# 第11章 金融商品取引所等(2)

# 1. 株式店頭市場の概要

①店頭取引とは 株式の流通市場には、証券取引所での取引のほかに店頭取引が存在する。証券取引所で売買される株式は上場基準を満たした上場株式に限られるので、上場株式以外の株式は証券取引所の外で売買されることとなる。こうした株式の取引は、通常、証券会社の店頭において証券会社間、あるいは顧客と証券会社での相対取引で行われることから「店頭取引」と呼ばれる。上場株式については、各証券取引所において取引等に関する規制が行われるのに対して、証券会社を通じた店頭取引は日証協の規則等によって規制されている。なお、この店頭取引には未上場株式(上場企業の発行する未上場株式も含む)の売買、店頭売買有価証券市場での売買および上場株式の取引所市場外取引における売買がある。

②株式店頭市場のあらまし 店頭取引が活発に行われると、複数の証券会社間で売買価格等の情報が交換されるとともに、投資者に情報が配信され「組織化」された市場となる。戦後わが国では証券取引所再開後も店頭取引が活発に行われ、61年にはこれらの銘柄を証券取引所市場第二部に昇格させたが、その後も店頭取引が行われたことから、63年2月に日証協の定める登録基準を満たした「店頭売買有価証券」の取引を組織的に行う株式店頭市場が誕生した。

株式店頭市場は、当初投資勧誘が規制されるなど、株式の換金市場的な側面が強かったが、71年の改正証券取引法により法制度面での整備も進み、さらに、83年には証券取引所の補完的市場として位置付けられ、ジャスダック市場として中堅中小企業の株式を売買する市場として抜本的な改革が行われた。ジャスダック市場は新興企業向け市場として成長し、98年には証券取引法上の「店頭売買有価証券市場」とされたが、04年12月にジャスダック証券取引所に改組されたため、現在店頭売買有価証券市場は法律上の存在でしかない。

なお、ジャスダック市場以外にも未上場株式の取引ニーズが生まれたことから、97年7月にはグリーンシート銘柄制度を発足させた(同制度は18年3月末をもって廃止)。また、15年5月には、同制度に代わる株主コミュニティ制度のほか、株式投資型クラウドファンディング制度を発足させた。

#### 店頭市場の主な歴史

- 1945年 戦後自然発生的に集団売買が再開される。
- 1949年 6月 証券業協会の規則により店頭売買承認銘柄制度開始。
- 1961年 取引所二部市場創設 店頭売買承認銘柄が吸収され承認銘柄制度終了。
- 1963年 2月 店頭登録制度発足。
- 1976年 店頭市場を仲介する日本店頭証券(株)創設。
- 1983年 11月 新しい株式店頭市場 (ジャスダック市場) 発足。
- 1991年 JASDAQ システム稼動。
- 1992年 ジャスダック市場に行為規制ルール適用。
- 1997年 グリーンシート銘柄制度発足。
- 1998年 ジャスダック市場、証取法(現金商法)上の店頭売買有価証券市場となる。
- 2001年 日本店頭証券(株) (株)ジャスダックに商号変更。市場運営会社となる。
- 2004年 12月 ジャスダック市場,取引所化 店頭売買有価証券市場を閉鎖。
- 2005年 4月 グリーンシート銘柄、証取法上の取扱有価証券となり、インサイダー取引規制が適用される。
- 2008年 グリーンシート銘柄制度からフェニックス銘柄制度を独立。
- 2015年 5月 株式投資型クラウドファンディングおよび株主コミュニティの制度を発足。
- 2018年 3月 グリーンシート銘柄制度廃止

# 2. 店頭有価証券等

①店頭有価証券 非上場,非登録の株券等については,企業内容開示が法的に行われないため日証協の規則によって証券会社の投資勧誘が原則として禁止されている。この規制は,個人投資家を含む幅広い投資者に対して,情報を持たない状況のまま売り買いの注文を誘引する投資勧誘行為を行うことは,顧客に多大なリスクを負わせることになり投資者保護上問題が多いことから,古くから行われてきた自主規制であった。

