

1. 会合名	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（第17回）
2. 日 時	令和3年10月13日（水）14:00～16:00
3. 議 案	○ 規則改正案等について
4. 主な内容	1. 特定投資家私募関係 (1)意見照会結果対応・規則案（以下「特定投資家私募規則」という。）・特定証券情報等の検討 事務局より、資料 1-1～1-4 に基づき説明が行われ、下記のとおり質疑応答を行った。 【コメント・質疑応答要旨】 上記事務局説明後に、大要以下のとおり、自由討議が行われた。 ➤ 確認書の徴求について、株主コミュニティや株式投資型 CF 規則との整合性を合わせる観点から、特定投資家私募規則でも確認書の徴求を行うこととする、とのことだったが、改めて確認すると、株主コミュニティや株式投資型 CF 規則では特定投資家は確認書徴求の対象から除外されている。そもそも特定投資家はリスク要因等の説明及び審査を受けたうえでプロ成りしているため、他の規則との整合性という観点から考えるのであれば、確認書の徴求は必要ないのではないかと考えている。 ➤ 確認書の徴求について、店頭規則第4条の2では勧誘する投資家全てが対象であるが、これは適格機関投資家や特定投資家が自ら DD が可能であることを示すための確認書であり、特定投資家私募規則ではプロ成り個人のみが対象であるが、これは投資リスクについての確認書であり、位置付けが違うためという理解でよいか。また、確認書徴求対象には資産管理会社は含まれないという理解でよいか。 →ご理解のとおり。特定投資家私募規則では発行体の開示負担を軽減する一方で、プロ成り個人投資家に対する行為規制の一環として取扱協会会員による確認書の徴求を義務付けている次第。また、確認書徴求の対象に資産管理会社は含まれない。 →特定投資家私募規則は、法令改正により特定投資家の幅が広がることも見据え、プロ成り個人等に対する新富裕層ビジネスを拡充するものと位置付けている。既存の株主コミュニティや株式投資型 CF 制度に比べて参加する投資家の幅が広がり、証券会社にとっても新たなビジネスとなることを期待している。一方、既存の制度とは投資対象となる有価証券のリスクや性質も異なることから、投資者保護についてはより注力が必要であるとの背景があり、プロ成り個人については確認書の徴求を行う案としている。 ➤ 資料1-2、特定証券情報の内容の記載で、手取金の使途について「自社の事業計画を踏まえ、～」とあるが、事業計画を記載しなければならないのか。 →特定投資家私募規則では、特定証券情報の企業情報に事業計画を記載しなくてもよいという方向で検討しているが、一方で、発行体に抵抗感がなければ、定量的なデータ（来期の予想売上金額等）を手取金の使途と関連する形で記載いただくことも視野に考えている。 (2)追加検討事項 事務局より、資料 1-5、1-6 に基づき説明が行われ、下記のとおり質疑応答を行った。 【コメント・質疑応答要旨】 上記事務局説明後に、大要以下のとおり、自由討議が行われた。 ➤ 資料1-6のP.1の記載について、ミドル～レイター期のスタートアップ企業の

