

第 24 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 12 月 21 日（水）13 時 00 分
日 本 証 券 業 協 会 第 1 会 議 室
（ 太 陽 生 命 日 本 橋 ビ ル 8 階 ）

議 案

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. 特定投資家向け有価証券の PTS における取扱いについて
3. 「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

以 上



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料1

非上場株式等の取引及び私募制度等 に関するWG(第24回資料)

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

2022年12月21日
日本証券業協会

1. 検討の背景

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)

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。

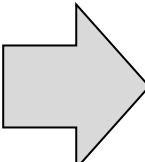
日本証券業協会の自主規制では原則として、証券会社等による非上場株式の投資勧誘は禁止されているが、例外として、経営権の移転等を目的とした非上場株式の取引に係る投資勧誘が認められている。当該取引は、非上場株式の買付者が発行会社の総株主の議決権の過半数を取得するとともに、買付者又は当該買付者が指名する者が発行会社の代表者に就任することが要件とされており、これまで取引実績はない。

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。

本協会「当面の主要課題(各論)」(2022年7月1日)

3. 非上場株式等の発行・流通市場の整備及び取引活性化に向けた取組み

地域企業の事業再生・事業承継の円滑化のため、非上場株式の流通・移転を促進するための制度整備の検討を行う。



本協会の「非上場株式等の取引及び私募制度等に関するWG」において、地域企業の事業承継を円滑化にするという観点から、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)の見直しについて議論

(参考1)店頭規則第3条の2の創設の背景

- 2019年8月、事業承継の円滑な実施が社会的課題とされていた中で、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という観点から、店頭有価証券の投資勧誘禁止の例外規定として制定
 - ✓ 2022年12月現在、本制度の利用実績はなし

政府の状況

- 「未来投資戦略2018」(2018年6月15日閣議決定・公表)

中小企業・小規模事業者の円滑な世代交代を通じた生産性向上を図るため、今後10年程度を集中実施期間として取組を強化する。

- 金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第14回)(2018年10月11日開催)

今後10年間で200万人を超える中小企業等の経営者が引退時期を迎える中、事業承継は重要な課題であり、事業承継において金融機関に期待されている役割は大きいと考えられる。

本協会の状況

- 「当面の主要課題」(2018年7月)

重点施策: 地方における資金調達と投資機会の拡充に資する非上場株式取引の在り方を検討
各 論: リスクマネーの供給及び事業承継の円滑化の観点から、株主コミュニティ制度を含む非上場株式の取引の一層の活用について、地方活性化の観点も踏まえつつ、関係者との意見交換等を通じて検討を行う。

2. 現行規則の課題等

【現行規則】

- 協会員は、経営権を移転するため、次の目的を全て達成するために行われる一連の店頭有価証券の売買等に係る投資勧誘を行うことができる。
 - 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。（過半数を有している買付者の追加取得、他者と共同した取得を含む。）
 - 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。
- ✓ 買付者の希望があれば、取引前調査を実施（調査結果は、他の顧客と共有）
- ✓ 目的を達成する見込みのないときは取引を停止

規制	課題	改正案における対応
買付者の要件	➤ 現時点では具体的な事業承継先や買い手は存在しないが、将来的な事業承継等に備えて株式を買い集めておきたい発行会社のニーズに証券会社は関与できない	➤ 発行会社や発行会社の代表者等が店頭有価証券の買い手となる場合における投資勧誘を可能とする ➤ 会社をよく知る代表者等による買付けには、取引前調査を不要とする
代表者就任要件	➤ 議決権の過半数を取得した買付者であれば、株主総会決議を通じて役員を選任することが可能であり、本要件は過剰な規制となっているおそれがある	➤ 要件を撤廃する

3. 改正後の店頭規則第3条の2の概要

改正後の第3条の2における投資勧誘の類型

- : 今回要件の緩和を行った規定
 : 今回新たに取扱いを追加した規定
 : 従来の取扱いを明確化した規定

経営権の移転等を目的として、以下の①～⑤に掲げる顧客による店頭有価証券の取引又は取引の媒介に係る投資勧誘を行うことができる。(第3条の2第1項)