しかし、顧客側からの売買注文を受託することは可能とされており、店頭有価証券として相対取引により売買が行われている。そのための売買ルール等(成行注文の受託、未発行有価証券の売買および信用取引の禁止)が日証協の「店頭有価証券に関する規則」に定められている。

04年4月の改正証券取引法においてエクイティ商品についても「プロ私募」が認められることになったことから、適格機関投資家に対して勧誘が行われる場合、適格機関投資家以外へ転売されることがないことを条件に、投資勧誘が解禁されている。

②店頭取扱有価証券 「会社内容説明書」により一定の開示が定期的に行える有価証券については、店頭有価証券のなかでもリスクが少ないことから、日証協の規則上「店頭取扱有価証券」とされ、投資勧誘を行うことができる銘柄予備軍とされている。

「会社内容説明書」は、金融商品取引法の有価証券報告書の記載様式にある「企業情報」に準拠して作成された日証協所定の開示資料であり、一事業年度の財務諸表に公認会計士等による金融商品取引法または会社法に準拠した総合意見が適正または適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等が添付され、また事業計画の概要およびその実現性等将来に関する情報が追記されている必要がある。継続開示会社の場合は、総合意見が適正である旨の監査報告書が添付されている有価証券報告書または有価証券届出書をもって代替される。

現在,店頭取扱有価証券については発行会社,証券会社および投資者の間で 2年間の譲渡制限および「会社内容説明書」の作成を条件に,募集・売出しの 取扱い等において投資勧誘を行うことを一部解禁しているが,上場会社の非上 場有価証券は,流通時に「証券情報等説明書」の作成を条件に解禁している。

#### 店頭有価証券と上場銘柄・登録銘柄との関係

取引所金融商品市場 上場銘柄 (東京,名古屋,札幌,福岡)

店頭売買有価証券市場 登録銘柄 (現在開設されていない)

#### 店頭有価証券

#### 店頭取扱有価証券

「継続開示会社または一定」 の開示ができる会社の発 行する株券等

フェニックス銘柄 (現在該当銘柄なし)

金商法上の 取扱有価証券

日証協の指定を受けた 証券会社が気配提示等 を行った上で投資勧誘 を行うことができる銘 柄 株式投資型クラウド ファンディング

インターネットのウェブ サイトおよび電子メール を通じてのみ投資勧誘を 行うことできる仕組み

発行者一社当たりの資金 調達額および投資者一人 当たりの投資額に制限あ h 株主コミュニティ

日証協の指定を受けた証 券会社が株主コミュニ ティの参加者に対しての み投資勧誘を行うことが できる仕組み

# 3. 経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引

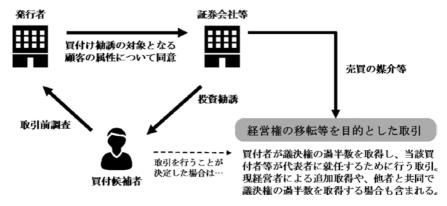
①経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引とは 前述のとおり,店頭有価証券については、日証協の規則によって証券会社等の投資勧誘が原則禁止されている。他方,昨今,主に中小企業等の非上場企業において,経営者の高齢化に伴い,後継者の不在といった問題が顕在化し,廃業を余儀なくされる中小企業等が増加するなど、事業承継が社会的課題となっている。

こうした状況を踏まえ、証券会社等が中小企業等の非上場企業における円滑な事業承継に貢献するため、19年8月、事業承継等を含む経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘が解禁されている。

「経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引」とは、店頭有価証券の 買付者が発行会社の「総株主の議決権の過半数を取得すること」、及び「買付 者又は当該買付者が指名する者が発行会社の代表者に就任すること」の両方の 目的を達成するために行われる、一連の店頭有価証券の売買又は売買の媒介の ことをいう。当該取引には、現経営者による議決権の追加取得や他者と共同で 議決権の過半数を取得する場合も含まれる。

