

第 26 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

2023 年 5 月 9 日（火）11 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

1. 「私設取引システムにおける非上場有価証券等の取扱い等に関する規則」の考え方（ガイドライン）
（案）について
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」に係る意見照会結果について

以 上

「私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則」(案)

令和 5 年 5 月 9 日

(目 的)

第 1 条 この規則は、会員が運営する私設取引システムにおける非上場有価証券の取引に関し必要な事項を定めることにより、非上場有価証券の私設取引システムにおける取引を公正かつ円滑ならしめ、もって投資者の保護及び非上場有価証券に係る流通市場の健全な発展に資することを目的とする。

(定 義)

第 2 条 この規則において次の各号に掲げる用語の定義は、当該各号に定めるところによる。

1 有価証券

定款第 3 条第 1 号に規定する有価証券をいう。

2 非上場有価証券

国内の取引所金融商品市場に上場されていない有価証券をいう。

3 非上場 PTS 銘柄

非上場有価証券のうち、次に掲げる有価証券に該当し、会員が自ら開設する私設取引システム（金融商品取引法（以下「金商法」という。）第 2 条第 8 項第 10 号に掲げる行為（同号ロ及びハに掲げる売買価格の決定方法により行うものを除く。）による有価証券の売買を行う市場をいう。以下同じ。）における取引の対象とするものをいう。

イ トークン化有価証券（「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」第 2 条第 10 号に規定するトークン化有価証券をいう。以下同じ。）

ロ 特定投資家向け有価証券（「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「特定投資家投資勧誘等規則」という。）第 2 条第 6 号に規定する特定投資家向け有価証券をいう。以下同じ。）である店頭有価証券等（同条第 5 号に規定する店頭有価証券等をいう。）

4 非上場 PTS 銘柄取引

私設取引システムにおいて行われる非上場 PTS 銘柄の売買をいう。

5 媒介等

媒介、取次ぎ又は代理をいう。

6 非上場 PTS 運営業務

会員が自ら開設する私設取引システムにおいて非上場 PTS 銘柄取引又はその媒介等を行う業務をいう。

7 非上場 PTS 取引業務

協会員が他の会員の開設する私設取引システムにおいて非上場 PTS 銘柄取引若しくはその媒介等を行う業務又は当該媒介等の委託の取次ぎを行う業務をいう。

8 非上場 PTS 運営会員

私設取引システム運営業務（金融商品取引業等に関する内閣府令第 1 条第 4 項第 9 号に規定する私設取引システム運営業務をいう。）の認可を受けて、非上場 PTS 運営業務を行う会員をいう。

9 非上場 PTS 取引協会員

非上場 PTS 取引業務を行う協会員をいう。

10 発行体

非上場 PTS 銘柄の発行者（金商法第 2 条第 5 項に規定する「発行者」をいう。）をいう。

（法令等の遵守）

第 3 条 協会員は、非上場 PTS 運営業務又は非上場 PTS 取引業務を行うに当たっては、この規則によるほか、金商法その他関係法令、諸規則を遵守しなければならない。

（社内規則の制定等）

第 4 条 非上場 PTS 運営会員は、非上場 PTS 運営業務を行うに当たり、次の各号に掲げる事項を定めた社内規則を作成しなければならない。

1 非上場 PTS 銘柄の適正性の審査に関する事項

- 2 非上場 PTS 銘柄の取扱廃止基準に関する事項
 - 3 発行体との契約に関する事項
 - 4 適時の情報提供に関する事項
 - 5 売買審査の実施に関する事項
 - 6 価格情報の公表等に関する事項
 - 7 発行体への措置及び非上場 PTS 銘柄の売買停止措置等に関する事項
 - 8 受渡決済に関する事項
 - 9 国内の取引所金融商品市場に上場している有価証券（以下「上場有価証券」という。）との誤認防止措置に関する事項
 - 10 非上場 PTS 取引協会員に遵守させるべき事項
- 2 非上場 PTS 取引協会員は、非上場 PTS 取引業務を行うに当たり、非上場 PTS 運営会員が前項第 10 号に基づき社内規則で定める事項を遵守しなければならない。

（業務内容の公表）

第 5 条 非上場 PTS 運営会員は、自社が行う非上場 PTS 運営業務の内容について自社のウェブサイトに掲載する方法その他のインターネットを利用した方法（投資者が常に容易に閲覧することができる方法に限る。）により公表しなければならない。

