

第 21 回 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

2022 年 7 月 29 日（金）午後 4 時 00 分
日本証券業協会 第 3 会議室
（太陽生命日本橋ビル 8 階）

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

以 上

非上場株式等の取引及び私募制度等 に関するWG(第21回資料)

本WGにおける今事務年度の検討事項について

2022年7月29日
日本証券業協会

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

■ 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 中間整理(2022年6月22日)(P5~6)

① 地域企業の事業再生・事業承継の円滑化に向けた非上場株式の取引

地域企業の事業再生・事業承継等のニーズが高まる中、地域の金融機関等が積極的に対応し、地域企業の生産性の向上や地域経済の活性化につなげていくことが期待される。

日本証券業協会の自主規制では原則として、証券会社等による非上場株式の投資勧誘は禁止されているが、例外として、経営権の移転等を目的とした非上場株式の取引に係る投資勧誘が認められている。当該取引は、非上場株式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とともに、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が要件とされており、これまで取引実績はない。

このため、地域企業の事業再生・事業承継の円滑化の観点から、投資家保護に配慮しつつ、勧誘可能な非上場株式の取引の範囲を拡大するよう自主規制の見直しを行うべきである。

(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(店頭規則第3条の2)

- 2019年8月、事業承継の円滑な実施という社会的課題に証券業界として貢献すべく導入された、経営権の移転・確保を目的とした株式等の取引に係る投資勧誘を認める制度
- 事業承継を目的とした売買の特異性に鑑み、一般的な株式投資の仲介とは異なる規制が考えられることから、店頭有価証券の勧誘禁止の例外規定として制定
- 2022年7月現在、本制度の利用実績はなし

(主な要件) ※赤字は市場制度WG指摘

✓ 以下の目的を達成するための売買に係る投資勧誘であること

- ① **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** (既に総株主の議決権の過半数を有している買付者が議決権を追加的に取得すること及び買付者の有する議決権の数と他者の有する議決権の数との合計を総株主の議決権の過半数とすることを含む。)
- ② 買付者又は当該買付者により指名された者が当該店頭有価証券の発行会社の**代表者に就任すること**

- ✓ 発行会社と、(1)買付候補者の属性(例:会社経営経験の有無や資力等)、(2)買付候補者が発行会社に対する取引前調査を希望する場合には、当該調査の実施に協力すること、の2点について同意を得ること
- ✓ 顧客に対し、①の目的を達成できる見込みがない場合には売買等を行えない旨、及び買付候補者は、発行会社に対する取引前調査を行うことができる(ただし、取引前調査を行った場合には、その概要を協会員に提供するとともに他の顧客に提供することに同意する必要がある)旨を説明
- ✓ 協会員は、取引前調査の結果の概要を取得した場合には、原則として、他の顧客に対して当該概要を提供

- 金融審議会 市場制度WG中間整理において、「地域企業の事業再生・事業承継の円滑化の観点から、投資家保護に配慮しつつ、勧誘可能な非上場株式の取引の範囲を拡大するよう自主規制の見直しを行うべき」(2頁参照)との記載
- 該当する自主規制規則としては、前頁の店頭規則第3条の2が該当するが、当該規定については2019年の制定から利用実績がない

(今後対応を検討するにあたって御議論いただきたい事項)

① これまで本規定が利用されなかった理由・弊害となっている規則の規定

- ✓ 発行会社などのニーズの有無
- ✓ 証券会社の対応(付随業務での対応、非上場会社の株式の売買の媒介の可否・要否など)
- ✓ 規則への対応が困難であるため見送った事例がある場合には、当該規則の規定

② 想定され得る制度を利用するニーズのある者

- ✓ 発行会社の規模・業態
- ✓ 証券会社における対応部署(営業部門でも対応するかなど)
- ✓ その他関係として想定する者(買い手からのニーズなど)

③ 上記①及び②を踏まえ、現行の本制度を促進するために改正を検討すべき事項

(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)

第3条の2 協会員は、次の各号に掲げる目的の全てを達成するために行われる一連の店頭有価証券(上場有価証券の発行会社が発行した店頭取扱有価証券を除く。以下この条において同じ。)の売買又は売買の媒介に係る投資勧誘を行うことができる。

