

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2024年3月29日号 (Vol.81)

特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）を活用した非上場株式の
特定投資家私募による資金調達事例の紹介及び制度内容等の概観

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. 特定投資家私募制度の概要	パートナー 根本 敏光 TEL. 03 6266 8529 toshimitsu.nemoto@mhm-global.com
III. 特定証券情報等の提供・公表等	
IV. 証券会社に対する 金商法・日証協規則に基づく規制	アソシエイト 山口 大貴 TEL. 03 6266 8552 hiroki.yamaguchi@mhm-global.com
V. おわりに	アソシエイト 橘川 文哉 TEL. 03 6266 8559 fumiya.kitsukawa@mhm-global.com

I. はじめに

特定投資家私募を含む非上場株式の取引制度の整備については、非上場企業に対する成長資金の供給を促進する観点から、金融庁・金融審議会の市場制度ワーキング・グループや、日本証券業協会（以下「日証協」といいます。）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、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等において、以前より検討が重ねられてきました¹。

かかる流れを受けて、日証協の自主規制規則（以下「日証協規則」といいます。）として[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「特定投資家勧誘規則」といいます。）が2022年4月1日に制定・同年7月1日に施行され、特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）²が整備されたことで、特定投資家私募制度の下、非上場株式について、証券会社が特定投資家一般に対して投資勧誘を行うことが可能となりました（詳細は下記II. ご参照）。この枠組みを活用することにより、いわゆるプロ成り個人投資家を含む特定投資家を広く対象とすることができ、かつ、少人数私募に係る49名以下という人数要件に限定されることなく、私募形式で非上場株式の勧誘を行うことが可能となっています。

こうした中で、かかる特定投資家私募制度を活用して、2024年3月22日、五常・アンド・カンパニー株式会社が、野村證券株式会社による特定投資家に対する投資勧誘により、F2種優先株式の発行による資金調達を実現しました（日本経済新聞（2024年3月28日17:00（電子版）「野村、プロ投資家に未公開株販売 新興の資金調達支

¹ 従前の検討過程の詳細は、当事務所の過去のニュースレター（[CAPITAL MARKETS BULLETIN 2021年6月号 \(Vol.55\)](#)、[CAPITAL MARKETS BULLETIN 2022年3月号 \(Vol.60\)](#)）をご参照ください。

² 特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）とは、証券会社を通じて、非上場企業の株式等をプロの投資家である特定投資家向けに発行・流通することを可能にする日証協の制度であり、特定投資家私募等に該当する取引を対象としています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

援」ご参照³⁾。本件は、特定投資家私募制度を活用し、非上場企業が、大手証券会社による全面的なサポートを得て、プロ成り個人を含む特定投資家を幅広く対象として勧誘を実施することにより、私募形式で大型の資金調達を実現したものであり、今後の非上場企業による成長資金の調達に新しい可能性を示すとともに、投資家に対しては非上場株式への新たな投資機会を提供する点において、特定投資家私募のリーディング・ケースとなり得るものとして注目されます。当事務所は、当該発行について当初から発行体カウンセラーとして関与し、特定証券情報の作成その他の諸法令で求められる法的手続きについて全面的にこれをサポートしました。

そこで、本ニュースレターでは、今回採用された非上場株式に係る特定投資家私募制度の概要、発行会社・証券会社に求められる手続、同制度の今後の動向等について紹介します。

II. 特定投資家私募制度の概要

1. 非上場株式の投資勧誘制度

前提として、日証協規則において、証券会社が非上場株式に係る投資勧誘を行うことは、原則として禁止されていますが⁴⁾、①適格機関投資家に対する投資勧誘、②自らの責任において企業価値評価等（DD）を行う能力を有する特定投資家に対する投資勧誘、③特定投資家に対する投資勧誘の場合には、一定の要件の下で、これを行うことができるとされています。それぞれの制度概要は下表のとおりです。