（非上場 PTS 銘柄の適正性審査）

第 6 条 非上場 PTS 運営会員は、非上場有価証券を新たに非上場 PTS 銘柄に追加する場合には、あらかじめ、当該非上場有価証券の適正性について、次の各号に掲げる区分に応じ、当該各号に掲げる事項について審査を行わなければならない。

- 1 企業金融型商品（非上場有価証券のうち、企業内容等の開示に関する内閣府令第 1 条第 1 号イからワに掲げるものに該当するものをいう。）
イ 発行体が金商法第 24 条第 1 項の規定により有価証券報告書（同項に規定する有価証券報告書をいう。以下同じ。）を提出又は同法第 27 条の 32 第 1 項の規定により発行者情報（同項に規定する発行者情報をいう。以下同じ。）を提供若しくは公表しなければならない者であること

- ロ 発行体の業務の実在性、事業継続体制
 - ハ 発行体におけるコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況
 - ニ 発行体の財務状況
 - ホ 発行体における有価証券報告書の提出又は発行者情報の公表及び適時の情報提供を適正に行うための態勢整備の状況
 - ヘ 発行体が反社会的勢力（「定款の施行に関する規則」第15条に規定する反社会的勢力をいう。以下同じ。）との関係を有しないこと
 - ト 当該非上場有価証券（トークン化有価証券に該当するものに限る。）の権利移転等に関する事項
 - チ その他投資者保護の観点から非上場PTS運営会員が必要と認める事項
- 2 資産金融型商品（非上場有価証券のうち、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第1条第1号、第2号、第3号から第4号の4、第6号及び第6号の2に掲げるものに該当するものをいう。）
- イ 発行体が金商法第24条第1項の規定により有価証券報告書を提出又は同法第27条の32の規定により発行者情報を提供若しくは公表しなければならない者であること
 - ロ 資産の流動化のスキームの合理性、適切性
 - ハ 発行体及び運用会社等（当該非上場有価証券に係る資産運用会社、投資顧問会社等に相当する者をいう。以下同じ。）におけるコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況
 - ニ 受益者等と発行体及び運用会社等との間における利益相反状況
 - ホ 発行体及び運用会社等の財務状況
 - ヘ 発行体及び運用会社等における有価証券報告書の提出又は発行者情報の公表及び適時の情報提供を適正に行うための態勢整備の状況
 - ト 発行体及び運用会社等が反社会的勢力との関係を有しないこと
 - チ 当該非上場有価証券（トークン化有価証券に該当するものに限る。）の権利移転等に関する事項
 - リ その他投資者保護の観点から非上場PTS運営会員が必要と認める事項

（発行体との契約締結）

第 7 条 非上場 PTS 運営会員は、非上場有価証券を新たに非上場 PTS 銘柄に追加する場合には、あらかじめ、当該非上場有価証券の発行体との間で次の各号に掲げる事項について定めた契約を締結しなければならない。

- 1 発行体による非上場 PTS 運営会員への適時の情報提供に関する事項
- 2 発行体又は運用会社等のウェブサイト等における適時の情報提供の情報内容の公表に関する事項
- 3 発行体による非上場 PTS 運営会員への適時の情報提供が実施されない場合及び提供された情報の内容が不適切な場合の措置に関する事項
- 4 発行体による非上場 PTS 運営会員への適時の情報提供に必要な情報を運用会社等が保有している場合、当該運用会社等の協力を得る旨
- 5 前各号に掲げる事項のほか、非上場 PTS 運営会員の定める規則を遵守する旨

（発行体による適時の情報提供）

第 8 条 非上場 PTS 運営会員は、前条の契約において、同条第 1 号により定める発行体による非上場 PTS 運営会員への適時の情報提供に関し、次の各号に掲げる事項を規定しなければならない。

- 1 発行体から非上場 PTS 運営会員に適時の情報提供が必要な場合として、次に掲げる事項
 - イ 第 2 条第 3 号イに掲げる有価証券について、金商法第 24 条の 5 第 4 項に基づき臨時報告書を提出しなければならない場合
 - ロ 第 2 条第 3 号ロに掲げる有価証券について、公表した特定証券情報（特定投資家投資勧誘等規則第 2 条第 7 号に規定する特定証券情報（特定投資家投資勧誘等規則第 6 条第 3 項各号に掲げる各様式の第一部に係るものを除く。）をいう。以下同じ。）又は発行者情報（以下本条において「特定証券情報等」という。）について、金商法第 27 条の 31 第 4 項又は第 27 条の 32 第 3 項に該当した場合
 - ハ 投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の決定・発生があった場合（イ又はロに掲げる場合を除く。）
 - ニ イからハに掲げる場合の他、非上場 PTS 運営会員が必要と認める場合
- 2 発行体から非上場 PTS 運営会員に適時の情報提供をすべき事項として、次に掲げる事項
 - イ 前号イに該当する場合、提出する臨時報告書の記載事項
 - ロ 前号ロに該当する場合、訂正する情報の内容
 - ハ 前号ハに該当する場合、当該投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実の内容