- 1 買付者が、当該店頭有価証券の発行会社の総株主(株主総会において決議をすることができる事項の全部につき議決権を行使することができない株主を除く。以下同じ。)の議決権の過半数を取得すること(既に総株主の議決権の過半数を有している買付者が議決権を追加的に取得すること及び買付者の有する議決権の数と他者(買付者と同一の方針に基づき議決権を行使することを前提としている者に限る。)の有する議決権の数との合計が総株主の議決権の過半数になることを含む。)
- 2 買付者又は当該買付者により指名された者が当該店頭有価証券の発行会社の代表者に就任すること。
- 2 協会員は、前項に基づく投資勧誘を行う場合には、次の各号に掲げる事項について、発行会社の同意を得なければならない。
 - 1 買付けに係る投資勧誘の対象となる顧客の属性等
 - 2 買付けに係る投資勧誘の対象となる顧客又は当該顧客から委託を受けた者が発行会社に対する調査(以下「取引前調査」という。)を希望する場合には、発行会社が当該取引前調査の実施に協力すること。
 - 3 取引前調査の結果の概要を、協会員から投資勧誘の対象となる顧客に提供すること。
- 3 協会員は、第1項に基づく投資勧誘を行うにあたって、売付けに係る投資勧誘の対象となる顧客に対しては第1号に掲げる事項を、買付けに係る投資勧誘の対象となる顧客に対しては第1号から第4号までに掲げる事項を、それぞれ説明しなければならない。
 - 1 第1項各号に掲げる目的の全てを達成できる見込みがあることを確認できない限り、協会員は、当該店頭有価証券の売買又は売買の媒介を行えないこと。
 - 2 顧客が希望する場合は取引前調査を行うことが可能であり、その場合には、発行会社が当該取引前調査の実施に協力することについて同意していること。
 - 3 顧客は、取引前調査を第三者に委託することができること。
 - 4 顧客が他者の有する議決権の数と合わせて総株主の議決権の過半数を取得しようとする場合には、協会員は、その全員が同一の方針で議決権を行使することを前提としていることを確認できない限り、当該店頭有価証券の売買又は売買の媒介を行えないこと。

(次頁に続く)

- 4 協会員は、第1項に基づき買付けに係る投資勧誘を行う場合には、次の各号に掲げる事項について、当該投資勧誘の対象となる顧客の同意を得なければならない。
 - 1 当該顧客又は当該顧客から委託を受けた者が取引前調査を行う場合、当該顧客は、当該取引前調査の結果の概要を協会員に提供すること。
 - 2 協会員が前号に基づき取得した取引前調査の結果の概要を、当該協会員から、第1項に基づく投資勧誘の対象となる他の顧客に提供すること。
- 5 協会員は、前項第1号の規定に基づき取引前調査の結果の概要を取得した場合には、第1項に基づく投資勧誘の対象となる顧客（当該概要の提供元である顧客を除く。）に対し、当該概要を提供しなければならない。ただし、当該顧客との間で当該概要の提供が不要である旨を確認した場合は、この限りでない。
- 6 協会員は、第1項に規定する一連の店頭有価証券の売買又は売買の媒介を行おうとする場合には、あらかじめ、次の各号に掲げる事項を確認しない限り、当該売買又は売買の媒介を行ってはならない。
 - 1 第1項各号に掲げる目的の全てを達成できる見込みがあること。
 - 2 買付者が他者の有する議決権の数と合わせて総株主の議決権の過半数を取得しようとする場合には、その全員が同一の方針で議決権を行使することを前提としていること。
- 7 協会員は、第1項に基づく投資勧誘について、本協会が別に定めるところにより、本協会に報告しなければならない。なお、金融商品仲介業務として売買の媒介を行う場合の特別会員による報告は、当該特別会員に当該金融商品仲介業務の委託を行った会員が当該特別会員について併せて報告を行うことで足りる。
- 8 協会員は、第1項に基づく投資勧誘を行う場合には、取引当事者間の情報の非対称性を解消するよう努めるものとする。

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

「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

- 「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」では、投資家への情報提供について、「特定証券情報」及び「発行者情報」の提供又は公表を義務付けている
- 「特定証券情報」及び「発行者情報」については、「特定投資家が適切に投資判断を行えること」及び「発行者の開示負担」を考慮した記載内容となるよう様式を作成した

(今回寄せられた課題及び論点案)

取扱協会員が投資勧誘を行うにあたって、「特定証券情報」や「発行者情報」に加えて、自社で作成した販売用資料(会社概要や会社が作成した業績予想等の情報を分かりやすく整理した資料、特定証券情報等を補完する情報を追加した資料)を顧客に提供することとした場合、以下のような論点についてどのように考えるべきか。