	適格機関投資家 への勧誘 (適格機関投資家私募)	自ら DD が可能な 特定投資家への勧誘 (少人数私募)	特定投資家への勧誘 (特定投資家私募)
根拠規定	金商法 2 条 3 項 2 号イ 店頭有価証券規則 4 条	金商法 2 条 3 項 2 号ハ 店頭有価証券規則 4 条の 2	金商法 2 条 3 項 2 号ロ 特定投資家勧誘規則
勧誘対象	適格機関投資家	自ら DD 可能な特定投資家 (プロ成り個人を除く) (49 名以下)	特定投資家 (プロ成り個人を含む)
情報提供	—	一定の会社情報 (免除可能)	特定証券情報・発行者情報 (下記Ⅲ. ご参照)
譲渡制限	適格機関投資家以外の者 への譲渡制限	—	特定投資家以外の者への 譲渡制限
その他	—	投資家が DD 可能である旨 の表明・確約書の取得等	説明書交付・確認書徴求等 (下記Ⅳ. ご参照)

³⁾ 日本経済新聞記事 (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB2748P0X20C24A3000000/>)

⁴⁾ 協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則 12 条の 2、店頭有価証券に関する規則 3 条

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2. 特定投資家私募の特徴

特定投資家私募は、金商法において「特定投資家向け取得勧誘」と定義され⁵、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘のうち、①特定投資家のみを相手方として行う場合であって、②証券会社等が当該取得勧誘を行い、かつ、③当該有価証券がその取得者から特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合⁶に該当するものをいうとされています⁷。

かかる特定投資家私募については、金商法 2 条 3 項柱書の「有価証券の募集」に該当しないことから、有価証券届出書の提出は求められず、有価証券届出書の提出から効力発生までの 15 日間の待機期間⁸を待つ必要もありませんが、他方で、金商法・特定投資家勧誘規則等により、下記Ⅲ. 及びⅣ. に記載の手続が必要となります⁹。

Ⅲ. 特定証券情報等の提供・公表等

1. 特定証券情報・発行者情報の提供・公表、訂正

金商法上、特定投資家私募制度の下で投資勧誘を行う場合、前述のとおり有価証券届出書の提出は不要ですが、特定証券情報（当該有価証券及び当該発行会社に関して投資者に明らかにされるべき基本的な情報として内閣府令で定める情報）を、投資勧誘の相手方に対して、提供又は公表しなければなりません¹⁰。

特定証券情報の提供又は公表は、①発行会社若しくは委託を受けた証券会社が、投資勧誘の相手方に対して書面若しくは電磁的方法により提供する方法、又は②発行会社若しくは証券会社のウェブサイトで 1 年間継続して公表する方法によるものとされています¹¹¹²。

⁵ 金商法 4 条 3 項 1 号

⁶ 具体的には、当該株式の発行者と当該株式の取得者との間及び当該取得勧誘を行う証券会社と当該取得者との間において、当該取得者が取得した当該株式を特定投資家等以外の者に譲渡を行わない旨等を定めた譲渡に係る契約を締結することを取得の条件として、取得勧誘が行われること等が求められます（金商法施行令 1 条の 5 の 2 第 2 項 1 号口(2)）。

⁷ 金商法 2 条 3 項 2 号口

⁸ 金商法 8 条 1 項

⁹ なお、特定投資家私募に係る本ニュースレターでは新株発行の場合を想定して説明を行っていますが、既存の有価証券の売出しの場合において、特定投資家向け売付け勧誘等（既に発行された有価証券の売付けの申込み又はその買付けの申込みの勧誘のうち、①特定投資家のみを相手方として行う場合であって、②証券会社等が当該売付け勧誘等を行い、かつ、③当該有価証券がその取得者から特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合に該当するもの）（金商法 2 条 4 項 2 号口）に該当するときも、特定投資家私売出しとして、特定投資家私募と概ね同様の規制が課されます（特定投資家勧誘規則 8 条 2 号）。

¹⁰ 金商法 27 条の 31 第 1 項、特定投資家勧誘規則 6 条 1 項

¹¹ 金商法 27 条の 31 第 2 項、証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令（以下「証券情報等府令」といいます。）3 条 2 号、特定投資家勧誘規則 6 条 2 項

¹² なお、特定証券情報の提供又は公表の方法は、途中で変更することは基本的に想定されていませんが、その必要性がある場合には、一定の措置を経て変更することも可能とされています（2023 年 7 月 31 日

CAPITAL MARKETS BULLETIN

また、特定証券情報を提供又は公表した発行会社又は証券会社は、当該提供又は公表をした日から1年間¹³において、当該特定証券情報に訂正すべき事項があるときは、訂正特定証券情報（当該特定証券情報を訂正する旨の情報）を、当該特定証券情報を提供又は公表した方法と同一の方法により、投資勧誘の相手方及び当該有価証券等の所有者に対して、提供又は公表しなければなりません¹⁴。なお、具体的にどのような場合に特定証券情報の訂正が必要になるかについては、法令・日証協規則上は必ずしも明らかではありませんが、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすような事項に誤りがあったり、変更等が生じた場合には、訂正が必要になると解するのが適当と考えられます¹⁵。