ニ 前号ニに該当する場合、非上場 PTS 運営会員が必要と認める事項

3 発行体の非上場 PTS 運営会員に対する情報提供の期限

2 非上場 PTS 運営会員は、発行体から適時の情報提供を受けた場合、当該情報内容を速やかに自社のウェブサイトに掲載する方法その他のインターネットを利用した方法（投資者が常に容易に閲覧することができる方法に限る。）により公衆の縦覧に供しなければならない。

3 非上場 PTS 運営会員は、前項に基づき公衆の縦覧に供した情報の内容の適正性の確保に努めるものとする。

（価格情報の公表等）

第 9 条 非上場 PTS 運営会員は、非上場 PTS 銘柄の約定価格、最終気配（非上場 PTS 運営会員の売買価格の決定方法により最終気配が形成されない場合を除く。以下同じ。）及び出来高を自社のウェブサイトに掲載する方法その他のインターネットを利用した方法（投資者が常に容易に閲覧することができる方法に限る。）により、毎営業日、公表しなければならない。

2 非上場 PTS 運営会員は、非上場 PTS 取引協会より非上場 PTS 銘柄の約定価格等（約定価格又は気配情報（最良気配及び数量をいう。）をいう。以下同じ。）の提供を求められた場合には、速やかに直近の約定価格等を提示できる態勢を整備しなければならない。

3 非上場 PTS 取引協会は、顧客より非上場 PTS 銘柄（当該非上場 PTS 取引協会が行う非上場 PTS 取引業務により取引されるものに限る。次条及び第 13 条第 2 項において同じ。）の約定価格等の提供を求められた場合には、速やかに直近の約定価格等を提示できる態勢を整備しなければならない。

（不公正取引の防止）

第 10 条 非上場 PTS 取引協会は、非上場 PTS 取引業務を行うに当たり、次の各号に掲げる取引を防止する態勢を整備しなければならない。

1 非上場 PTS 銘柄の取引状況に比し、過当とみられる取引

2 仮装売買、馴合い売買等の不正な手段を用いて行われる取引

3 非上場 PTS 銘柄について他人に誤解を生じさせ、人為的に活況を仮装し又は相場に不当な影響を与え若しくは実勢を反映しない作為的相場を形成する等の目的をもって、順次に気配若しくは売買価格を高くして買付けを行う又は順次に気配若しくは売買価格を低くして売付けを行う等の取引

- 4 他の投資者に相場が自然に形成されたと誤解させて売買取引に誘い込むことを目的として、約定させる意思のない買付け又は売付けを行う等の取引

（売買審査の実施）

第 11 条 非上場 PTS 運営会員は、非上場 PTS 銘柄の取引について、第 4 条第 1 項第 5 号により定めた社内規則に基づき適切に売買審査を行わなければならない。

- 2 非上場 PTS 運営会員は、前項に定める売買審査を行った結果、不公正取引（前条各号に掲げる取引のほか、当該非上場 PTS 運営会員が不公正取引と認める取引をいう。）に該当する又は不公正取引につながるおそれがあると認識した場合には、当該取引の媒介等を行った非上場 PTS 取引協会会員に対し注意喚起を行い、その後も改善が見られない場合には、当該非上場 PTS 取引協会会員との間で行う非上場 PTS 運営業務の停止その他の適切な措置を講じなければならない。

（売買停止措置）

第 12 条 非上場 PTS 運営会員は、第 4 条第 1 項第 7 号により定めた社内規則に基づき適切に売買停止措置を講じなければならない。

（上場有価証券との誤認防止措置）

第 13 条 非上場 PTS 運営会員は、非上場 PTS 銘柄が上場有価証券ではないことについて自社のウェブサイト上で明示しなければならない。

- 2 非上場 PTS 取引協会会員は、非上場 PTS 銘柄が上場有価証券ではないことについて、顧客に説明を行わなければならない。

（特定投資家向け有価証券に係る特則等）

第 14 条 非上場 PTS 取引協会会員は、特定投資家（金商法第 2 条第 31 項に規定する特定投資家（同法第 34 条の 2 第 5 項の規定により特定投資家以外の顧客とみなされる者を除き、同法第 34 条の 3 第 4 項（同法第 34 条の 4 第 6 項において準用する場合を含む。）の規定により特定投資家とみなされる者を含む。）以外の者である顧客から、私設取引システムにおける特定投資家向け有価証券の買付けの受託を行ってはならない。