- ✓ 特定投資家は金商法上の広告規制の対象となっていないため、当該資料について取扱協会員において広告審査の実施やリスク事項等の表示は求められていない。
- ✓ 一方で、自社で独自に販売用資料を作成する場合、投資勧誘の対象は特定投資家ではあるものの、非上場企業であることを踏まえてより慎重な対応が必要であること、当該資料に虚偽表示等が含まれていないことなどを確認する観点から自主規制規則において内部審査を義務付ける必要があるか。
- ✓ 例えば、業府令第117条第1項第2号(虚偽表示等の禁止)に加え、金商法第13条第5項(目論見書以外の使用資料への虚偽表示等の禁止)を参考とした禁止規定の新設や、記載内容の内部審査義務の新設についてどう考えるか。
- ✓ また、「個別企業の分析、評価等」が含まれる資料について、本協会のアナリストレポート規則との関係をどのように考えるか。

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

○ 未上場株のセカンダリーマーケットの整備等

■ 新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画(2022年6月7日)(P17~18)

⑪未上場株のセカンダリーマーケットの整備

スタートアップが拙速に上場（IPO）することを強いられないよう、非上場のまま、時間をかけて成長することもできる環境を整備する。このため、既存株主が容易に発行済み株式を取引（セカンダリー取引）できるようにすることが重要である。

米国では、プロ投資家を対象に、民間事業者による発行済み非上場株式の売買をマッチングするオンラインプラットフォームが複数存在する。

このため、プロ投資家の対象範囲を拡大するとともに、証券取引所を通さず、証券会社が運営するシステムを使用して取引所のように取引できる私設取引システム（PTS）において、プロ投資家向けに非上場株式を取り扱うことを可能とする等の制度整備を行う。

■ 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 中間整理(2022年6月22日)(P4~5)

(2) 非上場株式のセカンダリー取引の円滑化（私設取引システム（PTSによる「特定投資家向け有価証券」の取扱い）

レイターズステージで更なる成長投資を計画するスタートアップ等には、上場前に思い切った投資を行い、企業価値を高めながら上場を目指す企業が存在する。しかし、創業者やスタートアップへの投資家等による換金ニーズが存在するため、早期に上場せざるを得ないケースがあると指摘されている。非上場株式のセカンダリー取引の円滑化により、プライマリー取引も促進されるとともに、このような早期上場の必要性が弱まることにより上場前に時間をかけて大きく成長できるとの指摘がある。米国では非上場株式のセカンダリー取引のプラットフォームが存在し、創業者やスタートアップへの投資家の取引ニーズに対応している。

我が国では現行制度上、有価証券のプラットフォームとして証券会社が運営する私設取引システム（PTS）があるが、「特定投資家向け有価証券」を取り扱うことが認められていない。これは、プロ向け市場制度として、「特定投資家向け有価証券」に係る情報提供・勧誘・市場等の枠組みが一体的に整備された2008年当時、①取引所がその情報（特定証券情報）の内容及び公表方法を定め、②一般投資家が取引に参加することのないよう、取引所が取引参加証券会社を管理することが専ら想定されていたためと考えられる。

現在では、取引所取引を前提としない非上場株式の特定投資家向けの適切な流通に向けて、日本証券業協会において特定証券情報の内容等を定める自主規制の制度整備が行われている。こうした制度整備も踏まえ、非上場株式のセカンダリー取引の円滑化に向けて、PTSが協会と連携し、一般投資家が取引に参加することのないよう参加証券会社を管理する枠組みなどを構築した上で、PTSにおける「特定投資家向け有価証券」の取扱いを可能とするための具体的な制度改正について検討を進めるべきである。

■ 金融審議会 市場制度ワーキング・グループ 中間整理(2022年6月22日)(P5~6、P23~24)

① 地域企業の事業再生・事業承継の円滑化に向けた非上場株式の取引

地域企業の事業再生・事業承継等のニーズが高まる中、地域の金融機関等が積極的に対応し、地域企業の生産性の向上や地域経済の活性化につなげていくことが期待される。

日本証券業協会の自主規制では原則として、証券会社等による非上場株式の投資勧誘は禁止されているが、例外として、経営権の移転等を目的とした非上場株式の取引に係る投資勧誘が認められている。当該取引は、非上場株式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とともに、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が要件とされており、これまで取引実績はない。

このため、地域企業の事業再生・事業承継の円滑化の観点から、投資家保護に配慮しつつ、勧誘可能な非上場株式の取引の範囲を拡大するよう自主規制の見直しを行うべきである。