②取引を達成するための要件等 経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘を行う際、証券会社等は、一定の要件を満たすことが求められる。その主な要件とは、イ. 証券会社等は、発行会社から、買付け勧誘の対象となる顧客の属性等について同意を得ること、ロ. 証券会社等は、投資勧誘の対象となる全ての顧客に対し、「総株主の議決権の過半数を取得すること」、「買付者又は当該買付者が指名する者が発行会社の代表者に就任すること」の両目的を達成できる見込みがない場合には、本取引を行えない旨を説明するとともに、買付候補者に対しては、発行会社に対する取引前調査を行うことができる旨を説明すること、ハ. 買付候補者が取引前調査を行った場合には、その概要を証券会社等に提供すること等について、証券会社等は買付候補者からの同意を得ること、ニ. 証券会社等は、買付候補者から取引前調査の結果の概要を取得した場合には、原則、投資勧誘の対象となる他の顧客に対して当該概要を提供すること、などである。

#### 経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引の概念図



日証協の自主規制規則「店頭有価証券に関する規則」第3条の2 (経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘)の主な内容

- 1. 経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引について、投資勧誘ができる。
- 2. 買付けに係る投資勧誘の対象となる顧客の属性等について、発行者から同意を取得
- 3. 取引前調查
  - ・発行者による取引前調査の協力
  - ・買付候補者に対し、取引前調査が可能であることを説明
  - ・買付候補者が取引前調査を実施した場合は、他の投資勧誘の対象となる顧客に対し、 証券会社等を通じて、当該調査の結果の概要を提供
- 4. 取引実施前の確認・事前説明
  - 経営権の移転等の目的を達成する見込みがあること等を、取引実施前に確認
  - ・目的達成の見込みがない場合は取引の執行不可⇒その旨を顧客に事前説明
- 5. 日証協への事前・事後の報告

# 4. 株式投資型クラウドファンディング(1)

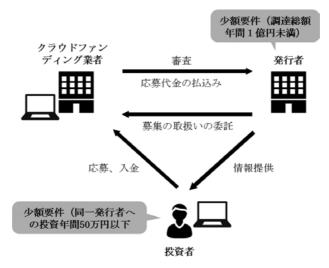
①株式投資型クラウドファンディングとは 「クラウドファンディング」とは、「群衆(crowd)」からの「資金調達(funding)」を意味し、これらの語を結び付けた造語である。新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組みとされている。

クラウドファンディングは、インターネットを利用することにより、小規模の資金調達でも、低コストかつ広範囲に、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集めることが可能となり、近年購入型や貸付型を中心に急速に普及が進んでいる。これを受け、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進の観点から、15年5月、店頭有価証券の発行を通じた資金調達を可能とするため、株式投資型についてもクラウドファンディングの制度が整備された。

株式投資型クラウドファンディングは、証券会社および少額の株式投資型クラウドファンディング専業業者(第一種少額電子募集取扱業者)のみが取り扱うことができる(いずれも第一種金融商品取引業の登録が必要)。

- ②少額要件および勧誘手法併用の禁止 株式投資型クラウドファンディングでは、多数の投資者から少額ずつ資金を調達するというクラウドファンディングの特徴に鑑み、少額要件として、発行者一社当たりの資金調達額が年間1億円未満、投資者一人当たりの同一発行者への投資額が年間50万円以下という制限が設けられている。また、非上場の株式や社債をかたった投資詐欺が後を絶たない状況に鑑み、投資勧誘の方法を①インターネットのウェブサイトによる方法および②当該ウェブサイトの利用を前提とする電子メールによる方法に限定しており、電話および証券会社等の訪問による投資勧誘は禁止されている。
- ③銘柄・発行者の審査 証券会社等は、株式投資型クラウドファンディングにおいて取り扱う店頭有価証券につき、社内規則に従って、発行者とその事業の実在性、発行者の財務状況、事業計画の妥当性および資金使途等を厳正に審査し、適当と認めたもののみを取り扱うことができる。また、証券会社等は、発行者が反社会的勢力でない旨を確約するなどの契約を発行者と締結するとともに、発行者が反社会的勢力に該当すると認められた場合等には、株式投資型クラウドファンディングを行ってはならない。