	顧 客	取引の目的	その他の要件(※3)
①	買付者(②～④の顧客を除く)	議決権の過半数を取得(※1)するための買付け	発行者の同意、 必要に応じた取引前調査の実施、 目的達成見込みのない場合の取引停止
②	発行会社の代表者等	議決権の過半数を取得(※1)するための買付け	目的達成見込みのない場合の取引停止
③	発行会社	発行済株式の総数の過半数を取得するための買付け	目的達成見込みのない場合の取引停止
④	発行会社及びその代表者等	共同で発行済株式の総数の過半数を保有(※2)するための買付け	目的達成見込みのない場合の取引停止
⑤	店頭有価証券の保有者	上記①～④の買付けを成立させるために行う当該店頭有価証券の売付け	取引前調査を実施した場合の情報共有、 目的達成見込みのない場合の取引停止

(※1)既に議決権の過半数を有している者による追加的な取得及び他者と共同した議決権の過半数の取得を含む。

(※2)既に発行済株式総数の過半数を有している者による追加的な取得を含む。

(※3)代表者就任要件については撤廃する。

4. 今後のスケジュール

日程	内容
2023年1月10日(火)	エクイティ分科会 規則改正に係るパブリックコメント募集の審議
1月17日(火)	自主規制会議 規則改正に係るパブリックコメント募集の審議
1月17日(火) ～ 2月15日(水)	パブリックコメントの募集
3月上旬	エクイティ分科会 規則改正の審議(注)
3月14日(火)	自主規制会議 規則改正の審議(注)
4月1日(土)	改正規則の施行

(注) パブリックコメントにおいて、内容に変更を要する意見がなかった場合などは、エクイティ分科会及び自主規制会議に付議は行わず、委員長・議長の一任により規則改正を行う。



JSDA

日本証券業協会

Japan Securities Dealers Association

資料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

2022年12月21日
日本証券業協会

1. 意見照会結果の御報告

- 2. 検討の前提・対象となる販売勧誘資料について
- 3. 評価・分析等が含まれない販売用資料に関する論点について
- 4. 評価・分析等が含まれる販売用資料に関する論点について

1. 意見照会結果の内容

8月3日から8月17日までにを行った意見照会の結果の概要は以下のとおり。

(1) 販売用資料の利用ニーズ

①販売用資料が必要とされる場面及び記載内容

- 投資家における投資判断材料の充実を図るため、特定証券情報を補完する追加的な情報提供が必要となることは想定される。【7社】

【利用場面】	【記載内容等】
初期的な声掛け時、自社が必要と判断した時など	・会社概要、特定証券情報等を要約したティーザーなど ・当該発行会社の会社概要、会社が作成した業績予想等の情報や発行条件等の特定証券情報の内容を分かりやすく整理した資料、等。 ・業績予想等やその根拠についてのわかりやすい資料など
プライマリーでの投資勧誘時	いわゆるアナリスト・レポートのような資料(企業概要、事業内容、事業の特徴・将来性、外部環境、財務情報、業績予想、リスク要因等を記載したもの)
未上場株式は投資家における投資判断が困難であるため、それらを補完する情報提供	・IPOで用いられるロードショーマテリアル、目論見書のカラーページの表記など ・IPOにおけるプレディールリサーチレポート、ロードショーマテリアル、成長可能性資料、等に類似する類の資料と考える。発行者情報を補完すべき、投資家にとっての分かりやすい資料。