さらに、特定投資家私募に係る有価証券が発行された後においても、発行会社又は証券会社は、発行者情報（当該発行者に関する情報として内閣府令で定める情報）を、事業年度ごとに1回以上、特定証券情報に係る有価証券を所有する者に対して、提供又は公表する必要があります¹⁶。

ただし、流通性その他の事情を勘案し、公益又は投資者保護に欠けることがないものと認められる場合として内閣府令で定める場合、具体的には、当該特定証券情報に係る有価証券又は当該有価証券の発行者が発行する他の有価証券について開示が行われている場合（募集・売出し等に係る届出の効力が生じている場合等）等には、発行者情報の提供・公表は必要でないとされています¹⁷。

なお、発行者情報についても、その提供又は公表は、特定証券情報と同様に、①書面若しくは電磁的方法により提供する方法、又は②発行会社若しくは証券会社のウェブサイトで公表する方法によるものとされており¹⁹、また、当該発行者情報に訂正すべき事項があるときは、当該発行者情報を提供又は公表した方法と同一の方法により、訂正発行者情報（当該発行者情報を訂正する旨の情報）を提供又は公表し

改訂日証協『特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）』に関する Q&A（https://market.jsda.or.jp/shiyo/j-ships/seido/kisoku/20230701_j-ships_qa.pdf）（以下「本 Q&A」といいます。）問 27）。

¹³ この訂正特定証券情報の提供・公表が必要となり得る1年間という期間は、公益又は投資者保護に欠けることがないものと認められる場合として内閣府令で定める場合には、内閣府令で定める期間とされており（金商法 27 条の 31 第 4 項）、具体的には、(i) 当該特定証券情報に係る有価証券について開示が行われている場合（募集・売出し等に係る届出の効力が生じている場合等）に該当することとなった場合、開示が行われている場合に該当することとなった日までの期間、(ii) 当該特定証券情報に係る有価証券が消却、償還その他の理由により存しないこととなった場合、当該有価証券が存しないこととなった日までの期間に短縮されます（証券情報等府令 5 条 1 項）。したがって、非上場企業が特定投資家私募を実施した後、上場に伴う募集・売出し（IPO）に際して有価証券届出書を提出した場合には、その効力発生以後、訂正特定証券情報の提供・公表は不要となります。

¹⁴ 金商法 27 条の 31 第 4 項、証券情報等府令 5 条 2 項 2 号、特定投資家勧誘規則 6 条 4 項

¹⁵ 非上場株式の特定投資家私募に係る取得勧誘の期間は、一般的な公募増資案件と比較して長期に渡ることも想定されるため、当該期間中に投資者の投資判断に重要な影響を及ぼし得る事項の変更等が生じることもあり得るところであり、かかる場合には速やかに適切な内容の訂正特定証券情報の提供又は公表が必要となり得ることに留意が必要です。

¹⁶ 金商法 27 条の 32 第 1 項本文、特定投資家勧誘規則 7 条 1 項本文

¹⁷ 金商法 27 条の 32 第 1 項但書、証券情報等府令 7 条 5 項 1 号、特定投資家勧誘規則 7 条 1 項但書

¹⁸ したがって、上記の訂正特定証券情報の提出・公表が求められる期間の短縮の場合と同様に、非上場企業が特定投資家私募を実施した後、上場に伴う募集・売出し（IPO）に際して有価証券届出書を提出した場合には、その効力発生以後、発行者情報の提供・公表は不要となります。

¹⁹ 金商法 27 条の 32 第 1 項、証券情報等府令 7 条 1 項 2 号、特定投資家勧誘規則 7 条 2 項

CAPITAL MARKETS BULLETIN

なければなりません²⁰。

2. 特定証券情報等の記載事項

特定証券情報の記載内容は、金商法上、「当該特定店頭売買有価証券等を登録し、又は登録しようとする認可金融商品取引業協会の定める規則において定める情報」とされており、これには①当該情報が特定証券情報である旨、②当該有価証券に関する事項、③当該有価証券の発行者が発行者である当該有価証券以外の有価証券に関する事項、及び④当該有価証券の発行者の事業及び経理に関する事項を含むものとされています²¹。これを受けて、特定投資家勧誘規則において、様式及び「記載上の注意事項」が定められており、具体的には当該規則の様式¹²²に沿って特定証券情報を作成することとなります²³。