#### 株式投資型クラウドファンディングの概念図



# 日証協の自主規制規則 「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の主な内容

- 1. 日証協の会員等(証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者)が行う株式投資型クラウドファンディングにおける投資勧誘を,非上場株式に係る投資勧誘禁止の例外として認める。
- 2. 発行者についての審査及び反社会的勢力排除のための措置
- 3. 株式投資型クラウドファンディングの案件についてのウェブサイトにおける表示
- 4. 契約締結前交付書面の交付
- 5. 株式投資型クラウドファンディング業務により初めて非上場株式を取得する投資者からの確認書の徴求
- 6. 少額要件(一発行者による調達総額:年間1億円未満,一投資家による同一発行者への投資:年間50万円以下)
- 7. インターネット以外(電話及び対面等)の勧誘手法との併用禁止
- 8. 終了後に発行者が事業の状況について投資者に定期的に適切な情報を提供することの 契約の締結と、当該提供が行われていることの確認
- 9. 業務管理体制の整備
- 10. 月間実績の報告・公表

# 5. 株式投資型クラウドファンディング(2)

④ウェブサイトにおける情報提供および書類の授受 証券会社等は、株式投資型クラウドファンディングを行っている期間中、発行者および資金調達に関する情報のほか、その発行者が発行する店頭有価証券の取得に係る特有のリスク等(金商法に基づく開示または証券取引所での適時開示と同等程度の開示は義務付けられていないことなど)についても、そのウェブサイトにおいて投資者による閲覧が可能な状態に置かなければならない。

また, 証券会社等は, 株式投資型クラウドファンディングによる店頭有価証券の取得を初めて行う投資者から, リスク, 手数料等の内容を理解し, 投資者の判断と責任において当該取得を行う旨の確認を得るため, あらかじめ, これらを説明した上で, 確認書を徴求するとともに, 投資者に対し, 少なくともウェブサイトにおいて情報提供すべき事項を含む, 個別銘柄に関する契約締結前交付書面を当該取得の都度交付しなければならない。

- ⑤発行者による事後の定期的な情報提供 株式投資型クラウドファンディング終了後において、証券会社等は、資金調達を行った発行者が店頭有価証券を取得した投資者に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供することに関し、当該発行者との間で契約を締結し、当該契約に基づき発行者により情報の提供が行われていることを確認しなければならない。
- **⑥取扱状況の報告・公表** 証券会社等は、株式投資型クラウドファンディングの状況について、毎月定期的に日証協に報告しなければならず、日証協は、その報告された内容について公表することとしている。
- ⑦業務管理体制の整備等 証券会社等は、法令・自主規制規則を遵守しながら株式投資型クラウドファンディングを適切に遂行するために、必要な社内規則の作成および業務管理体制の整備をしなければならない。また、自社の株式投資型クラウドファンディングの取扱方法等を示す取扱要領を作成し、それを自社のウェブサイトにおいて投資者が閲覧可能な状態に置かなければならない。
- なお, 証券会社等は, 法令・自主規制規則に違反する等の事由により業務管理体制の改善等を求められている間は, 株式投資型クラウドファンディングを行ってはならない。

# 株式投資型クラウドファンディングに関する情報提供・書面の授受(取扱業者の行為)



- 1. 投資者に対して:ウェブサイト上における情報公表義務
- ①銘柄・発行者に関する情報
- ②資金調達に関する情報
- ③リスク情報
- ④その他



#### 2-1. 申込みを行う投資者に対して:契約締結前交付書面交付義務

- ①銘柄・発行者に関する情報
- ②資金調達に関する情報
- ③リスク情報
- ④その他
- 2-2. 初めて申込を行う参加する投資者に対して:確認書徴求等の義務 ・リスク、手数料等の内容を理解し、その投資者の判断及び責任において取 引を行う旨の確認を得るため、契約締結前交付書面の内容を記載した書面 を交付したうえで確認書を徴求



- 3. 株主となった<u>投資者</u>に対して:情報提供義務
- ・発行者は事業の状況について、株主となった投資者に対して定期的に適切な情報を提供
- ・取扱業者は、予め発行者と情報提供に係る契約を締結するとともに、実際 に情報提供を行われていることを確認)