2. 非上場有価証券等の取引プラットフォーム

(1) 認可審査の柔軟化・迅速化等

PTSの枠組みは認可制だが、認可審査にあたっての監督上の目線等を明らかにした監督指針においては、現状、上場株式等の取扱いを念頭においた記載が中心である。非上場有価証券の流動性等は上場有価証券と大きく異なっており、また、公正な市場運営や投資家保護の観点からPTS運営主体に求められる対応も異なると考えられる。

近年、デジタル技術を用いて、新しい形態の取引マッチング・サービスを提供しようとする動きが見られる一方、PTSに該当することを避けるため、プロセスのデジタル化を避けざるを得ないとの指摘がある。

今後、こうした点も踏まえて、株主コミュニティ銘柄をはじめとする非上場株式や証券トークン等の流通におけるPTS制度の積極的な活用に向けて、非上場有価証券を取り扱うPTSの認可審査について、審査内容・手続の明確化、取扱商品や取扱高に応じて認可基準を適切に設定していくことや、それに伴う認可手続の迅速化に取り組むべきである。

(2) 非上場有価証券等の取扱いに関する留意点

非上場有価証券等のPTSにおける適切な流通を確保する観点からは、取引を行う投資家層に応じ、PTSや取引参加証券会社において、有価証券の適切性の確認や公正な取引の確保等、投資家保護のために必要な措置を講じることが求められる。

このため、PTS制度の活用に向けた認可審査の柔軟化・迅速化等と並行して、その取扱いの対象となる、広く一般利用者の投資対象となり得る非上場株式や証券トークン、外国株式等について、自主規制機関が関与するかたちで適切性を確認するなどの枠組みを構築することが考えられる。



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

参考

参考資料

市場制度WGで取り上げられた「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)の規定の現状等について

2022年7月29日
日本証券業協会

① 買付者が単独又は共同で議決権の過半数を取得すること

(現状の規定)

- ・店頭規則第3条の2は、「事業承継を目的とした売買」に関する規定であるため、「事業承継意思」を担保するために、議決権の過半数を取得することを規定。
- ・当該基準については、「経営承継円滑化法」を参考にした。

(検討の方向性)

- ・当該基準の基となった「経営承継円滑化法」は、税制措置や会社法の特例を適用することを前提としているため、「過半数を有し、かつ、当該特例中小会社の代表者であること」を求めている。
- ・一方で、店頭規則第3条の2については、「事業承継を目的とした売買の特異性に鑑み、一般的な株式投資の仲介とは異なる規制が考えられることから店頭有価証券の勧誘禁止の例外規定」として制定した趣旨を損なわない範囲において、当該基準は見直し可能と考えられる。

→ 事業承継の目的が担保される範囲として、現在の「議決権の過半数(経営権の移転)」以外に考えられるものは何か。(「過半数」という数値基準を見直す余地はあるか)

<参考>

会社法における数値基準

持ち株比率	株主の権利
66.7% (2/3以上)	・株主総会における特別決議の単独可決(§ 309②)
50.1% (1/2超)	・株主総会における普通決議の単独可決(§ 309①)
33.4% (1/3以上)	・株主総会における特別決議の単独否決(§ 309②)
25%	・相互保有株式に関する議決権の制限(§ 308)
10%	・会社解散の請求権(§ 833) ・支配株主の異動を伴う新株発行等への関与(反対すれば新株発行等に株主総会の決議が必要)(§ 206の2)
3%以上	・主総会の招集(§ 297、ただし6か月以上の保有) ・会社の帳簿等の閲覧請求権(§ 433) ・役員(取締役、会計参与及び監査役)の解任請求権(§ 854、ただし6か月以上の保有)
1%	・株主総会における議案提出権(§ 303②)

② 買付者又は当該買付者により指名された者が発行会社の代表者に就任すること

(現状の規定)

- ・基本的な考え方については①と同じく、「経営承継円滑化法」を参考にしたと考えられる。
- ・一方で、本要件については、別途公表している「Q&A」で、「現代表者が買付者から指名された場合には留任可能である」旨を明確化している。

(検討の方向性)

- ・基本的な考え方については①と同じであり、事業承継の目的が担保されるのであれば、当該基準の見直しは可能と考えられる。

→ Q&Aの存在により、必ずしも現代表者の交代を求めるものではないが、例えば、当該要件が存在することにより、本規定の端緒である発行会社(現経営者)に躊躇させてしまうなどの状況にないか。

(参考)

「店頭有価証券の取引に係る投資勧誘」に関するQ&A



問6 「買付者又は当該買付者に指名された者が発行会社の代表者に就任すること」には、買付者から指名された現代表者が、継続して代表者を務める場合も含まれるのでしょうか。

答6 含まれます。

(関連規定) 店頭規則第3条の2第1項第2号