また、発行者情報の記載内容については、「当該特定店頭売買有価証券等を登録し、又は登録しようとする認可金融商品取引業協会の定める規則において定める情報」とされており、これには①当該情報が発行者情報である旨、②当該有価証券の発行者が発行者である当該有価証券以外の有価証券に関する事項、及び③当該有価証券の発行者の事業及び経理に関する事項を含むものとされています²⁴。具体的には、これを受けて定められた特定投資家勧誘規則の様式⁴²⁵に沿って発行者情報を作成することとなります²⁶。

各様式の主な記載事項の概要は下表のとおりです（ご参考に、公募の場合に一般的に用いられる有価証券届出書（企業内容等の開示に関する内閣府令（以下「開示府令」といいます。）第二号様式）の記載事項と対照しています。）。

²⁰ 金商法 27 条の 32 第 3 項、証券情報等府令 9 条 2 号、特定投資家勧誘規則 7 条 5 項

²¹ 金商法 27 条の 31 第 1 項、証券情報等府令 2 条 1 項 2 号、同条 2 項 1 号

²² https://market.jsda.or.jp/shijyo/j-ships/seido/kisoku/20220701_shokenzyoho_model_kokunai.docx

²³ 特定投資家勧誘規則 6 条 3 項 1 号

²⁴ 金商法 27 条の 32 第 1 項、証券情報等府令 7 条 2 項 2 号、同条 3 項 1 号

²⁵ https://market.jsda.or.jp/shijyo/j-ships/seido/kisoku/20220701_shokenzyoho_model_kokunai.docx

²⁶ 特定投資家勧誘規則 7 条 3 項 1 号

CAPITAL MARKETS BULLETIN

	特定証券情報 (特定投資家勧誘規則様式 1)	発行者情報 (同様式 4)	有価証券届出書 (開示府令第二号様式)
証券情報			
特定投資家向け取得勧誘/ 募集の要項	①新規発行株式 ②取得勧誘の方法及び条件 ③払込取扱場所 ④手取金の使途	—	①新規発行株式 ②募集の方法及び条件 ③申込取扱場所 ④払込取扱場所 ⑤株式の引受け ⑥手取金の使途
特定投資家向け売付け勧誘 等/売出しの要項	売付け勧誘等の要項	—	売出要項
事業等のリスク	主要なリスクの概要に関する 簡潔な記載	—	—(下記企業情報において記載)
その他	—	—	①第三者割当の場合の特記事項 ②その他の記載事項
企業情報			
主要な経営指標等の推移	—	—	最近 5 事業年度
沿革	重要な事項について簡潔に記載	—	左記と同様
事業の内容	発行者及び関係会社の主な事業の内容	—	左記にセグメント情報との関連を含める
関係会社の状況	—	—	最近事業年度に係る関係会社の状況
従業員の状況	最近日現在の従業員数	—	左記につきセグメント情報に関連付ける 加えて、女性管理職比率等
経営方針、経営環境及び対 処すべき課題等	—	—	経営方針・経営戦略等
サステナビリティに関する考 え方及び取組	—	—	ガバナンス、リスク管理、戦略、指標・目標
事業等のリスク	—(上記証券情報において記載)	—	主要なリスクが顕在化する可能性の程度や時 期、顕在化した場合に経営成績等の状況に 与える影響の内容、対応策等
MD&A	—	—	経営者による経営成績等の状況の分析
重要な契約等	①M&A 等の実施が決定された場合はその 旨 ②経営上の重要な契約の概要	—	左記①につき、目的、条件、対価、資本金、事 業の内容等を記載
研究開発活動	—	—	研究開発活動の状況及び研究開発費
設備の状況	—	—	設備投資等の概要、主要な設備の状況等
株式の総数等	発行済株式総数、発行可能株式総数等	—	左記に加え、上場金融商品取引所名
新株予約権等の状況	新株予約権・新株予約権付社債の数、目的 株式数、行使価格、行使期間等	—	ストックオプション、ライツプラン、その他の新 株予約権等ごとに関連事項を記載
議決権の状況	議決権の数及び内容等	—	左記に加え、他人名義所有株式に係る記載
発行済株式総数、資本金等 の推移	—	—	最近 5 年間における発行済株式総数、資本金 及び資本準備金の増減
所有者別状況	—	—	発行会社株式に係る所有者別の状況
大株主の状況	—(下記「株主の状況」にて同様の記載)	—	上位 10 名程度の株式所有状況
役員・従業員株式所有制度	—	—	役員・従業員株式所有制度の概要等
自己株式の取得等の状況	—	—	自己株式の取得の事由等
配当政策	—	—	配当の基本的な方針、配当の決定機関等
コーポレート・ガバナンスの 状況	①企業統治に関する事項(会社の機関の内 容、内部統制システムの整備の状況、リス ク管理体制の整備の状況等) ②責任限定契約、補償契約、役員等賠償責 任保険契約の概要、等	—	左記に加え、①につき、子会社の業務の適正 を確保するための体制整備の状況、役員報 酬の内容等 ②につき、職務の執行の適正性が損なわれ ないようにするための措置の内容等
役員の状況	略歴、所有株式数等	—	左記に加え、役員的女性比率等
監査の状況	—	—	監査役監査、内部監査、会計監査の状況
役員の報酬等	—	—	役員報酬等の決定方法、総額等
株式の保有状況	—	—	株式保有の目的、銘柄数、合計額等
経理の状況	①最近 1 事業年度(通期)の単体又は連結の 計算書類(貸借対照表、損益計算書、個別 注記表、附属明細表) ②会計監査報告を添付(もしあれば)	—	①概要、最近 2 事業年度(通期)に係る連結及 び単体の財務諸表及び最近の四半期に係 る連結又は単体の四半期(中間)財務諸表 ②監査報告書を添付
株主の状況	上位 10 名程度の株式所有状況	—	—(上記「大株主の状況」にて同様の記載)

