | <ol style="list-style-type: none"> 1. 本ワーキング・グループの設置趣旨について 2. 事務局説明 <ol style="list-style-type: none"> (1) これまでの検討状況について (2) グリーンシート銘柄制度について 3. 自由討議 |
| 第2回 | 11月21日(木) | <p>○ 新たなグリーンシート銘柄制度について</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) 株式等の流通範囲の制限について (2) 取扱証券会社の役割について |
| 第3回 | 12月18日(水) | <p>○ 新たな非上場株式の取引制度について</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方等に関するワーキング・グループ」への本協会における検討状況の報告等について (2) 取扱証券会社の役割等について |
| 第4回 | 平成26年
1月22日(水) | <ol style="list-style-type: none"> 1. 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書について 2. 新たな非上場株式の取引制度について 3. 現行のグリーンシート銘柄の取扱いについて |
| 第5回 | 2月24日(月) | ○ フェニックス銘柄制度について |
| 第6回 | 3月19日(水) | ○ 平成26年金融商品取引法改正法案について |
| 第7回 | 4月14日(月) | <ol style="list-style-type: none"> 1. 米国におけるクラウドファンディングの規制について 2. IOSCO/AMCC におけるクラウドファンディングに関する検討について |
| 第8回 | 5月8日(木) | ○ 株式投資型クラウドファンディングの自主規制のあり方について |
| 第9回 | 5月16日(金) | ○ 株式投資型クラウドファンディングの自主規制のあり方について |
| 第10回 | 5月22日(木) | ○ 報告書の取りまとめについて |
| 第11回 | 5月29日(木) | ○ 報告書の取りまとめについて |

グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄 新規指定・取消銘柄数の推移

資料 4-1

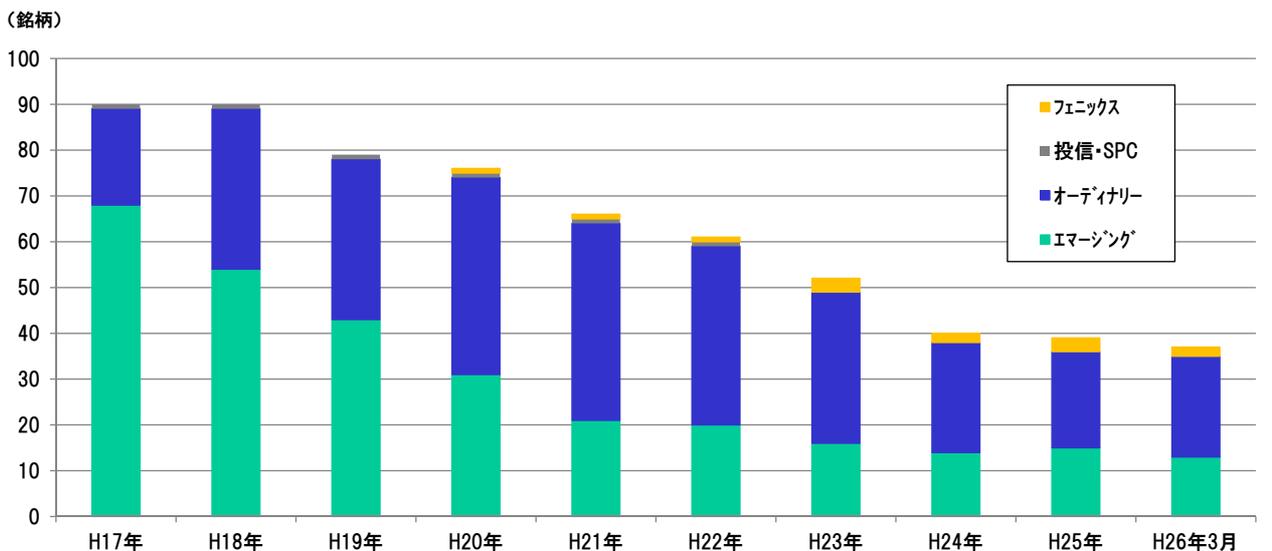


		H17年	H18年	H19年	H20年	H21年	H22年	H23年	H24年	H25年	H26年3月まで
グリーンシート銘柄	新規指定	19	15	3	12	11	7	3	0	0	1
	指定取消	25	15	14	16	21	12	14	9	2	2
フェニックス銘柄	新規指定	-	-	-	1	0	0	2	0	1	0
	指定取消	-	-	-	0	0	0	0	1	0	1