- 2 第6条の規定にかかわらず、非上場PTS運営会員は、特定投資家向け有価証券である投資信託等（特定投資家投資勧誘等規則第2条第4号に規定する投資信託等をいう。）を新たに非上場PTS銘柄に追加する場合には、あらかじめ、当該投資信託等の適正性について、次の各号に掲げる区分に応じ、当該各号に掲げる事項について審査を行わなければならない。
- 1 投資信託受益証券（特定投資家投資勧誘等規則第2条第2号に規定する投資信託受益証券をいう。）
 - イ 発行体における有価証券報告書の提出又は発行者情報の公表及び適時の情報提供を適正に行うための態勢整備の状況
 - ロ 当該投資信託受益証券（トークン化有価証券に該当するものに限る。）の権利移転等に関する事項
 - ハ その他投資者保護の観点から非上場PTS運営会員が必要と認める事項
 - 2 投資証券等（特定投資家投資勧誘等規則第2条第3号に規定する投資証券等をいう。）
 - イ 発行体及び運用会社等におけるコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況
 - ロ 受益者等と発行体及び運用会社等との間における利益相反状況
 - ハ 発行体及び運用会社等における有価証券報告書の提出又は発行者情報の公表及び適時の情報提供を適正に行うための態勢整備の状況
 - ニ 発行体及び運用会社等が反社会的勢力との関係を有しないこと
 - ホ 当該投資証券等（トークン化有価証券に該当するものに限る。）の権利移転等に関する事項
 - ヘ その他投資者保護の観点から非上場PTS運営会員が必要と認める事項
 - 3 非上場PTS運営会員は、特定投資家向け有価証券を新たに非上場PTS銘柄に追加する場合には、あらかじめ、当該特定投資家向け有価証券の発行体との間で、次の各号に掲げる事項について定めた契約を締結しなければならない。
 - 1 当該非上場PTS運営会員が当該特定投資家向け有価証券を非上場PTS銘柄に追加するまでに、発行者情報（発行者情報が作成されていない場合には、特定証券情報）を特定投資家投資勧誘等規則第7条第2項第2号（特定証券情報にあつては同規則第6条第2項第2号）の方法（取扱協会のウェブサイトにおいて公表する方法を除く。）により公表する旨
 - 2 当該特定投資家向け有価証券が非上場PTS銘柄となっている間、発行者情報を特定投資家投資勧誘等規則第7条第2項第2号の方法（取扱協会のウェブサイトにおいて公表する方法を除く。）により公表する旨

（非上場PTS運営会員に対する準用）

第 15 条 第 9 条第 3 項、第 10 条及び前条第 1 項の規定は、非上場 PTS 運営業務のうち、非上場 PTS 取引協会による媒介等が行われない取引を行う非上場 PTS 運営会員について準用する。この場合において、これらの規定中「非上場 PTS 取引協会」とあるのは「非上場 PTS 運営会員」と、「非上場 PTS 取引業務」とあるのは「非上場 PTS 運営業務」と、それぞれ読み替えるものとする。

付 則

この規則は、令和 5 年〇月〇日より施行する。

**「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
(第 24 回会合後の意見照会結果)**

2023 年 5 月 9 日

＜参考：第 24 回 WG でご説明した内容とその後の本件意見照会について＞

○販売用資料の性質によって以下の 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

○上記①②については「個別企業の分析、評価等が含まれない資料」として、自主規制のあり方を検討し、上記③については「個別企業の分析、評価等が含まれる資料」としてアナリスト・レポート規則も参考に自主規制のあり方を検討するために本件意見照会を実施。