CAPITAL MARKETS BULLETIN

上表のとおり、特定証券情報等の記載事項は、有価証券届出書と共通する項目は多くあるものの、項目数は有価証券届出書よりも少なく、また、内容面でも全体的に有価証券届出書よりも簡潔な内容とすることが想定されています²⁷。もともと、特定証券情報等の様式上、記載が必須とされている事項に加えて、各記載項目に関連した事項を追加して記載することができるとされており²⁸、実務上も、有価証券届出書において通常記載する事項等を任意的に特定証券情報等に記載することは、より望ましい対応といえると考えられます。

なお、特定証券情報においては、「事業等のリスク」について企業情報ではなく証券情報の一項目として記載が求められているほか（そのため、発行者情報では「事業等のリスク」の記載が求められません。）、特定投資家私募においては、証券会社は「引受け」を行わずに、「私募の取扱い」として有価証券の取得勧誘を行うことが想定されることから、「株式の引受け」に係る記載項目が置かれていない点が特徴的です。

3. 特定証券情報に係る虚偽情報等の責任

金商法上、特定投資家私募は、有価証券届出書の提出が必要となる募集に係る規制の枠外に位置付けられていますが、特定証券情報についても、有価証券届出書における場合と同様に、その対象となる有価証券の投資判断に必要な情報が全て含まれているべきであるとの前提に立っていると考えられ、特定証券情報に虚偽の情報が含まれていた場合等の責任について、有価証券届出書の虚偽記載等の責任に係る規定と同様の責任を負うこととされています。具体的には、下表のとおり、発行会社及びその役員等は、損害賠償、課徴金納付、刑事罰の責任を負う場合があります。

	損害賠償責任	課徴金納付	刑事罰
根拠規定	金商法 27 条の 33、18 条 1 項、21 条 1 項 1 号	金商法 172 条の 10 第 1 項、2 項	金商法 197 条 1 項 4 号の 2、207 条 1 項 1 号
責任主体	発行会社、その役員		
責任原因	①重要な事項について虚偽の情報がある、又は ②提供・公表すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実に関する情報が欠けている	①重要な事項につき虚偽の情報がある、又は ②提供・公表すべき重要な事項に関する情報が欠けている	重要な事項につき虚偽がある

