

1. 会合名	非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ（第12回）
2. 日時	2020年2月26日（水）10:00～12:00
3. 議案	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 株主コミュニティ制度を利用した資金調達の活用について</li> <li>2. 株主コミュニティ制度における資金調達の円滑化策（成長戦略）について</li> <li>3. 上場廃止銘柄の受け皿制度としての株主コミュニティ制度について</li> <li>4. 株主コミュニティ制度の周知活動について</li> </ol>
4. 主な内容	<p><b>1. 株主コミュニティ制度を利用した資金調達の活用について</b></p> <p>事務局より、資料1に基づき、アンケートの内容を踏まえた改善策の方向性及び検討事項等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><b>【主な意見】</b></p> <p><b>&lt;少数人数私募等に関する勧誘資料の明確化について&gt;</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 方向性は概ね賛成である。</li> <li>➤ 現行では、参加者が50名以上の株主コミュニティで私募の取扱いを行う場合は、募集に該当するおそれがあり、取扱いに踏み込むことができなかつたので、改善されればありがたいと考えている。</li> <li>➤ 勧誘対象者を選定することについて、勧誘人数が限定されているなかで、資金調達に応じる買い手をどのように集めるのかという問題がある。</li> <li>➤ 買付けよりも売付けを希望する参加者が多数存在する銘柄においては、スポンサーや持株会が買い手として想定されるため、参加者間の不公平感は生じないのではないかと考えている。</li> <li>➤ 私募の取扱いが行われていることを知らない参加者に対し、私募の実施を伝達することで、割当てを希望する参加者が現れ、対応によってはトラブルに発展する可能性も考えられる。</li> <li>➤ 新株発行の決議事項の情報を参加者が共有することは難しいのか。 ⇒第三者割当増資を行う旨の適時開示は募集に該当しないとされていることを踏まえ、私募等の取扱いの場合にも、一定程度の情報提供が認められるのかどうかを含め、当局と協議していきたいと考えている。</li> <li>➤ 株主コミュニティ制度は、証券会社による非上場株式の勧誘規制が緩和される制度であるが、参加者が50名以上の株主コミュニティでの私募の取扱いには、参加者全員を対象とすると発行会社への開示規制が足かせとなり実質的に勧誘ができないという問題が生じている。株主コミュニティの枠組みを生かし、株主コミュニティの中での私募等については、勧誘人数の制限なく、参加者に同じ情報を提供して勧誘することが可能となればよいと考えている。 ⇒米国では、非上場株式の私募について自衛力認定投資家という枠組みを用いて規制緩和がされており、取引が盛んである。株主コミュニティにおいても一定の範囲に限り、人数に縛られずに勧誘が可能となるような規制緩和も視野に入れて引き続き検討を行っていきたい。</li> </ul>

#### <参加勧誘の対象者拡大について>

- ▶ 参加勧誘対象者の拡大の方向性には賛成である。
- ▶ 発行者のグループ企業の役職員まで拡大されれば、参加者数が増えると考えられる。
- ▶ 外形的判断方法について、実務的に対応できるかどうかは疑問である。
- ▶ 株主コミュニティはそもそも会社のことを知っている者が参加する制度であるので、参加勧誘の対象者の拡大については、どこまで広げることが適当であるのか、ニーズを確認するなど検討が必要と考える。

#### <公表情報の見直しについて>

- ▶ 公表可能な情報を増やすことについては賛成である。
- ▶ 種類株式の有無等の発行済株式の状況を投資者に知らせることは重要であると考えられるため、公表可能情報に加えてはどうか。
- ▶ 募集等の取扱いを行っている旨の公表義務は、証券会社が取扱いを行う場合のみ公表が求められているものであり、発行者による自己募集・私募の場合は含まれないと認識している。元々、投資者にとって必要な情報を公表する趣旨ではないと考えている。  
⇒元々の公表義務の中に、発行者による私募等は含まれないことを明確化すべきではないか。
- ▶ 私募等の取扱いに係る決議事項の情報に限っては公表を可能とすよいはないかと考える。その場合には、勧誘に該当しないよう、一定の考え方をガイドライン等で示すことが適当である。
- ▶ 株主コミュニティの外での投資勧誘として、プロ私募等の他の投資勧誘の利用が可能となった場合に、その公表が義務付けられるのかについても整理すべきと考える。