- 必要となる局面が想定しにくい・提供しないという整理もあり得る。【3社】

1. 意見照会結果の内容

(2) 販売用資料の作成・使用に伴う証券会社の責任

- ・日証協の規則の規定の有無にかかわらず、業府令第117条の虚偽表示等に該当する場合の責任や民法上の不法行為に関する責任が証券会社に生じることが想定される。【2社】
- ・誤解を与えないように情報源や根拠を明示することが前提であるものの、証券会社が作成・使用するものについては、一義的には証券会社が責任を負うべき。【2社】
- ・投資家から見ると資料ごとに虚偽表示等について証券会社の責任に違いがあるとは認識しにくいいため、販売用資料であっても証券会社が虚偽表示の有無等について確認すべき。
- ・証券会社における虚偽表示等の問題を回避するため、「発行者が作成したもの」又は「発行者に内容を確認してもらった資料で、発行者が作成した資料ではない旨を明示したもの」のみを使用することも検討すべき。なお、証券会社は発行体と結ぶ契約において当該資料における虚偽表示等について一定の担保を行い、投資家は発行体との投資契約や株主間契約等において、その虚偽表示等についてリスク回避を行うことが想定される。【2社】
- ・引受審査を行っていない中で、投資家に提供される情報の内容や証券会社の責任について、それぞれ慎重に整理することが必要。【3社】

(3) アナリスト・レポートへの該当性

- ・「個別企業の分析・評価等」を含む多数の者に交付される資料については、現行規則上アナリスト・レポートに該当する可能性が高いのではないかと。【3社】
- ・アナリスト・レポートの範囲を明示することは困難であり、内容に「個別企業の分析・評価等」が含まれるという形式的な事由だけで該当性を判断すべきではなく、また、非上場株式の位置づけ上、アナリストの関与は実質的に想定されないため、特定投資家向け有価証券の販売用資料に限ってその取扱いを検討すべき。【4社】

1. 意見照会結果の内容

(4) 自主規制規則等による規制の要否等について

①販売用資料の規制の在り方

- ・ 特定投資家私募制度の利用を促進するため、プリンシプルベースの規制をベースとしつつ、最低限規定すべき事項が何かを議論すべき。【2社】
 - 例えば、取扱協会員が、虚偽記載等でないこと、データ等の確からしさを確認することとし、確認方法は取扱協会員の判断に委ね、投資家に提供するに際し誤解のないよう、説明を加えるものとしたり、当該情報に関するディスクレーマー(情報の出所、分析・評価等を含む場合は、その方法や使用したデータ等の出所、分析を行った主体、虚偽記載等でない旨の確認方法、作成時期・使用期限など)を明示するなどを規定したりしてはどうか。
- ・ 虚偽表示等を防ぐための方法については、投資家と発行体との契約等にて虚偽情報等のリスクを回避できるのであれば、そこまで厳しい規制は必要ないと考えられるため、自主規制規則等において審査を義務付けるのではなく、各社において対応を定めることとしてはどうか。【2社】
- ・ 規則施行から間もないため、実務が積み上がってから検討すべき。

②アナリスト・レポートへの該当性の整理

- ・ いわゆるアナリストが関与することは考えにくく、アナリスト・レポートとは別の取扱いとすべき。【5社】

《アナリスト・レポート規則の対象外とする理由への意見》

①広告規制が適用されないこと、②行為規制上の手当があること、③私募であるため提供される相手方は相対的に少数であること、等を鑑みるとアナリスト・レポートとしての規制にはなじまないため。

《対応方法への意見》

- ・ 取扱協会員が各社の方法により虚偽記載等でないことを確認し、確認方法や情報源、データの分析主体、アナリスト・レポートと異なり独立性が担保されていない旨等について資料上明記することとしてはどうか。
- ・ 当該資料は特定証券情報等に付随して使用されるものであり勧誘資料ではない旨をルール化し、分析・評価等を含む場合はアナリスト・レポートではない旨のディスクレーマーの明示、アナリスト・レポート等の独立性が確保されていない旨の明示などを規定してはどうか。

1. 意見照会結果の御報告
- 2. 検討の前提・対象となる販売勧誘資料について**
3. 評価・分析等が含まれない販売用資料に関する論点について
4. 評価・分析等が含まれる販売用資料に関する論点について