²⁷ 例えば、「事業等のリスク」の記載項目について、有価証券届出書においては、当該リスクが顕在化する可能性の程度や時期、当該リスクが顕在化した場合に連結会社の経営成績等の状況に与える影響の内容、当該リスクへの対応策を記載するなど、具体的に記載し、かつ、リスクの重要性や経営方針・経営戦略等との関連性の程度を考慮して分かりやすく記載することとされている一方で（開示府令・第二号様式・記載上の注意(31)a）、特定証券情報においては、リスク要因の概要を具体的に、分かりやすく、かつ簡潔に記載することとされるに留められており、リスクの顕在化する可能性や時期、顕在化した場合の影響の内容、対応策等について明示的に記載は求められていない（特定投資家勧誘規則・様式 1・記載上の注意(17)a）など、よりシンプルなガイダンスがなされています。

²⁸ 特定投資家勧誘規則・様式 1・記載上の注意(1)b、同規則・様式 4・記載上の注意(1)b

CAPITAL MARKETS BULLETIN

なお、特定投資家私募については、募集の場合に適用のある金商法 13 条 4 項、同条 5 項（虚偽記載のある目論見書等の使用禁止）や同法 17 条（虚偽記載のある目論見書等を使用した者の賠償責任）は準用されていないことから、特定投資家私募に関し特定証券情報を使用して取得勧誘を行う証券会社は、特定証券情報の虚偽情報等について、金商法に基づいて損害賠償等の責任を負うことは想定されていないものと考えられます。

IV. 証券会社に対する金商法・日証協規則に基づく規制

1. 証券会社に対する金商法に基づく規制

特定投資家私募制度の下で証券会社が投資勧誘を行う場合、金商法上、上記Ⅲ. の特定証券情報・発行者情報の提供・公表が必要となることに加えて、証券会社は、特定投資家に対して、①当該特定投資家私募に関し有価証券届出書による開示が行われていないこと、②当該特定投資家私募に係る有価証券が特定投資家向け有価証券に該当すること、③当該取得勧誘に下記 2. (2) の転売制限等を定めた譲渡に係る契約を締結することを取得の条件とする旨の条件が付されていること、④当該有価証券の所有者に対し発行者情報の提供・公表が行われること等の内閣府令で定める事項を告知しなければならないとされています²⁹。

2. 証券会社に対する特定投資家勧誘規則に基づく規制

また、特定投資家私募制度の下で投資勧誘を行う証券会社は、上記Ⅲ. 及びⅣ. 1. の金商法上の義務とは別に、特定投資家勧誘規則に基づいて、①検証及び審査（3 条）、②転売制限の合意（8 条 1 号）、③取引開始時の説明書の交付及び確認書の徴求（10 条）、④個別銘柄に係る説明書の交付等（11 条）、⑤社内規則及び取扱要領の作成等（12 条）、並びに⑥取扱協会員としての届出及び公表（13 条）等の手続を履践することが求められています。

(1) 検証及び審査

証券会社は、特定投資家勧誘規則に基づき新たに特定投資家に対して投資勧誘を行おうとする非上場株式会社について、当該株式の特性やリスクの内容を把握し、特定投資家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特定投資家の範囲について検証しなければならないとされています³⁰。

具体的には、①発行会社及びその行う事業の実在性、②発行会社の財務状況、③発行会社の法令遵守状況を含めた社会性、④反社会的勢力排除に関する事項、⑤当

²⁹ 金商法 23 条の 13 第 3 項 1 号、開示府令第 14 条の 14 の 2 第 2 項

³⁰ 特定投資家勧誘規則 3 条 1 項

CAPITAL MARKETS BULLETIN

該証券会社と発行会社との利害関係の状況³¹、⑥当該株式に投資するにあたってのリスク、⑦事業計画の妥当性、資金使途の妥当性について審査を行う必要があります³²。

(2) 転売制限の合意

証券会社は、特定投資家私募に係る金商法上の要件を満たすことを確認したときに限り、特定投資家私募制度に基づいて投資勧誘を行うことができるとされています³³。

具体的には、上記Ⅱ. 2.に記載の特定投資家私募に係る有価証券がその取得者から特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令が定める要件である、当該株式の発行会社と当該株式の取得者との間及び当該取得勧誘を行う証券会社と当該取得者との間において、当該取得者が取得した当該株式を特定投資家等以外の者に譲渡を行わない旨（転売制限）等を定めた譲渡に係る契約を締結することを取得の条件として、取得勧誘を行うこと³⁴等を確認する必要があります。

