

1. 会合名	株主コミュニティ制度に関する懇談会（第9回）
2. 日時	平成30年12月19日（水）15:30～17:00
3. 議案	○ 事務局説明及び意見交換 ・「株主コミュニティ制度に関する懇談会」報告書（案）について
4. 主な内容	<p>○ 事務局説明及び意見交換</p> <p>・「株主コミュニティ制度に関する懇談会」報告書（案）について 事務局より、「株主コミュニティ制度に関する懇談会」報告書（案）について、説明が行われ、大要以下のとおり意見交換が行われた。</p> <p>【主な意見】 （勧誘規制の緩和とインサイダー取引規制について）</p> <p>➤有価証券報告書を提出している会社（以下「有報提出会社」という。）であれば参加勧誘を認める案について、グリーンシート銘柄にインサイダー取引規制が適用された経緯を懸念事項として記載するのであれば、一般の投資者への勧誘が自由に行われると流通性が増すことにより、投資者保護の観点からインサイダー取引規制を適用すべき必要性が高まることとなり、規制の見直しにより結果として株主コミュニティ制度の使い勝手は悪くなる可能性がある、というような表現にすべきである。</p> <p>⇒そもそも、適時開示について、そこまで厳格な対応を求める必要があるのか。非上場の有報提出会社や、地方新聞の報道等によって発行者の状況がよく分かる場合には、適時開示を不要とすべきとの問題提起を行ってもよいのではないか。</p> <p>⇒インサイダー取引規制は金融商品取引法上で定められており、「公表」の方法は技術的・形式的に定義されている。地方の新聞報道や有価証券報告書の提出を以て問題ないとする解釈はされていない。</p> <p>⇒本当に非上場株式を流通させなければならないという強い思いがあるのであれば、既に決まっている規制があるから駄目だと言うのではなく、規制の在り方を見直すよう、強く問題提起を行うべきである。</p> <p>⇒本懇談会における議論は、非上場株式が広く一般に流通しない程度を維持しつつ、制度の更なる利活用のために、どのような改善策が考えられるかというものである。なお、非上場株式の投資勧誘を一般の投資者へ全面解禁するということは飛躍があるが、特定の属性の投資者について、勧誘の解禁が適当と考えられる場合があれば、今後、規制の在り方を見直すことは考えられる。</p> <p>⇒米国に比べると、日本は非上場株式の取引制度が発達していないという問題がある。日本も米国のように非上場株式の取引制度を育てる必要はあるものの、流通性を一定程度に留める必要性とのバランスを考えると、本懇談会では、そこまで大きな議論へは踏み込まず、限定的議論にとどめる方がよいと考える。</p> <p>（カテゴリ分けについて）</p> <p>➤カテゴリ分けを行う理由は、そのカテゴリに応じて、参加勧誘の規制に緩急をつけるなど、取扱いに差異を設けるためではないのか。報告書の書き方として、まずはカテゴリ分けについて記載したうえで、そのカテゴリに応じた勧誘の在り方などを記載するほうがよいのではないか。</p> <p>⇒カテゴリ分けとして2つの異なる議論が行われている。1つは、オブザーバーの括りを形式的にどのようにカテゴリ化するかという点である。もう1つは、投資家の属性や発行者のカテゴリに応じて、勧誘や情報提供、または発行者審査の在り方について、取扱いの差異を設けることがありうるという点である。報告書案では、前者に関する記載が中心となっているが、後者の議論があったことも分かるようにすべきである。</p>

⇒どのようにカテゴリ分けを行い、どのような取扱いの差異を設けるかについては、本懇談会として統一見解が得られていないことから、報告書案では、カテゴリ分けについて、複数の意見・提案を紹介する形に留めている。

➤オブザーバー制度もカテゴリ分けとつなげて考えることができる。発行者の目的に応じたカテゴリ分けを行い、そのカテゴリに関心のある人をオブザーバーとして集めるというアイデアは、報告書案でも記載されている。例えば、「〇〇県」というカテゴリを設けて、そのオブザーバーになった投資者に対しては、証券会社が声をかけられるということも考えられる。また、発行者の設立年数等に応じてカテゴリ分けを行ったうえで取扱いの差異を設ける「Start-Up 銘柄応援制度（仮称）」というアイデアも、報告書案で紹介されている。

(株式投資型クラウドファンディングとの連携について)