1. 「個別企業の分析、評価等」が含まれない資料（①、②）について

＜意見照会(1)：必要最低限の表示すべき事項＞

➤ 販売用資料の作成主体等の表示事項として最低限記載すべきと考えられる事項として寄せられたご意見

表示すべき事項	理由
・非上場有価証券であること ・特定投資家向け商品であること ・投資に当たっては特定証券情報を確認すべき旨	特定投資家向け限定であるため、他商品と異なる投資家が知るべき商品特性を記載すれば足りると考える。なお、貴協会の広告等に関する指針の第 2 部「12. 特定投資家に対する広告等」では、『…協会規則上の広告審査義務はない。ただし、虚偽や重要な事項につき誤解を生じさせる表示となっていないか及び法令・諸規則に違反していないか等に留意が必要である』としているため、新たに規制を設けることは慎重に考えるべきであると考え。
・作成者 ・販売用資料であること（特定証券情報ではないこと） ・情報の出所	・資料の性質（基本的には発行体の会社 HP や特定証券情報に記載されている情報を抜粋又は加工したものであること）を踏まえて、規則で定めるのは上記程度で良いと考える。 ・「商品性の特性やそれに由来するリスク」については、取引開始時の説明書や個別銘柄に係る説明書でカバーされる内容のため、販売用資料に敢えて記載する必要はないと考える。
・作成主体である金融商品取引業者等の商号、名称又は氏名、 ・情報源の出所 ・特定投資家向け商品であること	特定投資家に対する広告等については、金商法第 37 条の適用はなく、単に特定証券情報等に基づいた事実のみを簡潔に記載するのであれば最低限の表示で良いと考えるため。

表示すべき事項	理由
・ 特定証券情報を確認すべき旨	
・ 作成した会社の社名(含む金商法上の登録番号、加入協会等) ・ 会社の規程で定める免責事項 ・ 利益相反開示(本案件のアドバイザー等に就任している旨)	投資家に伝えるべき事項と考えられるため。
・ 資料作成者主体 ・ 情報の出所 ・ 商品リスク (非上場株式、特定投資家向け商品) ・ 特定証券情報を確認すべき旨の注記	最低限の記載事項としては左記が想定できるため。

<意見照会(2)：審査等に関する社内体制について>

➤ 「個別企業の分析、評価等」が含まれない資料で、虚偽記載の有無の確認等を行うための社内審査の体制整備として寄せられたご意見

整備すべき社内審査の体制	自主規制規則で整備すべき範囲	理由
作成者以外の部署で事実と相違ないか確認する体制、配布先がどこになるか管理する体制が必要。	・ アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則第3条、第4条を参考に適切な体制を整備する旨 ・ もしくは、広告等の表示及び景品類の提供に関する規則第5条、第6条を参考に適切な体制を整備する旨	複数の先に提示する他の資料は広告審査を経ているところ、平仄を合わせる必要があると考える。
審査担当者を設置し、虚偽記載等がないかなどを審査することが考えられる。	左記及び最低限審査すべき項目について自主規制規則で定めるのが良いと考える	投資家に配布する資料のため、証券会社として最低限の審査は行う必要があると考える。
作成資料の審査・チェック体制が必要。	取扱会員への上記チェック体制を記載した業務規程、取扱要領等の提出義務を定めるべ	証券情報との乖離がないか、事実誤認、表記ミス等ないかを確認する必要があるため。

整備すべき社内審査の体制	自主規制規則で整備すべき範囲	理由
	き。	
通常の広告等と同様に、広告審査担当者による審査を行う体制。	左記審査体制を構築し、審査基準及び保管体制に関する社内規程を制定して遵守すること。	会社概要や特定証券情報に基づく事実のみを記載するため、既存の広告審査体制で対応できると考えるため。
必要最低限記載すべき事項の確認及び金融商品取引法上の広告審査と同様の確認を行うことが考えられる。	特定投資家向け有価証券の取扱い申請において整備すべき事項として規定することが考えられる。	《審査体制》 - 表示事項の記載有無や虚偽記載有無の確認などが適正に行われているかを確認することで、未確認の投資勧誘資料が顧客に提供されることを防止できると考える。 《自主規制で整備すべき範囲》 - 体制そのものは、特定投資家向け有価証券の取扱いを行おうとする協会員が、その取扱いに係る体制整備の一環として、業務フローや人員体制、現行の広告審査体制等を勘案し、適正に行われるよう各社の判断に委ねるべき。
- 発行会社から提供された情報と比較して、販売資料に虚偽記載がないかの確認を行うこと - アナリスト・レポートの社内審査同様、「広告等の表示及び景品類の提供に関する規則」で定める禁止行為に該当するものがないか、また、資料記載内容が合理的なものであるかの審査を行うことが望ましいと考える。一方で、発行会社が提供する情報自体について虚偽記載の有無の確認を協会員にて行うことは困難であるとする。	協会員に求められる審査項目の明確化。虚偽記載の有無の確認については、監査意見書がない場合、過去業績の根拠や資産の裏付けなどにおける具体的な公的機関、公認会計士の意見書、官報における業績公表など、監査意見書に代わる具体的な裏付け根拠を自主規制規則で具体的に特定することが望ましい。	《審査体制》 - 発行会社が提供する情報については、虚偽記載の確認範囲の特定が困難であり、少なくとも監査法人の意見書もしくはそれに準ずるような第三者機関の意見があることが望ましい。 《自主規制で整備すべき範囲》 - 監査がなくとも公認会計士などの意見書、納税証明、官報の業績記載など株式会社として求められる最低限の公表事項を満たしているべきで、それらは自主規制規則で特定・設定することが望ましい。