(注) 平成20年3月、フェニックス銘柄制度を創設(グリーンシート銘柄制度から分離)したため、平成19年までは該当事項なし

グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄 銘柄区別の銘柄数の推移

資料 4-2

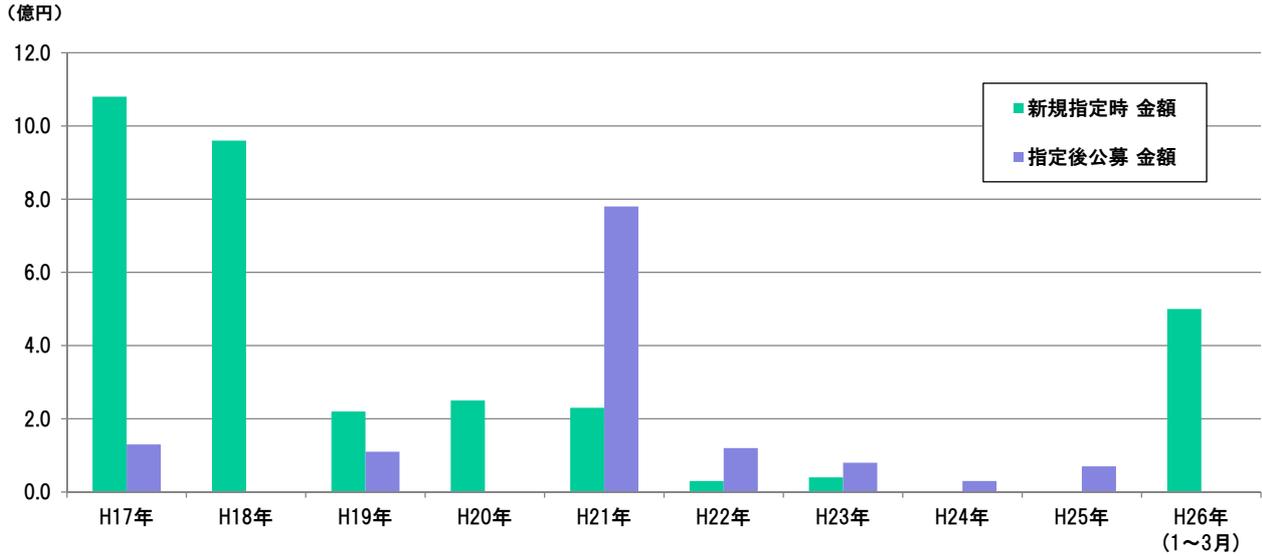


	H17年	H18年	H19年	H20年	H21年	H22年	H23年	H24年	H25年	H26年3月末
エマーシング	68	54	43	31	21	20	16	14	15	13
オーディタリー	21	35	35	43	43	39	33	24	21	22
投信・SPC	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0
フェニックス銘柄	-	-	-	1	1	1	3	2	3	2
合計	90	90	79	76	66	61	52	40	39	37