2. 検討の前提・対象となる販売勧誘資料について

- 意見照会結果を踏まえ、以下のような方向性で検討を行ってはどうか。

(1) 検討の前提

- ✓ 非上場株式という特性に鑑み、投資家における投資判断材料の充実を図るため、勧誘目的で、特定証券情報等を補完する追加的な情報提供(販売用資料の作成・交付)が必要となる場合もあることが想定される。
- ✓ 取扱協会員が自ら作成した資料を顧客に提供する場合、法令上の作成・交付義務等が無いものであっても、虚偽表示等があった場合には業府令上の責任が問われる場合もある。
- ✓ 特定投資家は、自らの知識・経験等に基づき投資判断できる者であるが、投資家保護上、その投資判断の前提となる情報には虚偽表示等がないことが求められると考えられる。

⇒ 特定証券情報等以外の販売用資料のあり方について検討をすることでどうか。

⇒ 検討にあたっては、特定投資家私募制度の趣旨及び利用促進を踏まえ、投資家保護上必要と思われる、最低限規定すべき事項について検討することでどうか。

2. 検討の前提・対象となる販売勧誘資料について

(2) 検討の対象となる情報・資料(販売用資料の範囲)

- ✓ 販売用資料が使用される場面として、「特定投資家への声掛け」又は「勧誘した特定投資家における投資判断を補完する資料として提供」する場面等が想定されるが、その資料の性質から、以下の3つに区分することが考えられる。
 - ① 簡潔な会社概要等を記載したティーザー資料
 - ② 特定証券情報に記載されている情報を抜粋又は加工(グラフ化等)した資料
 - ③ 特定証券情報等に記載されていない情報を証券会社が独自に収集・加工した、個別企業の分析、評価等が含まれる資料
- ✓ 個別企業の分析、評価等が含まれる販売資料③については、文理上、アナリスト・レポート(「多数の投資者に対する情報提供を目的とした資料で、個別企業の分析、評価等が記載された資料」)に該当し得るため、アナリスト・レポートとの関係性について整理が必要。

⇒ 上記①及び②は広告規制を参考とした検討、上記③はアナリスト・レポート規制も参考とした検討を行うことでどうか。

1. 意見照会結果の御報告
2. 検討の前提・対象となる販売勧誘資料について
- 3. 評価・分析等が含まれない販売用資料に関する論点について**
4. 評価・分析等が含まれる販売用資料に関する論点について

3. 評価・分析等が含まれない販売用資料に関する論点について

(1) 自主規制のあり方①(表示すべき事項について)

販売用資料①・②

- ✓ 特定投資家に対しては、広告規制は適用除外となっていることから、広告規制上の表示事項と同等の内容まで、自主規制規則で記載を求める必要まではないということによいか。

(参考) 広告規制における表示事項
① 金融商品取引業者等の商号、名称又は氏名
② 金融商品取引業者等である旨及び金融商品取引業者等の登録番号
③ 金融商品取引業者等の行う金融商品取引業の内容に関する事項であって、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なもの
イ. 金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき手数料、報酬その他の対価に関する事項
ロ. 金融商品取引契約に関して顧客が預託すべき委託証拠金等
ハ. 顧客が行うデリバティブ取引、信用取引の額が当該取引について顧客が預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回る可能性がある場合にあってはそれに関する事項
ニ. 顧客が行う取引行為において、金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を直接の原因として損失が生ずることとなるおそれがある場合にあってはそれに関する事項(リスク文言)
ホ. 二の損失の額が保証金等の額を上回る事となるおそれがある場合にあってはそれに関する事項
ヘ. 店頭デリバティブ取引について、協会員が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格とに差がある場合にあってはその旨
ト. 金融商品取引契約に関する重要な事項について顧客の不利益となる事実
チ. 協会に加入している場合にあっては、その旨及び当該協会の名称
リ. レバレッジ指標等に関する金融商品取引行為について広告等をする場合に関する事項