➤株式投資型クラウドファンディングはデジタルで、株主コミュニティはどちらかと言えばアナログな仕組みのため、両者が上手くつながらないという問題がある。また、前者は一定の金額制限があり、後者は勧誘範囲の制限があるなど、勧誘の規制方法が異なることも、両者を連携させにくい要因となっている。ただ、電子プラットフォームのような仕組みまで想定すると、高度な流通性を想起させるおそれがあることから、現時点ではそこまで踏み込まず、「制度の親和性を高める規制の在り方について引き続き検討を要する」という方向性は適切であると考えられる。

⇒補足となるが、株主コミュニティをインターネット上で運営することは、非参加者が閲覧できないような工夫さえあれば、現行規則上でも十分可能である。制度のイメージとして、デジタルと非デジタルのように決めつけない方がよい。

(資金調達について)

➤株主コミュニティは、現在は資金調達の場として使われていないものの、将来的には、使い勝手をよくすることで資金調達の場となることも期待できるので、資金調達の場としての期待についても報告書で一言記載してほしい。

⇒現制度のまま、監査が義務付けられていないような新規企業が資金調達の場として本制度を利用することは賛成しかねるが、将来的に制度を改善したうえで資金調達の場として利用されることまで否定するものではないと考える。

⇒現行規則上でも、非上場企業による資金調達は可能ではないのか。

⇒本制度を利用して資金調達を行うことは制度上可能ではあるが、実際に行うとすると、勧誘対象が株主コミュニティの中に限定されることになり、株主コミュニティの参加者が確保できず、利用しにくいという問題がある。また、「店頭有価証券に関する規則」第6条に基づいて資金調達を行う場合は、監査を受ける必要があるため、実際には、利用できる企業が限られている。資金調達は本制度創設以来の課題であるものの、現時点では、ファイナンスニーズが顕在化していない。具体的なニーズが顕在化すれば、規制の在り方について改めて検討する必要がある。

⇒地方の証券会社は発行市場に参入しにくい状況にあるが、本制度を通じて発行市場に踏み込めれば、地方の証券会社でも、さまざまな経験を積み重ねて将来の活路を開くことができる。

⇒本制度は資金調達の場として利用できると考えている。なお、どのような銘柄を取り扱うにしても、一定のリスクはある。

⇒資金調達についても、報告書案の最後に一言記載する。なお、資金調達について具体的なニーズがあれば、協会に知らせていただくと、本制度の資金調達スキームの在り方を検討できるので、ご協力いただきたい。

	<p>(総括・今後の流れについて)</p> <p>➤カテゴリ分けやオブザーバー制度は、投資者にアプローチできる範囲を少しずつ広げようとするものである。この他にも、現行制度では投資者の自己申告により銘柄毎の参加者になる仕組みとなっているが、同時に複数の株主コミュニティに参加できるようにするという発想もある。また、有報提出会社や地域のようなカテゴリについて参加勧誘を可能とすることも、今後の検討課題として考えられる。いずれにしても、それぞれの案が実現可能かどうかは、当局とも相談する必要がある。</p> <p>➤本懇談会において規則改正を行うべきとの統一見解が得られた点については、報告書の公表後、「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ」において規則改正の検討を行うこととなる。また、規則改正以外にもQ&Aの改訂を行う必要があると考えている。本懇談会において要対応事項として統一見解が得られているものは以下のとおり。</p> <p>①非参加者からの求めに応じた情報提供に関する規制の緩和（規則改正検討）</p> <p>②役員、従業員及び既存株主への参加勧誘解禁（規則改正検討）</p> <p>③運営会員の業務を行いやすくするためのセーフ・ハーバーの明示（Q&A改訂）</p> <p>④発行者審査における考え方の明示（Q&A改訂）</p> <p>なお、オブザーバー制度やカテゴライズについては賛否両論あり、すぐに結論を得ることは難しいと予想される。今後の検討方法も種々考えられるが、よりよい結論が得られる方法で、なるべく多くの方に納得感が得られるようにしたいと考えている。</p> <p>➤本会合における指摘を踏まえて事務局にて報告書案の修正を行い、報告書の最終文案の決定は、座長一任とさせていただきたい。</p> <p>⇒これについて、委員一同より了承された。</p> <p style="text-align: right;">以 上</p>
5. その他	<p>特になし</p> <p>※ 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。</p>
6. 本件に関する問合せ先	<p>自主規制本部 エクイティ市場部（03-6665-6770）</p>