(注) 平成20年3月、フェニックス銘柄制度を創設(グリーンシート銘柄制度から分離)したため、平成19年までは該当事項なし

グリーンシート銘柄 資金調達状況

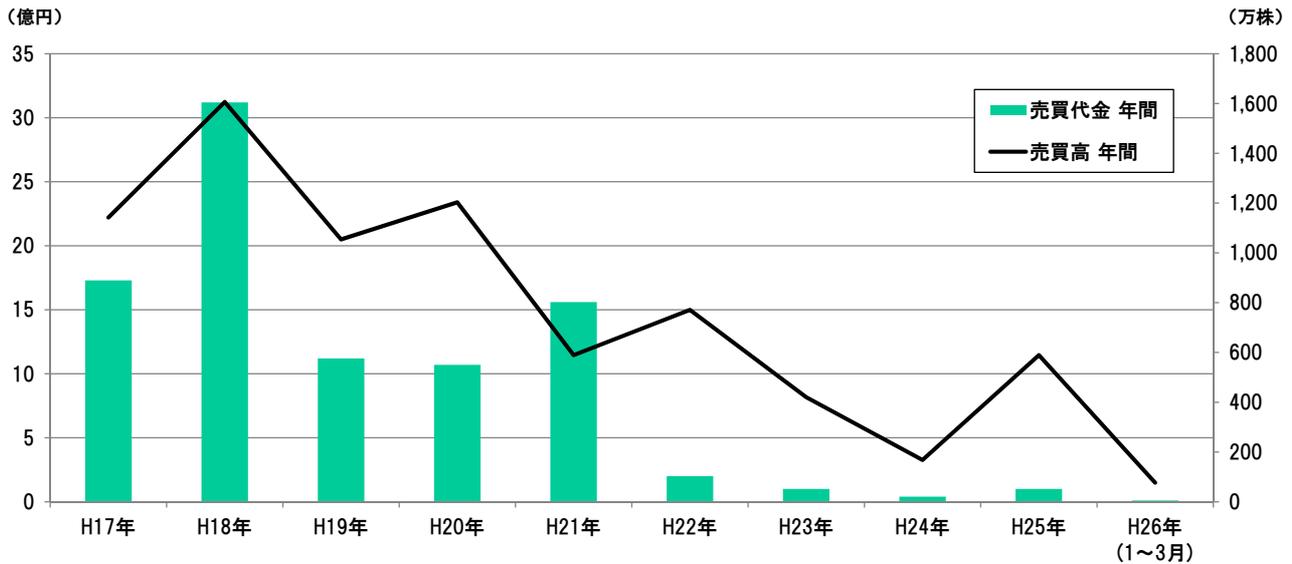
資料 4-3



		H17年	H18年	H19年	H20年	H21年	H22年	H23年	H24年	H25年	H26年3月まで	
新規指定時	金額	10.8	9.6	2.2	2.5	2.3	0.3	0.4	0.0	0.0	5.0	億円
	件数	18	14	3	9	10	2	3	0	0	1	件
指定後公募	金額	1.3	0	1.1	0	7.8	1.2	0.8	0.3	0.7	0	億円
	件数	4	0	2	0	11	15	17	7	3	0	件

グリーンシート銘柄 売買代金及び売買高

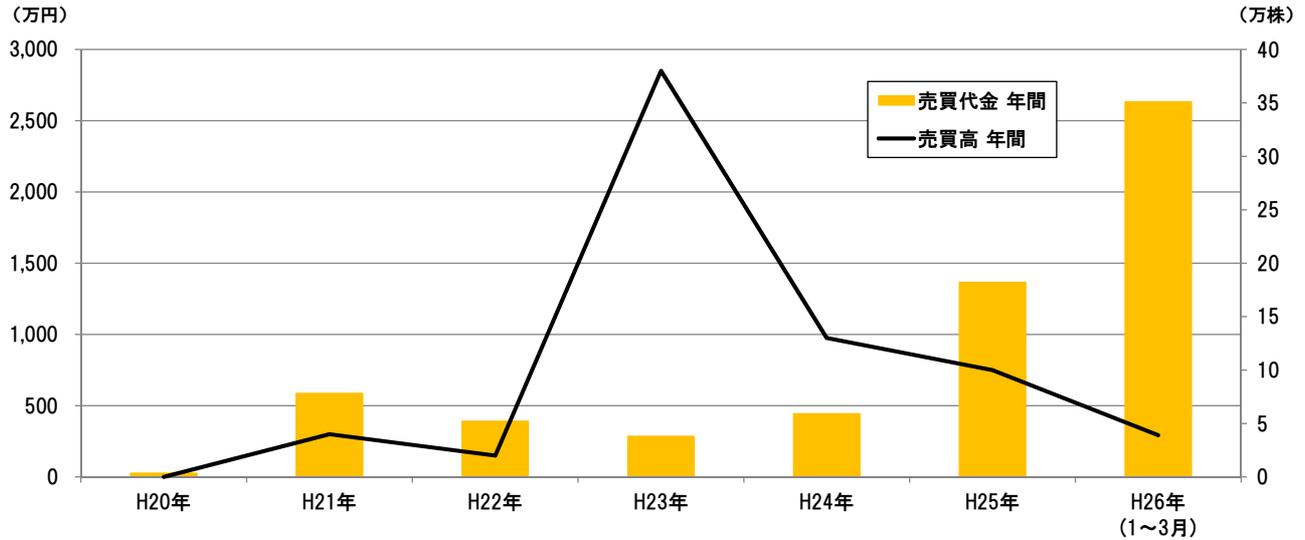
資料 4-4-1



		H17年	H18年	H19年	H20年	H21年	H22年	H23年	H24年	H25年	H26年3月まで	
売買代金	年間	17.3	31.2	11.2	10.7	15.6	2.0	1.0	0.4	1.0	0.1	億円
	1か月平均	1.4	2.6	0.9	0.8	1.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	億円
売買高	年間	1,142	1,606	1,054	1,203	589	771	420	168	589	77	万株
	1か月平均	95	133	87	100	49	64	35	14	49	6	万株