#### 株式投資型クラウドファンディングの取扱状況

2019年12月末現在

	取扱業者数 (単位:社)	取扱件数 (単位:件)	資金調達総額 (単位:千円)
2015年	_	_	_
2016年	_	_	_
2017年	3	18	514,740
2018年	3	59	1,470,395
2019年	3	54	951,590

# 6. 株主コミュニティ(1)

①株主コミュニティとは 日証協では、非上場株式の取引制度として「グリーンシート銘柄制度」を運営していたが、新興市場における上場基準の引下げに伴う上場市場の補完的役割としての存在意義の低下や、インサイダー取引規制等、上場会社と大差のない開示負担により、同制度の利用は低迷し、同制度は18年3月末をもって廃止となった。一方で、地域に根差した企業等の非上場株式に一定の取引・換金のニーズは引き続き存在しており、これに応える場が必要との指摘がなされていた。

これらを受け、グリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の流通取引・資金調達の制度として、15年5月、株主コミュニティの制度が整備された。

株主コミュニティは、流通性を制限する観点から、証券会社が店頭有価証券の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、これに自己申告により参加する投資者に対してのみ投資勧誘を認める仕組みである。また、株主コミュニティの制度は、投資勧誘・取引の範囲を株主コミュニティの参加者に限定することにより流通性が制限されるため、インサイダー取引規制の適用対象外とされた。

②運営会員の指定および指定取消し 証券会社が、株主コミュニティを組成・運営するためには、日証協に届出を行った上で運営会員としての指定を受けなければならない。日証協は、届出書類に不備がないと認める場合は、運営会員としての指定・公表を行うが、当該証券会社が法令・自主規制規則に違反する等の事由により必要であると認める場合は、指定しないことができる。

また,運営会員の指定の取消しについても,基本的には運営会員からの届出によるが,運営会員が法令・自主規制規則に違反する等の事由により必要であると認める場合は、日証協は、当該届出によらずに、運営会員としての指定を取り消すまたは期間を定めて指定を停止することができる。

③株主コミュニティへの参加に関する勧誘および投資勧誘の禁止等 運営会員は、原則として株主コミュニティに参加していない投資者に対し、株主コミュニティへの参加に関する勧誘や投資勧誘を行ってはならない。ただし、株主コミュニティ銘柄の保有者又は発行者の役職員であれば、当該株主コミュニティへの参加に関する勧誘を行うことができる。また、株主コミュニティ銘柄の店頭取引は、株主コミュニティの中で行わなければならない。



#### 株主コミュニティの基本的な仕組み

#### 日証協の自主規制規則「株主コミュニティに関する規則」の主な内容

- 1. 証券会社が非上場株式の「株主コミュニティ」を組成。その非上場株式等への投資意向を有する投資者がその株主コミュニティに参加。
  - ・参加者として主に想定されるのは、発行者の役職員やその親族、株主、取引先、そ の発行者の事業の利用者・顧客など。

中での投資勧誘はOK

- 2. 株主コミュニティを組成・運営する証券会社は、日証協から指定を受ける。
- 3. 株主コミュニティに参加している投資者に対してのみ、投資勧誘を認める。
  - ・株主コミュニティへの参加勧誘は、発行者の役職員や株主に対してのみ認める。
  - ・株主コミュニティに参加していない投資者に対しては、提供可能な情報が制限されている。
- 4. 発行者についての審査及び反社会的勢力排除のための措置
- 5. 発行者に関する、会社法に基づく計算書類・事業報告その他の情報を、株主コミュニティに参加している投資者に提供
- 6. 契約締結前交付書面の交付

への投資勧誘はNG

- 7. 株主コミュニティに初めて参加する投資者からの確認書の徴求
- 8. 業務管理体制の整備
- 9. 週間実績の報告・公表

# 7. 株主コミュニティ(2)

- ④銘柄・発行者の審査 運営会員は、株主コミュニティを組成しようとする店頭有価証券につき、社内規則に従って、発行者とその事業の実在性等について厳正に審査し、適当と認めたもののみを取り扱うこととされている。また、発行者が反社会的勢力でない旨を確約するなどの契約を発行者と締結するとともに、発行者が反社会的勢力に該当すると認められた場合等には、株主コミュニティを解散しなければならない。
- ⑤株主コミュニティ銘柄に関する情報の提供および書類の授受 運営会員は、投資者の株主コミュニティへの関与度合い(株主コミュニティへの参加・申出の有無・情報提供依頼の有無)に応じて、株主コミュニティ銘柄に関して必要な情報を投資者に提供することとされている。

