

1. 会合名	株主コミュニティ制度に関する懇談会（第7回）
2. 日 時	平成30年11月22日（木）15:00～16:30
3. 議 案	○ 中間論点整理に関する事務局説明及び自由討議 （1） 事務局説明 ○ 中間論点整理後の意見・議論の再整理及び検討事項について （2） 自由討議
4. 主な内容	○ 中間論点整理に関する事務局説明及び自由討議 （1） 事務局説明 ○ 中間論点整理後の意見・議論の再整理及び検討事項について 事務局より、中間論点整理後の意見・議論の再整理及び検討事項について、大要以下の点について説明を行った。 【再整理・検討事項】 （情報提供の在り方について） ➢顧客からの依頼に応じて公表済情報を非参加者に提供することの可否 ➢取引価格を非参加者に情報提供することの可否 ➢投資勧誘に当たる範囲の明確化の可否 （株主コミュニティへの参加に関する勧誘の在り方について） ➢制度創設時に想定された参加者層（会社の役職員・既存株主等）であることが外形的に限定できる対象顧客について、参加勧誘を可能とする案 ➢個別の株主コミュニティ参加の前段階として中間的なステータス（以下「オブザーバー」と仮称する。）を設け、参加勧誘や一定の情報提供を認める案 ➢株主コミュニティ参加者に対して、参加銘柄と同一業種や同一地域の他の銘柄の株主コミュニティへの参加勧誘を可能とする案 ➢米国の自衛力認定投資家のような考え方を導入する案 （わかりやすさ向上のためのカテゴリ分けの在り方について） ➢カテゴリ分けの要否 ➢カテゴリ分けを行う場合の方法等 ・有価証券報告書提出会社か否か等による区分 ・発行者の意向や目的に応じた区分 ・発行者の倒産リスクに応じた区分 （その他） ➢運営会員における発行者審査の在り方 ➢株式投資型クラウドファンディングとの連携 ➢上場廃止銘柄の受け皿としての機能 ➢証券保管振替機構の利用の可能性 ➢個別銘柄の経営破たん等における証券会社の責任の有無 ➢資金調達機能及び電子プラットフォームの可能性 ➢その他 （2） 自由討議 大要以下のとおり、自由討議が行われた。 【主な意見】 （情報提供の在り方について）

- 顧客からの依頼に応じて提供可能と考えられる情報は、公表済情報に限らなくてもよいのではないか。法人関係情報のような機密情報はともかく、会社内容説明書やパンフレット等の発行者が外部に提供するために作成した資料や、官報等の労力を要せず得られる情報は、提供可能としても特段問題ないものと考えられる。
- ⇒証券会社が発行者から機密に得た情報を出すのは問題になるが、発行者が外部に提供してよいと考えている情報であれば、何でもよいのではないか。ただし、虚偽の情報や不確かな情報を提供すると証券会社の責任が問われることになるので、その点は注意が必要である。
- 証券会社から情報提供可能な範囲や方法を、セーフハーバーとして例示してもらいたい。証券会社のできる行為が例示されるのであれば、株主コミュニティの利用を推し進めやすい。
- 売注文が出ていることを見て買いたい人が出てくる場合もあるが、売注文があることをウェブサイト等で掲載すれば、その行為が勧誘に当たり、問題となってしまう。そのような行為が問題とならない仕組みにしてほしい。気配値の公表ができるようになるとよいのではないか。
- ⇒過去の約定価格を知らせることは勧誘に当たらないという意見も示されており、これをセーフハーバーやガイドラインとして示すとよいのではないか。気配値の公表については、例えば「今日なら 500 円で売れる」という情報提供は、勧誘にあたる可能性があるのではないか。

(参加に関する勧誘の在り方について:オブザーバー制度)

- 株主コミュニティ制度を活用する投資者の立場としては、いきなり個別の株主コミュニティに入るよりも、事前に何らかの情報提供を受けられるのであれば、オブザーバー制度を導入することは、一歩前進であると感じる。
- オブザーバー制度に賛成する。TOKYO PRO MARKET 銘柄の募集の取扱いを行った際は、いわゆる拡大縁故募集の形となった。オブザーバー制度を利用すれば、資金調達が更にしやすくなると感じた。
- オブザーバーの考え方の一つとして、一つの株主コミュニティに参加したことをもって、他の株主コミュニティ銘柄への参加勧誘を認めるというアプローチもあるのではないか。
- ⇒現運営会員である当社の場合、個別の株主コミュニティの参加者から、他の株主コミュニティに入りたいという要望を聞くケースは全くない。ただし、今後、株式投資型クラウドファンディング銘柄について新しく株主コミュニティを組成する事例が登場すれば、そのような利用方法も考えられるのではないか。
- オブザーバー制度は分かりにくく、制度として複雑になるという印象を持っている。株主コミュニティへの参加勧誘が禁止されているにもかかわらず、オブザーバーになることを勧誘してよい理由が分からない。どのような投資者であればオブザーバーとなることへの勧誘を可能とするのか、また、オブザーバーとなった投資者に対して、個別の株主コミュニティへの勧誘はどのように行われるのか、イメージがつかめない。もう少しイメージがわくような図が必要ではないか。
- ⇒どのような投資者がオブザーバーに適しているかは、カテゴリによって異なるのではないか。特定地域の株主コミュニティに興味がある人もいれば、ベンチャーや IT に興味がある人もいる。
- ⇒オブザーバー制度を認めた場合、証券会社の営業員は、オブザーバーとなることへの勧誘を行い、実際にオブザーバーとなってもらった直後に個別の株主コミュニティへの勧誘を平気で行うことが考えられるため、このような制度は認めるべきではない。