フェニックス銘柄 売買代金及び売買高

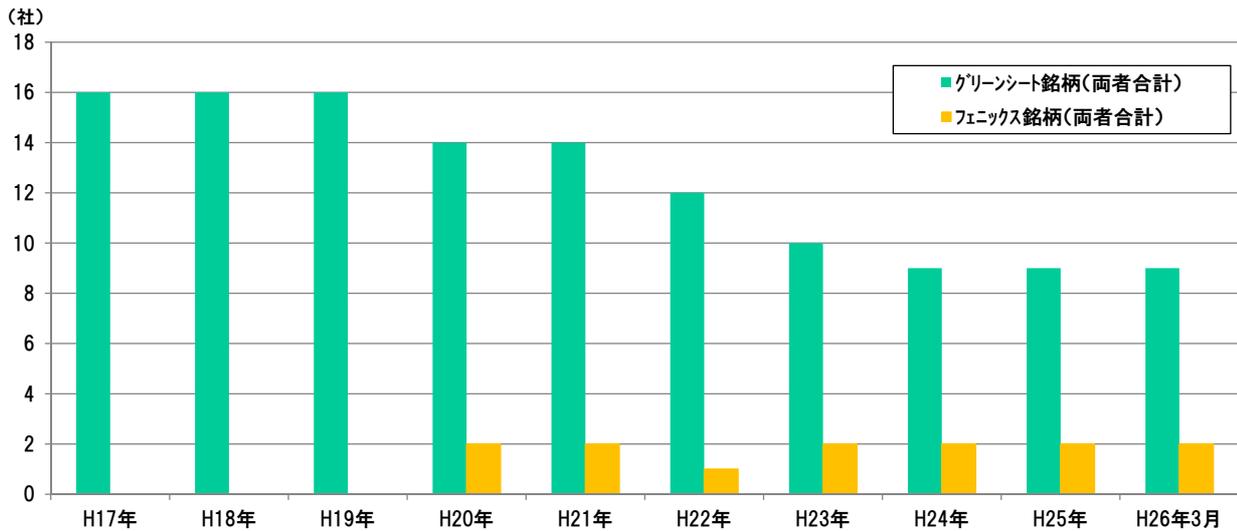
資料 4-4-2



		H20年	H21年	H22年	H23年	H24年	H25年	H26年3月まで	
売買代金	年間	26.0	586.6	391.4	285.1	443.5	1,365.6	2,632.0	万円
	1か月平均	2.1	48.8	32.6	23.7	36.9	113.8	219.3	万円
売買高	年間	1	5	3	38	13	10	3.9	万株
	1か月平均	0	0	0	3	1	0	0	万株

グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄 取扱会員・準取扱会員数の推移

資料 4-5

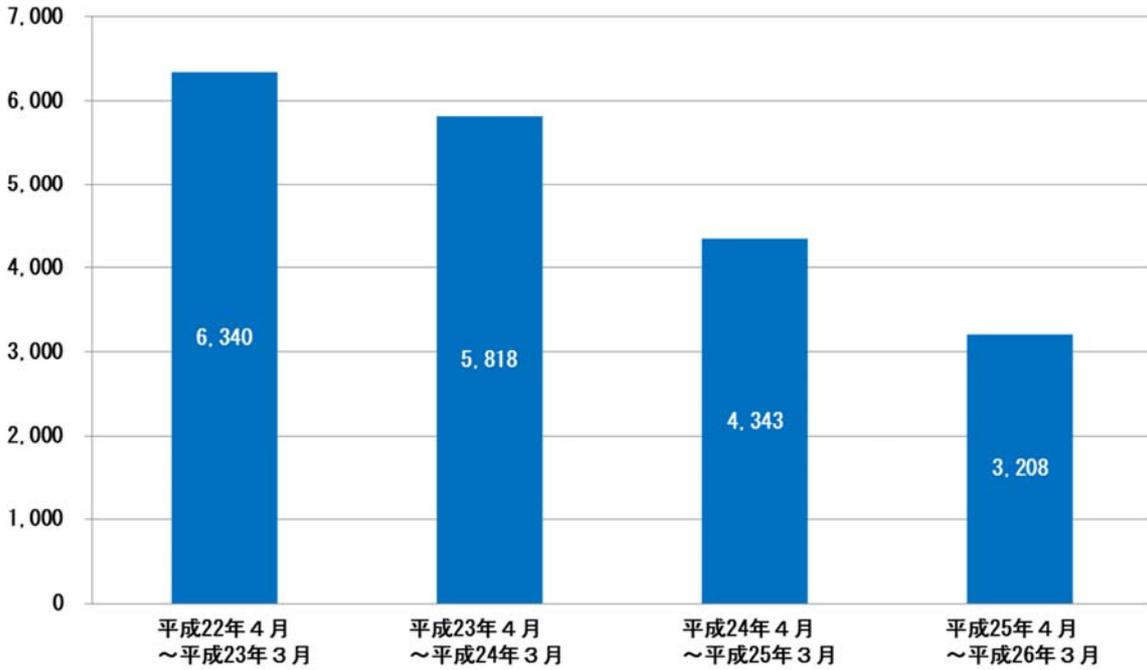


	H17年	H18年	H19年	H20年	H21年	H22年	H23年	H24年	H25年	H26年3月末
グリーンシート銘柄	16	16	16	14	14	12	10	9	9	9
取扱会員	13	14	12	10	11	10	9	6	6	6
準取扱会員のみ	3	2	4	4	3	2	1	3	3	3
フェニックス銘柄	-	-	-	2	2	1	2	2	2	1
取扱会員	-	-	-	2	2	1	2	2	2	1
準取扱会員のみ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

未公開株通報専用コールセンターに寄せられた 年間通報状況(平成22年度～平成25年度)

資料 5

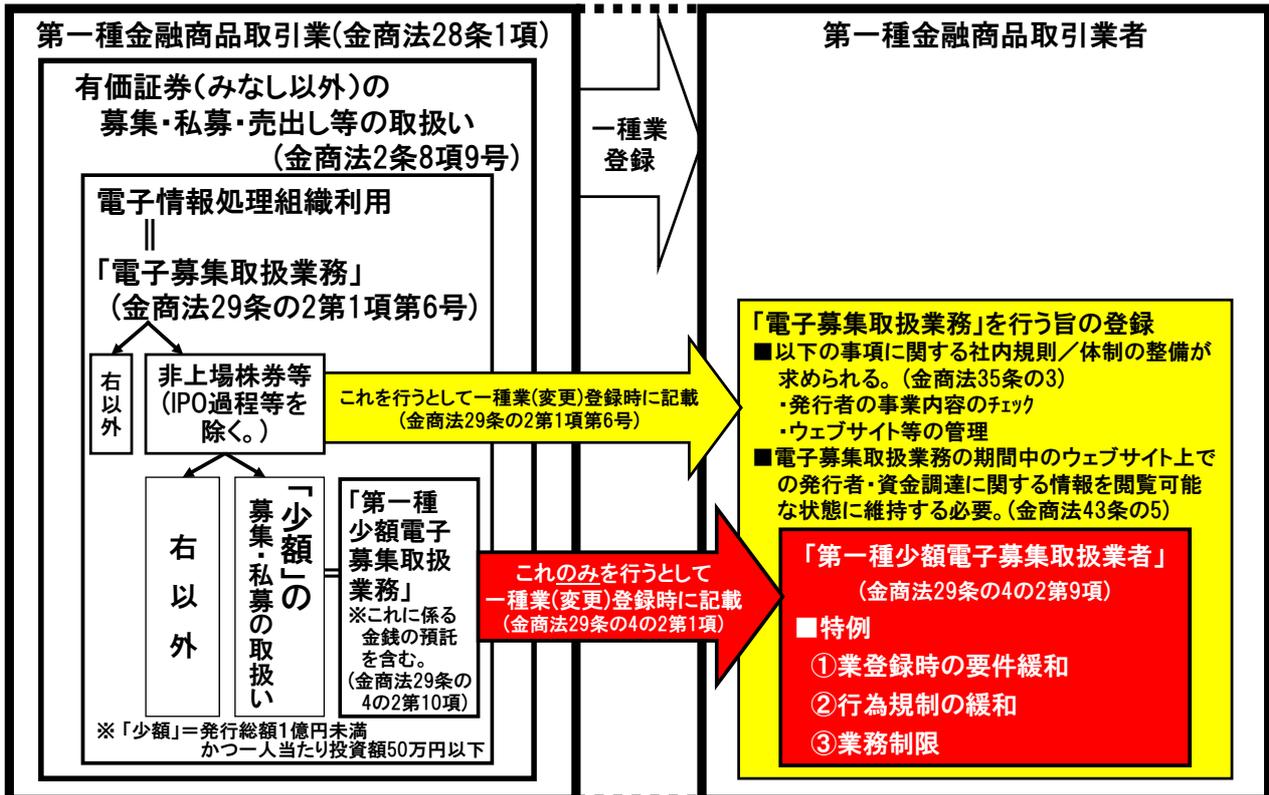
(単位：件)