⇒ 「販売用資料の作成主体」、「情報の出所」、「商品性の特性やそれに由来するリスク※」、「投資に当たっては特定証券情報を確認すべき旨」など、最低限の記載・表示事項について記載を求めることが考えられるのではないか。

※ 特定投資家向け商品であること、非上場有価証券であること、それらに由来するリスクなど

3. 評価・分析等が含まれない販売用資料に関する論点について

(2) 自主規制のあり方②(社内審査等について)

販売用資料①・②

- ✓ 取扱協会員が自ら作成した資料を顧客に提供する場合、各社、広告規制の適用の有無にかかわらず、投資家保護等の観点から虚偽記載等の有無の確認を行うために必要な社内体制を整備する対応が想定される。

(参考) 広告規制における禁止行為及び審査基準
1 取引の信義則に反するもの
2 協会員としての品位を損なうもの
3 金商法その他の法令等に違反する表示のあるもの
4 脱法行為を示唆する表示のあるもの
5 投資者の投資判断を誤らせる表示のあるもの
6 協会員間の公正な競争を妨げるもの
7 恣意的又は過度に主観的な表示のあるもの
8 判断、評価等が入る場合において、その根拠を明示しないもの

⇒ 販売用資料①・②について、虚偽記載等の有無の確認を行うための社内審査など、最低限の社内体制の整備を求めることが考えられるのではないか。

3. 評価・分析等が含まれない販売用資料に関する論点について

販売用資料①・②

<自主規制のあり方のイメージ>

販売用資料の区分	投資家保護上必要と考えられる記載・表示事項の記載	虚偽記載等の有無の確認を行うために必要な社内体制の整備
①簡潔な会社概要のみを記載したティーザー資料	必要	必要
②特定証券情報に記載されている情報を抜粋又は加工（グラフ化等）した資料	必要	必要
③特定証券情報等に記載されていない情報を証券会社が独自に収集・加工した、個別企業の分析、評価等が含まれる資料	必要 (現行のアナレポ規則によればアナリスト・レポートとしての規制を受ける)	必要

1. 意見照会結果の御報告
2. 検討の前提・対象となる販売勧誘資料について
3. 評価・分析等が含まれない販売用資料に関する論点について
- 4. 評価・分析等が含まれる販売用資料に関する論点について**

4. 評価・分析等が含まれる販売用資料に関する論点について

販売用資料③

(1) 自主規制のあり方①(表示すべき事項について)

(2) 自主規制のあり方②(社内審査等について)

- ✓ 基本的な対応事項(「必要最低限の表示すべき事項」や「審査等に関する社内体制」が必要であること)は販売用資料①・②と同様と考えられる一方で、その内容等を検討するにあたっては「個別企業の分析、評価等」が含まれることを踏まえ、アナリスト・レポートとの関係性について整理が必要。

(3) アナリスト・レポートとの関係性の整理(アナレポ規則との平仄等)

- ✓ 文理上、「多数の投資者に対する情報提供を目的とした資料で、個別企業の分析、評価等が記載された資料」はアナリスト・レポートに該当し得る。(アナレポ規則第2条1号)
- ✓ ただし、販売用資料については、そもそも販売勧誘(主としてプライマリーの取得勧誘における特定投資家の投資判断の材料とすること)を目的として作成されるものであることから、独立した立場のアナリストによる企業の分析・評価等を前提したアナリスト・レポートと同様の規制(例:利益相反関係の開示、執筆者の意見の独立性の確保、入手する可能性のある発行体に係る情報の管理)が必要かどうか、検討の余地があるのではないかな。
- ✓ また、前述のとおり、勧誘等で使用される資料であることを踏まえてアナレポ規則にはない投資家保護上の措置が必要となる可能性。