実務上は、発行会社と投資家との間の投資契約において転売制限に係る条項を規定し、証券会社がこれを確認することが考えられます。

(3) 取引開始時の説明書の交付及び確認書の徴求

証券会社は、特定投資家私募制度に基づく投資勧誘を行った結果、特定投資家が非上場株式について初めて買付けを行おうとするときは、当該特定投資家に対し、非上場株式に関するリスクを記載した書面³⁵を交付し、当該リスクを説明するとともに、当該説明書に記載された事項を理解し、当該特定投資家の判断と責任において取引を行う旨の書面による確認書を徴求するものとされています³⁶。

かかる確認書については、日証協の2022年7月1日付の「店頭有価証券等の取引に関する確認書（参考様式）」³⁷を参照して作成することが想定されます。

(4) 個別銘柄に係る説明書の交付等

証券会社は、特定投資家私募制度の下で特定投資家の買付けに係る投資勧誘を行う際には、当該投資勧誘の相手方となる特定投資家に対して、①想定する顧客の範

³¹ 具体的には、資本関係、人的関係、取引関係等の有無を審査する必要があり、利害関係が認められることをもって直ちに当該発行会社の銘柄を取り扱えないとされるものではありませんが、利害関係の状況を具体的に確認し、当該利害関係による利益相反の状況について特定投資家に開示した上で取扱いを行うことや、当該利害関係により特定投資家に対する重大な利益相反のおそれを排除できないと判断した場合には取扱いを行わないこととすることも考えられるとされています（本 Q&A 問 16）。

³² 特定投資家勧誘規則 3 条 2 項 1 号

³³ 特定投資家勧誘規則 8 条 1 号

³⁴ 金商法施行令 1 条の 5 の 2 第 2 項 1 号口(2)、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令 11 条の 2 第 2 項

³⁵ 例えば、①流通性が著しく低いこと、②市場での取引価格が存在しないため株価の算定が困難であること、③上場株式等に比して発行者の倒産リスク等が高く、投資金額が全く回収できないおそれがあること等を記載することが考えられるとされています（本 Q&A 問 30）。

³⁶ 特定投資家勧誘規則 10 条 1 号

³⁷ https://market.jsda.or.jp/shijyo/j-ships/seido/kisoku/20220701_jships_kakunin.docx

CAPITAL MARKETS BULLETIN

困、②損失が生じるリスクの内容、③換金・解約の条件、④当該投資勧誘に係る非
 上場有価証券と異なる種類の有価証券に係る重要な事項、⑤発行者情報の提供又は
 公表の方法、⑥その他証券会社が必要と認める事項を記載した書面による説明書を
 交付するとともに、これらについて十分に説明しなければならないとされていま
 す³⁸。

ここで、上記Ⅲ.並びにⅣ. 2. (3) 及び (4) を踏まえると、特定投資家私募に
 際して、特定投資家勧誘規則に基づき特定投資家に提供・公表又は交付すべき資料
 は、下表のとおり整理できます³⁹。

	特定証券情報	取引開始時の説明書	個別銘柄に係る説明書
特定投資家 勧誘規則	6条	10条	11条
タイミング	投資勧誘を行うときまで	特定投資家が初めて非上 場有価証券を買い付ける際	投資勧誘を行う際
方法	提供又は公表	交付	交付

(5) 社内規則及び取扱要領の作成等

証券会社は、特定投資家勧誘規則に基づき投資勧誘を行おうとする有価証券に応
 じ、①上記(1)の検証及び審査に関する事項、②発行者に関する情報の取得に関
 する事項、③特定投資家の管理に関する事項、④非上場有価証券の受渡しに関する
 事項、⑤不正取引の確認に関する事項、⑥その他証券会社が必要と認める事項を
 社内規則において規定するとともに、当該社内規則に定めた事項を適切に遂行す
 るための体制を整備しなければならないとされています⁴⁰。かかる社内規則につい
 ては、日証協が公表する2023年7月1日改訂の「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程（社内規程モデル）」⁴¹に沿って作成することが想定さ
 れます。

また、証券会社は、当該社内規則の内容に基づき取扱要領を作成し、日証協に提
 出するとともに、公表しなければなりません⁴²。この取扱要領については、日証協
 の2023年7月1日改訂の「『店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関
 する取扱要領』の作成上の注意事項」⁴³において、作成方針・内容等が示されてい
 ます。