(参考) その他の社内体制の整備として寄せられたご意見

整備すべき社内体制	自主規制規則で整備すべき範囲	理由
販売用資料の作成及び交付に関する指針を策定すべきと考える。	左記について定めるのが良いと考える。	作成に関する指針については、審査する上でもあったほうが良いと考える。交付についての指針はあくまで特定証券情報がメインの勧誘資料であることを踏まえて、販売用資料の交付の方法について一定のルールを定めておくべきと考えるため。
・各社ごとの管理レベルに応じて整備する必要がある ・HP(証券、発行会社)への掲載は難しいと考える		
非上場株式と上場株式とで、基本的には同様の社内体制であることが好ましいと考えるが、非上場株式については、MNPIの取扱い及びその管理方法について、社内体制を整備すべきと考える。	MNPIの範囲及びその取扱い、MNPIを取得した際の対応及び管理方法について	《社内体制》 上場会社もしくは上場会社の投資部門(CVC)などが非上場会社に投資しているケースも考えられ、非上場会社に関するMNPIが上場会社等に関する法人関係情報となる場合も考えられ、情報の取り扱いが極めて困難であると想定されるため。 《自主規制で整備すべき範囲》 情報の取り扱いが極めて困難であると想定されることから、例えば記載情報が企業HP等に掲載されていることを確認する等、未公表の情報の取扱いについて定めることが望ましい。

2. 個別企業の分析、評価等が含まれる資料（③）について

<意見照会(3)：アナリスト・レポート規則との整理について>

- 「個別企業の分析、評価等」が含まれる資料は、特定投資家勧誘規則において必要な規定を一体的に整備することを前提に、アナレポ規則から適用除外とすることの是非について寄せられたご意見

【賛成】 6社	アナリスト・レポートとは目的、位置付けが異なる資料であるため、アナレポ規則の適用除外とするのが妥当と考える。
	アナリスト・レポートと同程度までの規則適用は不要と考えるが、投資家保護の目線から、また業務推進部署とのコンフリクト、独立性確保等の観点から、類似した規則の適用は必要。
	アナリスト・レポートは勧誘資料ではないと考える。
	・特定投資家のみを対象として販売勧誘を目的に作成される資料であり、多数の投資者を対象に情報提供を目的として独立した意見を記載するアナリスト・レポートとは位置付けが異なるため、アナレポ規則からは適用除外とすることが適当。 ・一方、販売勧誘で使用される資料であることから、その内容について虚偽や誤解を与えるような記載の有無をチェックする体制を整備する必要がある。 ・また、「アナリスト」等の名称を用いて作成される資料は、投資者の誤認防止のため、アナレポ規則を適用すべきと考える。
	非上場株式の活性化を目的としている上では一体で検討することが望ましい。ただし、MNPIの定義や虚偽などをどのように排除するか、裏付けとなる公的文書などの定義を規制規則の中で設定することが望ましい。
	・特定投資家勧誘規則において、「個別企業の分析、評価等」が含まれる資料をアナリスト・レポート規則の適用除外とするにあたっては、「アナリスト・レポート」との違いを明確にすべきであると考え。 ・投資勧誘はレポート（資料）の使い方の問題であり、その内容とは関係がなく、投資勧誘を目的として作成されるものであることが、アナリスト・レポート規則の適用除外の理由になるとは思われない。 ・「アナリスト・レポート」と比較して、どこまで限定された情報であれば、「個別企業の分析、評価等」が含まれる資料として特定投資家勧誘規則の対象としうるのか、更なる議論が必要であると考え。
【反対】 1社	・個別企業の分析、評価等が含まれる資料はアナリスト・レポートに近くなると考えられる ・資料に、比較対象として個別上場企業の分析が含まれていれば、アナリスト・レポートに該当すると考えられる ・「個別企業の分析、評価等」が含まれる資料の執筆者は、日証協で定義されるアナリストと考えられる ・「個別企業の分析」について、どこまでが分析かというのを決めるのは難しいのではないか
【その他】 1社	多数の投資者に配布すること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(アナレポ規則第2条)」であることに違いがないので、規則として別建てにするにしても基本的な考え方は準拠する必要があると考える。