#### <株主コミュニティ外の投資勧誘について>

- ▶ 株主コミュニティ制度は、参加者に限り投資勧誘が可能な制度であるので、参加者以外に対して投資勧誘を可能とするのは理屈として難しいのではないかと考える。参加勧誘→投資勧誘とのステップが、実務上支障があれば、Q&A等において、整理するのがよいのではないかと考える。  
⇒株主コミュニティ銘柄であることにより、他の制度が利用できないというのは望ましくはない。プロ私募等に限定した他の投資勧誘制度の利用が株主コミュニティ制度の趣旨に相反するとはいえないと考えている。
- ▶ 株主コミュニティへの参加勧誘と併行して少人数私募の取扱いを可能とし、株主コミュニティへの参加と少人数私募に応じる場合に限り、株式の取得を可能とするというアイデアについて、どう考えるか。  
⇒賛成である。株主コミュニティの外からの資金調達と株主コミュニティの参加者からの調達を同時に行いたいというニーズはあるだろう。また、資金調

達に応じる買い手を探しやすくなるのではないかと考える。  
⇒勧誘人数は49名以下とされるものの、勧誘対象の範囲は広がると考えられるが、実際にどのように行うのかは検討が必要である。  
⇒本件については、少人数私募の勧誘対象者を参加勧誘の対象者に限るといった整理が考えられるが、引き続き議論を行う必要がある。

## 2. 株主コミュニティ制度における資金調達の円滑化策（成長戦略）について

事務局より、資料2に基づき、株主コミュニティ制度における資金調達の円滑化策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。

### 【主な意見】

- ▶ 非上場株式投資や資金調達のニーズが高まっている一方で、有価証券届出書等の作成が発行者にとって足かせとなっているので、規制緩和の方向性としては賛成である。
- ▶ 規制緩和の許容性として、株主コミュニティ銘柄の流通性が制限されていることを挙げているが、非上場株式はそもそも流通性が制限されている。株主コミュニティ銘柄は非上場株式のなかでも流通性が高いといえるが、同様に他の非上場株式の取引制度についても、届出免除上限額を上げることが考えられるのではないか。  
⇒流通性が制限されているというのは、多数の一般投資者が利害関係を持つ場合に情報の公開を求めるといった開示制度の目的を参考にした趣旨である。株主コミュニティ制度は、一般投資者が広く参加するものではなく、会社をよく知る者に限定されているので、その意味で流通性が制限されていると整理している。
- ▶ 届出免除上限額の基準について、市場構造の見直しに関する議論を踏まえ、各市場の時価総額等の上場基準を参考に検討することも考えられる。

## 3. 上場廃止銘柄の受け皿制度としての株主コミュニティ制度について

事務局より、資料3に基づき、アンケートの内容を踏まえた改善策の方向性及び検討事項等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。

### 【主な意見】

#### <取次等に係る特例について>

- ▶ 取次ぎ等を行うことは実務的に検討が必要と考えるが、運営会員に対して取次ぎを受けることを義務付けるのでなければ、制度整備の一環として取次ぎ等を認めることについては異論ない。
- ▶ 保振の利用による発行者のコスト負担の問題はあると思うが、利便性を考えると、保振の利用については今後も検討していくべきだと考える。
- ▶ 上場廃止後に株主コミュニティに移行した銘柄の事例だが、株主コミュニティ

	<p>銘柄へ移行した後の方が、一定の売買が行われるようになったと聞いている。</p> <p>➤ 売買の取次ぎについて、実務上、仕切取引や売買の媒介も想定されると考えるがどうか。</p> <p>⇒規則上は両方可能であるが、実務上は売買が行われていると聞いている。上場廃止銘柄の取次ぎ等としているのは、グリーンシート銘柄やフェニックス銘柄で取次ぎが行われていたためである。規則上は取引の形態を限定せず、取次ぎ等としてはどうかと考えている。</p> <p>➤ 頻繁に売買が行われ、株価が変動する銘柄の場合、非運営会員の取次ぎによる注文は実務上可能なのか。</p> <p>➤ 二重売却のリスクを想定すると、運営会員の顧客であればトラブルにも対処できるが、取次ぎを行った非運営会員が間に入ると、問題の解決が難しいのではないかと懸念する。</p> <p>➤ 非運営会員の立場からみて、運営会員の顧客ではない投資者から取次ぎを依頼された場合、運営会員へ取次ぐべきか、それとも顧客に運営会員を案内するか、対応が悩ましい。本改善策を利用するか否かについては、あくまで各社の判断ということでよいか。</p> <p>⇒本改善策は取次ぎを義務付けるものではなく、各社のニーズに応じて使っていただくことを想定している。</p> <p><b>4. 株主コミュニティ制度の周知活動について</b></p> <p>事務局より、資料4に基づき、株主コミュニティ制度の周知活動の紹介が行われた。</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>