加えて、運営会員は、株主コミュニティ銘柄の店頭取引を初めて行う投資者から、リスク、手数料等の内容を理解し、投資者の判断と責任において当該店 頭取引を行う旨の確認を得るため、あらかじめ、これらを説明した上で、確認 書を徴求するとともに、投資者に対し、少なくとも当該店頭取引に係る特有の リスク等を含む、個別銘柄に関する契約締結前交付書面を交付し、その内容に ついて説明しなければならない。

- ⑥株主コミュニティからの脱退および解散 運営会員は、株主コミュニティの参加者からの脱退の申出その他のあらかじめ取扱要領に定めた事由により、参加者に係る脱退の手続を行う。また、運営会員は、日証協により運営会員としての指定を取り消された場合には、直ちに自らが運営している全ての株主コミュニティを解散しなければならない。
- ⑦取扱状況の報告・公表 運営会員は、自社が取り扱っている株主コミュニティ銘柄の店頭取引等の状況について、毎週定期的に日証協に報告しなければならず、日証協は、その報告された内容について公表することとしている。
- **⑧業務管理体制の整備** 運営会員および運営会員になろうとする証券会社は、株主コミュニティの適切な運営に必要な社内規則の作成および業務管理体制の整備をしなければならない。また、運営会員は、自社の株主コミュニティの運営方法等を示す取扱要領を作成し、これを公表しなければならない。

#### 株主コミュニティ銘柄に関する情報提供・書面の授受(運営会員の行為)



- 1. 全ての投資者に対して:情報公表義務/情報提供可能
- ①銘柄名
- ②発行者のウェブページのURL (ウェブサイトを持たない発行者にあっては、代表電話番号)
- ③株主に対する特典(株主優待)
- ④募集等の取扱い等を行っている場合は、その旨及び申込期間



- 2. 情報提供を求める投資者に対して:情報提供可能
  - ①発行者に関する公表情報
  - ②発行者に関する非公表情報のうち、発行者が情報提供を承諾したもの
  - ③過去の約定情報



- 3-1. 株主コミュニティへの参加を申し出た投資者に対して:情報提供義務
  - ①発行者の基本的な情報(事業年度、定時株主総会の時期、定時株主総会の議決権の基準日等) ②発行者に関する情報の提供を受ける方法又は当該情報を閲覧する方法
- 3-2. 株主コミュニティへ初めて参加する投資者に対して:確認書徴求等の義務
- リスク、手数料等の内容を理解し、その投資者の判断及び責任において取引を行う旨の確認を 得るため、契約締結前交付書面の内容を記載した書面を交付・説明したうえで確認書を徴求



- 4. 株主コミュニティ銘柄の取引を行う投資者に対して:契約締結前交付書面交付等の義務
  - ①契約締結前交付書面の交付
  - ②株主コミュニティに参加している投資者に提供される書類等 (5. 参照) の内容について説明 を求めることができる旨の伝達



- 5. 株主コミュニティに参加している投資者に対して:情報提供又は閲覧可能な状態に置く義務
  - ①有価証券届出書、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書
  - ② (①がない場合)会社法に基づく計算書類・事業報告※ +有価証券報告書の「事業等のリスク」・「提出会社の株式事務の概要」に準拠した情報
- ③ (募集等の取扱い等を行う場合) 有価証券届出書の「証券情報」に準拠した情報
- ④その他運営会員が必要と認める情報
- ※非公開会社であっても、公開会社が会社法に基づき作成する同書類の記載事項に準拠

#### 株主コミュニティの取扱状況

2019年12月末現在

	運営会員数 (単位:社)	組成銘柄数 (単位:銘柄)	売買金額 (単位:千円)
2015年	2	11	71,149
2016年	3	13	441,599
2017年	3	16	551,013
2018年	5	20	499,065
2019年	6	19	500,798