<意見照会(4)：検討の方向性について>

- 「個別企業の分析、評価等」が含まれる資料について、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たいが、アナレポ規則で求められる以下の措置のうち、対応が必要と思われる事項及び理由についてのご意見

【アナレポ規則の規定】		【概要】	【要否及び理由】
第3条	社内管理体制の整備	・社内規則の制定等	【必要】 7 社 ・業務フロー、審査・チェック体制の整備が必要。 ・表示事項の記載有無や虚偽記載有無の確認などが適正に行われているかを確認することで、未確認の投資勧誘資料が顧客に提供されることを防止できると考える。 ・個別企業の分析、評価等が含まれる資料については、J-Ships 規則に当該資料の審査体制等を定める必要があるため。 【不要】 0 社
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	【必要】 7 社 ⇒理由は3条と同様。 【不要】 0 社
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）	【必要】 7 社 ・業務管理上、販売用に独自に作成した資料について記録を残す必要があると考える。 ・非上場株式はより高いリスク資産のため執筆内容や審査内容を保管することが望ましい。 【不要】 0 社
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	【必要】 6 社 ・利益相反の表示は投資家保護の観点より必要。 ・独立した意見ではなく、販売勧誘を目的とした資料であり、利益相反の関係があることを明記する必要があるため。 ・詳細は未上場株式の特定投資家向け勧誘という点を踏まえ見直す必要あり。 ・グループ会社含めたコンフリクトの有無を表記すべき。 ・取扱協会員が最も執筆するインセンティブがあるため、より中立的な内容にとどめるため。

【アナレポ規則の規定】		【概要】	【要否及び理由】
			【不要】 2 社 ・主幹事証券の表示はシチュエーションの違いを踏まえて不要。 ・アナリスト・レポートが勧誘資料ではないことを前提とした規定であると考えられるため。
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	【必要】 5 社 ・投資家保護のため。 ・独立した意見ではなく、販売勧誘を目的とした資料であり、利益相反の関係があることを明記する必要があるため。 ・コンフリクト有無を明確にすべき。
			【不要】 2 社 ・外部を活用することは想定されないため。
第 8 条	情報管理の徹底	・「重要情報」の適正な管理	【必要】 6 社 ・重要情報の管理が必要であるため。 ・顧客情報としての情報管理が必要だが、インサイダー情報としての管理は別。 ・未上場会社であっても未公表の情報については注意をもって取扱われるべきであり、また上場会社が投資・出資を行っている場合に、当該上場会社についても影響を与えうる可能性があると考えられるため。
			【不要】 1 社 ・アナリスト・レポートを前提とした規定であると考えられるため。
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	【必要】 6 社 ・重要情報の不適切な利用を防止するための体制整備が必要であるため。 ・利用して取引を行うことはあまり想定されないので第 8 条に包含しても構わない。 ・インサイダー規制の観点とは別。 ・未上場会社であっても未公表の情報については注意をもって取扱われるべきであり、また上場会社が投資・出資を行っている場合に、当該上場会社についても影響を与えうる可能性があると考えられるため。
			【不要】 1 社 ・販売用資料に関する規則としては、敢えて規定する必要はないと考える。

【アナレポ規則の規定】		【概要】	【要否及び理由】
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	【必要】 4 社 - 販売勧誘を目的とした資料であるため、独立性の確保は困難。但し、発行体寄りの意見にするよう他部署が働きかけるなどの不当な干渉及び介入が無いようにチェックする体制は必要。 - 業務推進部門からの依頼に基づき作成される資料のため、恣意性を排除した、より高い執筆者の独立性の確保が必要。 - 取扱協会員が最も執筆するインセンティブがあるためより中立的な内容にとどめるため。 【不要】 3 社 - アナリスト・レポートを前提とした規定であると考えられるため。 - いわゆるセカンダリーアナリストが執筆することが想定していないので、なじまない条項と考える。 - 作成主体が引受部門や投資銀行部門、法人部門になると考えられる。
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	【必要】 3 社 - 執筆者の独立性の確保が必要。 【不要】 4 社 - アナリスト・レポートを前提とした規定であると考えられるため。 - 執筆者は独立した意見を述べる立場ではなく、販売勧誘を目的とした資料を作成する立場のため、私募の取扱いの提案活動に関与する人物が執筆者となることが想定されるため。 - いわゆるセカンダリーアナリストが執筆することが想定していないので、なじまない条項と考える。
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	【必要】 4 社 【不要】 3 社 - アナリスト・レポートを前提とした規定であると考えられるため。 - 私募の取扱いに際して、個別企業の分析、評価等が含まれる資料を作成するか否かは、発行体にとって金融商品取引業者の選定の判断材料となるため。 - 今回の取引の性質上なじまない条項と考えられるため。
第 13 条			【必要】 4 社