⇒オブザーバーとなることへの勧誘を可能とするかどうかは検討が必要である。勧誘可能としなければ制度利用が進まない可能性がある一方、勧誘可能とした場合は、オブザーバーの勧誘と個別の株主コミュニティへの勧誘を一気に行えば、実質的には個別の株主コミュニティへの参加勧誘を行っているということになりかねない。

➤オブザーバー制度は現実的ではなく、仮に導入したとしても、証券会社として実務的に対応することは難しいと考えている。

⇒仮にオブザーバー制度を認めたとしても、全運営会員が導入しなければならないというものではないと考える。

➤オブザーバー制度を作るより、勧誘規制についてよく検討すべきである。

(参加に関する勧誘の在り方について:上記以外)

➤参加勧誘を可能とするか否かという観点では、米国の自衛力認定投資家のような基準がよいのではないか。この場合は、投資者の資力等をどのようにチェックするのか、あるいは自己申告制にするのかという点について検討が必要である。

➤情報開示を行っていない発行者の銘柄を投資者に勧めてよいのかという根本命題がある。そもそも勧誘制限とは、証券会社がそのような銘柄を勧めてよいのかという問題意識から設けられているのではないか。そのことを曖昧にすべきではない。

⇒有価証券の売買が証券会社の役割だとすれば、事業承継や会社の再編等で株式の譲渡が行われる際、情報開示がされていないからとの理由で証券会社が関与しないのは、証券会社が社会的使命を放棄しているように感じる。株主コミュニティ制度は、証券会社がさまざまな機能を発揮する器として役立つのではないか。何も株式の流通だけが、証券会社の役目ではない。

➤発行者の財務諸表や経営者に対する信頼は担保されないということが大前提ということであれば、発行者を知っている人や縁のある人間に対して、情報提供や参加に関する勧誘を認めることが適当と考える。

(わかりやすさ向上のためのカテゴリ分けの在り方について)

➤そもそも、株主コミュニティ銘柄をインサイダー取引規制の適用除外とする根拠は、投資者が発行者の拠点となる地域に住んでおり、その企業のことをよく知っていることにあったとされていた。ところが、そのような考え方のみでは制度そのものが発展しないことから、投資者を地域に限定せずとも株主コミュニティに参加できるという拡大解釈がなされ、さらには、株式投資型クラウドファンディングで取り扱われた銘柄まで、株主コミュニティで取り扱ってもよいということになったと認識している。このままでは、どのような銘柄を取り扱っても問題ないということになり、悪意のある会社によって制度を利用されかねない。当初考えられていた趣旨から制度の在り方を変えていくのであれば、まず一番の論点として、カテゴリ別に分けることこそが重要である。そうでなければ、議論は進まない。

⇒事実関係として、株主コミュニティ制度は地域限定でスタートしたものではなく、「ある企業について縁のある人がコミュニティに入るという仕組みであれば、情報格差の問題は小さく、インサイダー取引規制は不要である」という考え方で、制度創設当時から整理がされていた。なお、実際には地域に着目した銘柄とそうでない銘柄があることは事実であり、今後は性質の異なる銘柄が入ってくることも考えられるので、カテゴリ分けを行うことは賛成である。

	➤有価証券報告書提出会社か否かでカテゴリ分けを行う案はよいと考える。 ➤倒産リスクに応じてカテゴリ分けを行う場合、設立年月日に応じて分けることには違和感がある。 ➤倒産リスクに応じてカテゴリ分けを行う方法とオブザーバー制度を組み合わせた案が提示されているが、カテゴリ分けが適切に行われていれば、オブザーバー制度を組み入れる必要はない。 ➤倒産リスクで区分する案について、たとえ債務超過の企業であっても、技術を持っている企業であれば、その企業を支える人がいたら倒産することはないと考える。 ➤目的別に区分する案が現実的であると考え。目的によって利用の仕方が異なるのであれば、その目的によって整理しなければ、結局何をすればよいのか、あるいは、何ができるのかが分からない。 (全般、その他) ➤株主コミュニティは証券会社ごとに組成されているが、証券会社間で相互に注文を繋げることも考えられるのではないかと。 ➤日本では、いわゆるユニコーン銘柄がなかなかでてこない。そういうものが出てくるような制度改革をしてほしい。 ➤本懇談会ではさまざまな考え方を出示してもらい、規則改正の必要性の有無については、今後検討すればいいと考える。 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）