8. プロ投資家向け市場「TOKYO PRO Market」 「TOKYO PRO Market」は、東京証券取引所とロンドン証券取引所が共同で、2009年6月に創設した「TOKYO AIM」を母体とし、現在は、東京証券取引所が運営するプロ投資家向けマーケットである。TOKYO AIM は、株式会社 TOKYO AIM 取引所(出資比率は東証51%、ロンドン証取49%)が運営していたが、2012年3月、東証がロンドン証取の全持分を譲受け、7月に東証へ統合された。TOKYO AIM(現 TOKYO PRO Market)は、2008年12月施行の改正金融商品取引法に盛り込まれた、プロ向け市場制度に基づいて運営されている。

従来の取引所市場では、売買注文を出せる投資家は特段に制限されていないが、プロ向け市場制度では、その範囲は特定投資家および非居住者に限られる。プロ投資家のみを対象に資金調達を行う場合、有価証券届出書等の提出は必要なく、東証の定める様式・方法に従って財務情報等(「特定証券情報」と呼ばれる)を公表すれば足りる。また、TOKYO PRO Market の上場会社は、有価証券報告書を提出する必要はなく、これも東証の定める様式・方法に従って財務情報等(「発行者情報」と呼ばれる)を公表すれば足り、内部統制報告書の提出や四半期開示も任意とされる等、投資判断・分析の可能なプロ投資家のみが投資することを前提として、従来の取引所市場よりも発行体の負担が一部軽減されている。

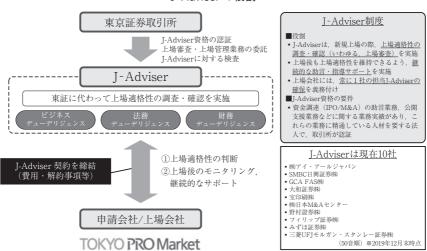
他方、プロ向け市場制度でも、財務情報等の虚偽記載やインサイダー取引に対して、法律上の罰則が適用され、大量保有報告制度、TOB制度等は他の市場と同様に適用される。制度の詳細は右頁を参照されたいが、TOKYO PRO Market ではこのような法的枠組みを利用して、J-Adviser 制度(認証アドバイザー制度)を採用し、柔軟かつ規律ある市場制度を発行体ならびに投資家に提供することを目指している。J-Adviser を中心とする市場運営は、ロンドン証取の運営する AIM (Alternative Investment Market) の Nomad (Nominated Adviser)制度を参考に取り入れたもので、J-Adviser に属するコーポレートファイナンス等に係る専門家が、上場会社に対する新規上場手続きや上場後の適時開示等の助言・指導義務を担う制度である。

なお、TOKYO PRO Market では2019年12月末現在、J-Adviser が10社、上場会社が33社を数える。

#### TOKYO PRO Market 上場制度の概要

開示言語	●日本語または英語	
上場基準	●数値基準はなし	
審査主体	● J-Adviser(取引所に代わって上場適格性の調査・確認を実施)	
上場申請から 上場承認までの 期間	●原則10営業日 ●ただし、申請30営業日前に、取引所から J-Adviser への確認手続きあり	
監査証明	●最近1年間	
内部統制報告書	●任意	
四半期開示	●任意	
	●特定投資家(注)及び非 (注) 特定投資家とは	居住者
	特定投資家	適格機関投資家 (金融機関など), 国, 日本銀行
投資家	特定投資家 (一般投資家へ移行可能)	上場会社,資本金5億円以上の株式会社
	「みなし」特定投資家	上記の特定投資家以外の株式会社 一定の要件に該当する個人(純資産の合計額/ 金融資産の合計額が3億円以上と見込まれ,1 年以上の取引経験を有すること)

#### J-Adviser の役割



9. ETF 市場におけるマーケットメイク制度 ETF (上場投資信託)の 流動性の向上を目指して、東京証券取引所では、2018年7月2日より、ETF 市場にマーケットメイク制度(以下「本制度」という。)を導入している。本制度は、取引所から指定を受けたマーケットメイカーが、所定の気配提示義務に基づいて継続的に注文を出すことで、投資家がより適切な価格で即時に売買ができるようになる制度である。本制度は、レバレッジ・インバース型 ETF を除く、全ての ETF を対象としており、マーケットメイカーは、低流動性銘柄数又は海外株式・債券指数連動 ETF の銘柄数等の所定の条件を満たすように、自身で参加する銘柄を選択する。