【アナレポ規則の規定】		【概要】	【要否及び理由】
	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	【不要】 3 社 ・アナリスト・レポートを前提とした規定であると考えられるため。 ・記載内容に問題が無いか発行体に確認することは有用であるため。 ・内容について発行会社による事前確認、事前チェックが必要。 ・仮に規則に織り込まれた場合、弁護士関与のもとでのチェックが必要(コストが増える) ・勧誘資料である以上、技術の内容など発行会社による内容確認が必要なケースがあると考えられる。
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	【必要】 6 社 ・法令遵守の徹底は必要であるため。
			【不要】 2 社 ・アナリスト・レポートを前提とした規定であると考えられるため。 ・法令遵守は必要だが、事後検証及び評価は未上場企業であり不可能と思料。
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	【必要】 5 社 ・執筆者が業務上知り得た情報を利用することを防ぐ必要があるため。 ・中立的な内容にとどめるため。
			【不要】 2 社 ・アナリスト・レポートを前提とした規定であると考えられるため。 ・未上場株式であり、かつ特定投資家を対象とするため、原則不要と思われる。

<意見照会(5)：その他> 本WGでの検討事項について、その他に寄せられたご意見

1. 広告規制では、特定投資家向けの広告等には広告表示義務等が適用除外されているが（非上場有価証券に係る広告等であっても適用除外だが）、本規則では、（非上場有価証券で特定投資家のみに勧誘するにも拘らず）あらためて一定の表示義務や審査体制に係る体制整備が求めようとしている。本制度整備において、この整合性について丁寧な説明をし、表示していただきたい。
2. 資料③に関し、仮にアナリストがアナリスト・レポートとして作成するなら、既存のアナレポ規則、その社内体制に乗せればよいと思う。著作者、作成目的がこれと異なるので、改めて本規則で規定をしようという方向性は理解できる。しかし、資料③とアナレポと、本質的に何が違うのかなど、もう少し議論し、あるいはその輪郭を示していただきたい。その上で、意見照会(4)について検討するのがいいのではないか。
※ 資料③は勧誘資料であり、作成する/しないは、営業または投資銀行業務と密接に関係しているし、取扱協会員がその取扱いに際し発行者を調査したときに知り得た情報等を勘案するであろうし、資料の使用に先立っては資料への情報記載可否について発行者に確認することも考えられる。何が利益相反か、執筆者の独立性が必要か、事前の発行者への開示等は規制されるべきかなど検討する前提として、アナレポとの本質的な相違の整理が必要。
3. （特定投資家向け有価証券の取扱いがある程度定着するまでは）体制整備については、具体的・詳細に規則を定めるよりも、取扱申請における体制整備事項として投資勧誘資料のチェック体制整備を掲げておくほうが柔軟に対応できるのではないか。具体的にどのような体制とするかは、各社が判断し、整備し、取扱指定時に適正性を貴協会が確認することが考えられます。その場合、当面の措置として、例えば勧誘資料やチェック記録等を貴協会に提供するなど、事例・情報収集するとし、そのうえで具体的な規制の要否を検討してはどうか。

スタートアップへの投資の円滑化は重要であるという認識はあるものの、MNPIの取扱いについては明確でない部分も多く、執筆内容の範囲が限定されるため、プレIPOリサーチとの差が大きくなってしまふ恐れがある。より小規模な企業（シード、シリーズAなど）は現行の議論の範囲では敬遠されてしまふ可能性が残っていると考えられ、今後議論を深めることが望ましい。

投資者が投資判断をするうえで必要だと考えられる最低限の情報を記載することが望ましい。監査の意見書のない企業のアナリスト・レポート発行については慎重に議論する必要がある。未上場会社の運営、業務又は財産に関する公表されていない情報であって投資者の投資判断に影響を与えうる情報（以下「MNPI」）について、これらの未公表の情報をどのように定義付けるか、またどのように取扱うべきか、自主規制団体及び監督官庁を交えた議論が必要であると考え。しかしながら、IPO計画や今後の資金調達計画（増資）は投資する上で重要な情報であり、企業HP等で掲載することを前提に、販売用資料にも記載することが望ましい。業績見通しについては監査があることを前提とする。また高リスク資産の説明書としては、あまりにも簡素化された資料は望ましくはない。どのような資料になるにしても企業が内容を承認もしくは虚偽がない旨を宣誓などの記載があることが望ましい。

以 上