(6) 取扱協会員としての届出及び公表

証券会社は、特定投資家勧誘規則に基づく投資勧誘を開始する15営業日前まで

³⁸ 特定投資家勧誘規則 11条 1項

³⁹ 本 Q&A 問 29

⁴⁰ 特定投資家勧誘規則 12条 1項 1号

⁴¹ https://market.jsda.or.jp/shijyo/j-ships/seido/kisoku/20230701_j-ships_model.pdf

⁴² 特定投資家勧誘規則 12条 2項

⁴³ https://market.jsda.or.jp/shijyo/j-ships/seido/kisoku/20230701_j-ships_sakuchu.pdf

CAPITAL MARKETS BULLETIN

に、所定の様式による取扱協会員指定届出書、上記（5）の取扱要領その他日証協が必要と認める書類を日証協に提出し、取扱協会員として指定を受ける必要があります⁴⁴。

日証協は、当該提出された書類に不備がないと認める場合は、当該証券会社が法令又は日証協規則に違反する等の事由により指定しないことが必要と認めるときを除き、当該届出を行った証券会社を取扱協会員として指定するものとされており⁴⁵、実際に取扱協会員として指定を受けた証券会社の名称は、日証協のウェブサイト⁴⁶において公表されることとなります⁴⁷。

V. おわりに

前述のとおり、非上場株式に係る特定投資家私募制度については、非上場企業に対する成長資金の供給を促進する観点から整備が進められていたものですが、本制度を実際に活用した非上場株式に係る特定投資家私募の事例を受けて、非上場企業であっても、プロ成り個人投資家を含む特定投資家を広く対象として、少人数私募に係る49名以下という人数要件に限定されることなく、私募形式での資金調達を実現することが、現実的な選択肢として認識されるに至ったといえます。

非上場企業に対するリスクマネーの供給という観点からは、従来から活用されているベンチャー・キャピタルに対する第三者割当（シリーズ出資）に加え、適格機関投資家私募、自らDDが可能な特定投資家への勧誘（少人数私募）や、本ニュースレターでご紹介した特定投資家私募という枠組みを活用することにより、非上場企業においても、証券会社の全面的な協力を得て、より幅広い投資家から資金調達を行うことが現実的な選択肢となりました。本件は、今後の非上場企業による成長資金の調達に新しい可能性を示すとともに、投資家に対しては非上場株式への新たな投資機会を提供する点において、特定投資家私募のリーディング・ケースとなり得るものであり、今後、このような新しい手法による非上場企業による資金調達が増加し、非上場企業に対するリスクマネーの供給が進むことが期待されます。

加えて、2023年12月12日に公表された、金融庁・金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」・「資産運用に関するタスクフォース」報告書⁴⁸においても、我が国経済の持続的成長のために不可欠なスタートアップ企業等への成長資金の供給が株式投資等を通じて活性化されていくことが重要であり、特定投資家私募制度については、現時点では特定投資家の数が多くないことを踏まえ、特定投資家に移行可能な一般投資家に対して特定投資家への移行を促す際の情報提供の緩和に向けた検討が望まれるとの意見等を受けて、実際のニーズや投資家保護の観点も踏まえ、利用促進や必要に応

⁴⁴ 特定投資家勧誘規則 13条 1項

⁴⁵ 特定投資家勧誘規則 13条 2項

⁴⁶ <https://market.jsda.or.jp/shijyo/j-ships/toriatsukai/index.html>

⁴⁷ 特定投資家勧誘規則 13条 3項

⁴⁸ https://www.fsa.go.jp/singqi/singqi_kinyu/tosin/20231212.html

CAPITAL MARKETS BULLETIN

じた見直しに向けた検討を行うことが適当であるとの提言がなされています。かかる提言を踏まえれば、特定投資家私募制度について、より一層活用しやすいよう制度整備が行われることが期待されるところであり、資金調達を検討している非上場企業や、その投資勧誘を担う証券会社等は、その動向に注視が必要と考えられます。

セミナー情報

- セミナー 『セキュリティ・トークン・オフリング（STO）の法律実務の最新動向～不動産 STO・社債 STO での活用を中心に～』
開催日時 2024 年 4 月 15 日（月）10:00～12:00
講師 石橋 誠之
主催 株式会社金融財務研究会

文献情報

- 論文 「会社・株主間の合意、コベナンツ「重要な契約」開示義務見直しの実務ポイント」
掲載誌 旬刊経理情報 No.1703
著者 熊谷 真和、平川 諒太郎（共著）