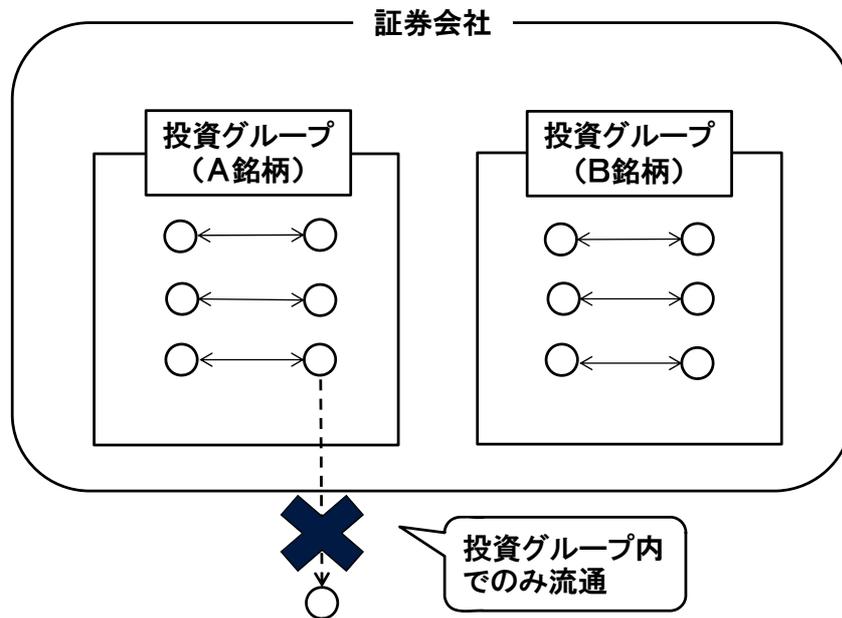


金融商品取引法における クラウドファンディングに係る業概念

資料 6

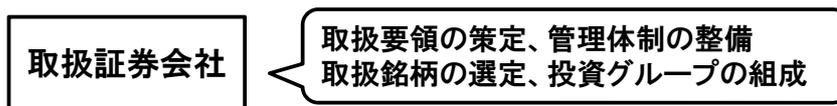
※ここでは、第一種金商業以外の要素は捨象。



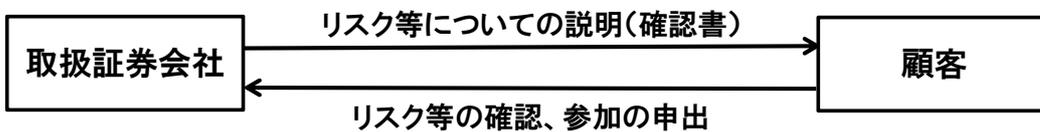


投資グループにおける取引の流れ

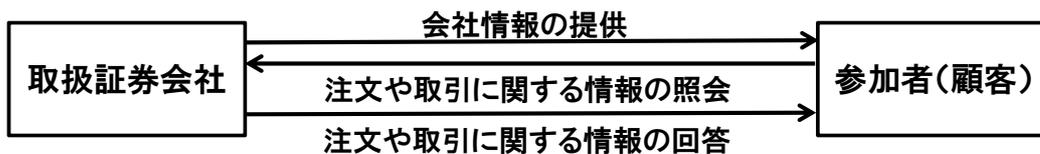
1. 投資グループの組成



2. 顧客が投資グループに参加する時



3. 顧客が投資グループに参加している間



4. 取引する時(都度)