#### 気配提示義務とインセンティブ

マーケットメイカーは、所定の気配提示義務に基づいて継続的に注文を出すことで、その対価としてインセンティブを得ることができる。気配提示義務には、(1)気配提示銘柄数、(2)気配提示時間及び(3)気配提示数量・スプレッドの3種類があり、マーケットメイカーはすべての義務を履行することで、売買代金比例のインセンティブ及び取引費用の一部免除等のインセンティブを得ることができる。なお、売買代金比例のインセンティブは、過去の日次売買代金が少ないほど高く設定されている一方、日次売買代金が50億円超の銘柄では支払わないことで、流動性が低い銘柄に対してマーケットメイカーの参加を促す仕組みにしている。

マーケットメイカーが気配提示義務に基づいて注文を出すことで、多数の銘 柄で継続的に、立会市場におけるスプレッドが縮まり、注文数量が増えること になるため、投資家がより売買がしやすい環境が提供されることになる。

#### スポンサード ETF マーケットメイク制度

東証が設定する気配提示義務・インセンティブは、銘柄間の公平性の観点から、同種のETFでは一律の条件を設定しているが、運用会社が独自の気配提示義務・インセンティブを上乗せで設定できる、スポンサードETFマーケットメイク制度も本制度に合わせて実施している。これにより、マーケットメイカーが参加しにくい銘柄への参加を促すことや、より高い水準の気配提示義務を設定することができるようになり、更なる流動性の向上が期待される。

#### ETF マーケットメイク制度の概要

項目	内容	脱明
対象銘柄	ETF(レバレッジ・インバース型を除く)	<ul><li>ETNは対象としない</li><li>レバレッジ・インバース型ETFは対象としない</li></ul>
申請資格	取引参加者自己 もいは 高速取引行為者として登録を受けた者	<ul> <li>取引参加者自己(第一種金商業者/外国証券業者)</li> <li>委託(高速取引行為者として登録を受けたもの)</li> <li>のいずれかが登録される。委託マーケットメイカーとして申請する場合には、取引参加者経由での申請が必要</li> <li>仮想サーバの占有が必要</li> </ul>
気配提示義務	1. 気配提示銘柄数	・ 定められた銘柄数以上の銘柄において気配提示義務を充足する必要がある
	2. 気配提示時間	<ul> <li>立会内(計測対象時間)のうち80%以上の時間帯に気配提示を行う必要がある。なお売買停止等の期間中は計測対象時間から除外</li> </ul>
	3. スプレッド・気配提示数量	・ 銘柄タイプ別に異なる最大スプレッド/最低気配提示数量を定める
インセンティブ	① 売買代金比例のインセンティブ	<ul><li>流動性(日次売買代金)に応じて単価が異なる</li></ul>
	② アクセス料の一部免除	・ マーケットメイクを行う銘柄に対して、アクセス料を一部免除
	③ 仮想サーバ費用の一部免除	<ul> <li>一定以上の数の銘柄で気配提示義務を満たした場合、仮想サーバ費用を一部免除</li> </ul>

#### スプレッド・気配提示数量に係る気配提示義務(2019年10月1日時点)

銘柄 タイプ	銘柄群	<b>スプレッド</b> (売り買い注文の間隔: いずれか広い方)	気配提示数量	
А	日経225・TOPIX・JPX日経400 を対象指数とするETF	20 bps もいは 2 ticks 以内	片側 3,000万円以上	
В	国内株・REITを連動対象とする ETF	50 bps もいは 3 ticks 以内	片側 1,000万円以上	
С	海外指数ETF	50 bps もいは 3 ticks 以内	片側 500万円以上	
D	一部海外指数ETF	80 bps もいは 4 ticks 以内	片側 500万円以上	

#### スプレッド・気配提示数量の考え方