4. 評価・分析等が含まれる販売用資料に関する論点について

販売用資料③

- ⇒ 前頁を踏まえ、販売勧誘資料③に関しては特定投資家投資勧誘規則において必要な規定を一体的に整備することとし、アナレポ規則については適用除外とすることで検討を進めてはどうか。
- ⇒ 特定投資家投資勧誘規則で必要な規定の整備にあたっては、アナレポ規則で規定されている事項を参考として販売用資料にも措置すべき事項を検討し、それに加え、他に追加すべき事項（投資家保護上必要と考えられる記載・表示事項など※）を検討することでどうか。

※ 特定投資家向け商品であること、非上場有価証券であること、それらに由来するリスクなど

＜自主規制のあり方のイメージ＞

販売用資料の区分	投資家保護上必要と考えられる記載・表示事項の記載	虚偽記載等の有無の確認を行うために必要な社内体制の整備
①簡潔な会社概要のみを記載したティーザー資料	必要	必要
②特定証券情報に記載されている情報を抜粋又は加工（グラフ化等）した資料	必要	必要
③特定証券情報等に記載されていない情報を証券会社が独自に収集・加工した、個別企業の分析、評価等が含まれる資料	必要 (アナレポ規則をベースに必要な事項を検討する)	必要

<参考> アナレポ規則の規定等

【アナレポ規則の規定】		【概要】
第3条	社内管理体制の整備	・社内規則の制定等
第4条	社内審査	・アナリスト・レポートに関する指針を策定する等 ・審査担当者の設定、審査に関する留意事項など
第5条	アナリスト・レポートの保管	・公表等したアナリスト・レポート及当該アナリスト・レポートに係る社内審査を行った旨の記録の保管（3年間）
第6条	利益相反についての表示等	・アナリストが対象会社と重大な利益相反の関係にある場合、その内容の明確な表示 ・主幹事会社となり、1年間を経過するまでの間に当該会社の株式に係るアナリスト・レポートを公表等する場合、主幹事会社となった旨の表示
第7条	外部アナリスト執筆のアナリスト・レポートの公表等	・外部アナリストと対象会社との重大な利益相反の関係について、その内容の明確な表示をするための措置 ・外部アナリストに当該アナリスト・レポートの作成につき、対価を支払っている又は支払うべき約束をしている場合は、その旨の公表 など
第8条	情報管理の徹底	・「重要情報」の適正な管理
第9条	重要情報の適正な利用	・自己取引について「重要情報」を利用して取引が行われることのないよう適正な管理 ・自社の役職員が、重要情報を利用して、一部の顧客への勧誘等を行うことのないよう指導及び監督

【アナレポ規則の規定】		【概要】
第10条	アナリストの意見の独立性の確保等	・適切な組織体制及び報酬体系を整備 ・引受部門、投資銀行部門、法人部門、営業部門等からの不当な干渉及び介入を受ける等、アナリストの意見の独立性が阻害されることのないよう指導及び監督
第11条	引受部門及び投資銀行部門の業務への関与の禁止	・アナリストが、引受部門又は投資銀行部門の業務に関して行う企業等への提案活動に関与することの禁止 など
第12条	顧客への約束等の禁止等	・顧客に関するアナリスト・レポートを作成すること及び当該顧客に関するアナリスト・レポートにおいて一定の表示又は評価を行うことを約束し又は申し出ることのないよう指導及び監督
第13条	対象会社に対する事前通知の禁止	・対象会社に対し、公表等前のアナリスト・レポートを通知してはならない
第14条	アナリストの資質の向上	・アナリストに対する法令遵守の徹底 ・アナリスト・レポートの内容等を事後的に検証及び評価等
第15条	アナリスト等の証券取引への対応	・アナリストが担当する会社の有価証券の売買等及び保有を原則として禁止など
第16条	規則によらないアナリスト・レポートの公表等	・この規則の定めによることが困難である場合には、あらかじめ本協会に書面によりその旨及び事由を届け出て、本協会の承認を得なければならない。
第17条	規則の考え方	・規則の解釈等に関し必要な事項は、本協会が別に定める「『アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則』の考え方」において定めるものとする。