

1. 会合名	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（第21回）
2. 日 時	令和4年7月29日（金）16:00～17:20
3. 議 案	○ 本WGにおける今事務年度の検討事項について (1) 店頭規則第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）の見直し (2) 「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等」における勧誘資料について (3) 今後の議題
4. 主な内容	(1) 店頭規則第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）の見直し 事務局より、資料1に基づき説明が行われ、下記のとおり質疑応答を行った。 【コメント・質疑応答要旨】 上記事務局説明後に、大要以下のとおり、自由討議が行われた。 ➤ 店頭規則第3条の2について、現状の付随業務として行うM&Aの仲介との違いを教えてください。 →付随業務として行うM&Aの仲介は売買の具体的な取引まで関与できない一方で、本規定だと売買の受渡しまで証券会社が関与することが出来るという理解である。 ➤ 本制度を利用する場合、証券会社は売手と買手の両方に並行してアプローチすることが必要となる。売手と買手との間で円滑に取引が進めば売買について証券会社が勧誘する必要はないのだが、例えば、売手の株主が分散していて円滑な交渉ができないことが懸念される場合には発行会社が一旦株式を集約する必要があることから、そういった際に証券会社がこの制度を活用して勧誘するニーズがあると思う。また、将来的な事業承継を想定し、発行会社があらかじめ株式を集約する際に利用する、といったニーズもあるのではないかな。そのため、売付けの場面における自由度をあげることも考えられるのではないかな。 →本規則本文中の「一連の店頭有価証券の売買」では、経営権の移転等という目的を達成するために、複数の株主から一旦株式を集約して買手に売却することについても可能である旨、本規則のQ&Aにおいて示しているところがあるが、更なる緩和・柔軟化が必要であれば検討をしていきたい。 ➤ 基本的に決済以外の対応は付随業務の範囲内で可能であると考えているので、決済まで行ってほしいとの要請がある場合には本制度が利用できると思うが、それ以外に本制度を利用する場面が想定できない。そもそも本制度がどういった場面で使いうるのかといったことを整理したうえで議論すべきではないかな。 (2) 「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等」における勧誘資料について 事務局より、資料1に基づき説明が行われ、下記のとおり質疑応答を行った。 【コメント・質疑応答要旨】 上記事務局説明後に、大要以下のとおり、自由討議が行われた。 ➤ 虚偽表示は問題であるが、証券会社がどこまで責任を負うことになるかな等について明確化が必要である。例えば発行体の開示情報自体に虚偽の情報があつた場合には、株主間契約における表明保証違反として、発行体が責任を負うのではないかな。また、M&Aの際に証券会社等が作成するフェアネスオピニオンはアナリストレポートと切り離されているので、当該整理に寄せていくのがいい

	のではない。 ➤ 本件の場合、目論見書のような使用者責任もない中で発行体から提供された情報に虚偽があった場合にも証券会社が責任を負うのか。そうすると証券会社で引受審査に近い審査を行う必要が生じてくるが、どう考えればよいか。 →ご指摘のとおり、発行体の情報自体に虚偽がある場合の整理等についても議論していく必要があると考える。 ➤ 特定投資家向け有価証券の情報を発行体自体が提供したら同じ問題は生じうるのか。発行体が投資家に直接情報を提供できるのであればこの問題は起こらないと思うがどうか。 →投資家に対して提供する必要のある情報は特定証券情報等において網羅するように特定証券情報等の様式を作成したところであり、発行体が直接、特定証券情報等以外の資料を用いて情報を提供することについては未検討である。 ➤ 投資家としてクロスオーバーファンド等も想定するのであれば、未公表の上場スケジュールに係る情報など法人関係情報の管理をどのように考えるのかという問題も出てくるのではない。 ➤ 非上場株式は投資家の判断が相対的に難しいので、追加的な情報提供ができるのが望ましい。虚偽記載等の問題意識はあるので、審査等について自主規制規則で定めた方がいいと考える。また、特定投資家向け有価証券という業務へのアナリストの具体的な関与は難しいと感じるため、本件場合はアナリストレポートとはまた別の自主規制規則を制定し、それが適用されるようになれば良いのではないと思う。 ➤ 勧誘資料について金商法第 13 条第 5 項に準じた取扱いを検討するとすると、本文中の虚偽表示だけではなく、誤解を生じさせる表示に対する規制についても検討が必要かと思う。 ➤ 投資者保護と業者負担のバランスが重要であるため、虚偽表示等に係る一定のルールは必要かと思うが、厳しすぎる審査義務等で使いにくい制度になることは避けた方がよい。 ➤ アナリストレポート規則への該当性については、過去のプレディールリサーチレポートの議論を参考にすることも考えられるのではない。 →過去、議論が行われたことは承知しているが、結論として現時点では明確化されていないのではない。 (3) 今後の議題 事務局より、資料 1 に基づき説明が行われ、下記のとおり質疑応答を行った。 【コメント・質疑応答要旨】 上記事務局説明後に、大要以下のとおり、自由討議が行われた。 ➤ 非上場株式のプラットフォームについて方向性はよいと思う。ただ、PTS というプラットフォームだけを作るというだけではなく、非上場株式を証券保管振替機構の取扱いの対象とするような、全体的に電磁的な方法で取引しやすくするための施策も並行して行わなければいけないと思う。また、PTS の業務は既存の証券会社が行うイメージかと思うが、スタートアップ等がPTS 業者として新規参入する際に既存の第一種金融商品取引業の範囲内で対応可能か。 →現在、非上場株式の取扱いについて証券保管振替機構と相談をしている。また、PTS を運営するためには第一種金融商品取引業者の登録のほか別途認可が必要であり、金融庁に対して認可申請をして認可をいただくという手続きが必要。 ➤ TOKYO PRO Market と、本件非上場株式のセカンダリーマーケットとのすみわけをお伺いしたい。
--	---

	→TOKYO PRO Market はあくまで東証で行われているという理解である。非上場 の特定投資家向け有価証券は、現行規制上P T Sでの取扱い対象から除外さ れており、現状店頭取引しか許容されていないところ、P T Sでの取扱いを 認めるというのが市場制度 WG の中間整理で示された方向性ということになる。 ➤ 非上場株式のセカンダリーマーケットの整備はよいと思うが、そのプラットフ ォームがP T Sでよいのかという疑問はある。例えば譲渡制限がある株式につ いて、実際に譲渡を成立させるには取締役会や株主総会の承認が必要であり、 約定からそれなりの期間が必要となるが、その場合でもP T Sの利用は可能な のかという問題がある。 →既にセカンダリー取引のプラットフォームが存在する米国においても受渡 しまでに2週間から1か月程度要することもあるということなので、譲渡の 手続き等により受渡しまでの期間がどうしても一定程度かかってくるとい う認識である。 ➤ 非上場株式のセカンダリーマーケットの整備について、方向性はよいと思う。 ただ、非上場株式は提供される情報が少なく、何をもって参加する投資家が投 資判断をするのか。また、そのセカンダリーマーケットについて流動性や価格 の妥当性の担保が必要になってくると思う。 ➤ P T Sの定義を明確化していただけると、P T Sに該当しない範囲での業務方 法を検討することができる。P T Sへの該当性の検討の中で、非該当性につい ても是非明確化していただきたい。 →インターネット上で注文を受けて約定をすればすべてP T Sに該当させる べきかとの論点もあるので、P T Sの該当性の明確化については引き続き本 協会でも対応を検討したい。 以 上
5. その他	特になし ※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関 する問合せ先	自主規制本部 エクイティ市場部（03-6665-6770）