	エクイティファイナンスにおいては大半が異なる種類の有価証券を発行して募集を行っているという理解している。したがって、記載されている対応策については特段支障ないと思うが、まれに一貫して普通株式でファイナンスを行っているスタートアップ企業もある。そのような企業に対しては、取扱証券会社から法令上の制限、また対応策（種類株の発行）について説明する必要がある。 ➤ 特定投資家私募規則が施行される際には、一度特定投資家私募を行うと、同一種類の有価証券については原則として他の種類の私募を行うことができない、ということを協会からも周知してほしい。 ➤ 資料 1-5 について、投資勧誘対象顧客にプロ成り個人を含めないことを取扱証券会社の方で独自に決めてもよいのか。 →商品ごとのリスクの高さ等に応じて、投資勧誘対象顧客にプロ成り個人を含めずに運用するという事は十分考えられる。 ➤ 規則案に記載のある「検証」は、資料 1-5 の手続きを指しているのか。それとも、審査、検証、資料 1-5 にある手続き、という三段階を想定しているのか。また審査における「確認」とは、どの程度求められているのか。 →「検証」は資料 1-5 の「投資勧誘対象「個別銘柄」の選定」を想定した記載である。具体的な検証の方法については皆様のご意見を踏まえて Q&A で示したいと考えている。 ➤ 資料 1-6 の P. 2 について、特定投資家向け有価証券として扱った有価証券は一般投資家を相手方として売却できないとあるが、発行体からの紹介等、勧誘に当たらないケースでは対応できるのか。また特定投資家向け有価証券を扱うことで、証券会社にセカンダリーの依頼が来た際、過去に発行され、現在は一般投資家が保有している種類株を特定投資家私売出しとして扱うことに問題はないか。 →ご理解のとおり。 ➤ 今回の規則の対象となっている発行体は基本的に株式に譲渡制限がかかっているかと思う。会社法 139 条等にあるとおり、特定投資家である株主が株式を売却するにあたって会社に譲渡承認を求めたものの、会社によって譲渡が拒否された場合、発行体を買取先を探す、もしくは発行体自身が買い取る必要が出てくるかと思うが、このあたりについてどのように整理されているのか。発行体自身が買い取ることもできないとなると、発行体としては譲渡先となる特定投資家を探す等負担が大きくなってしまう。 →会社法上の規定は免れられない。このような規定があることは十分周知していきたい。 2. 店頭有価証券規則関係 事務局より、資料 2 に基づき説明が行われ、下記のとおり質疑応答を行った。 【コメント・質疑応答要旨】 上記事務局説明後に、大要以下のとおり、自由討議が行われた。 ➤ プロ成り個人も店頭規則第 4 条の 2 の対象に加えることについては DD 可能かの判断が非常に難しいため、慎重になるべき。また、譲渡制限の撤廃については流動性の拡大の観点からも異論はない。 ➤ プロ成り個人も店頭規則第 4 条の 2 の対象に加えることについて、自ら DD 可能な投資家が行う DD と新設される特定投資家私募において想定される投資家と発行体とのコミュニケーションを比べた場合に、実態として大きな差は生じない可能性があると考えており、そうであれば法人か個人で垣根を設ける必要はあまりないのではないかと考える。DD 可能なプロ成り個人というのは存在すると思うので、そのような投資家の投資機会を拡大するような検討をすること自体には意義があるのではないかと考える。
--	---

- プロ成り個人も店頭規則第4条の2の対象に加えることについての検討自体には賛成。現在もエンジェル投資家がシード・アーリー期に投資を行っていることや、現在も適格機関投資家として届け出ている個人は現在も対象内であることに鑑みると、今回の検討は実情に合っているのではないかと。「DD 可能な」特定投資家を対象としている規則なので、個人であるからという理由で排除しなくてもよいと考える。
- そもそも発行体のニーズを慎重に見極める必要があるのではないかと。スタートアップ企業が株主として想定しているのは、エンジェル投資家やスタートアップ界限で名の知れた投資家など、現在証券会社が顧客としていない投資家であると思うが、どれにも当てはまらないプロ成り個人投資家を取扱協会の仲介の下で対象に含めることにどの程度ニーズがあるのかは不明である。
- バイサイドの皆様は本件について見解を伺いたい。
→個人であることを理由に排除するのではなく、適切に運用されるのであればプロ成り個人を対象に含めることは有意義であると思う。
→投資家の裾野が広がることはよいと思うが、一方で投資者保護の観点から、何を担保に DD 可能と判断するかが非常に難しいと思う。
- 皆様のおっしゃる通り、本件は投資家の裾野が広がる一方、投資者保護の観点も考えていく必要がある。今後も検討は行うものの、制度の利用実績が増えてから判断することでよいのではないかと。

3. 株主コミュニティ・株式投資型 CF 規則関係

事務局より、資料3、4に基づき説明が行われ、下記のとおり質疑応答を行った。

【コメント・質疑応答要旨】

上記事務局説明後に、大要以下のとおり、自由討議が行われた。

- 資料3のP.3について、有価証券報告書提出会社は会社関係者等以外の投資者に対する株主コミュニティの参加勧誘を可能とする、とあるが、これについては慎重に議論する必要があると考えている。現状株主コミュニティは発行体をよく知る投資家が取引を行うものという前提があるかと思う。株主コミュニティを活性化させること自体は異論ないが、情報の格差が生じる恐れや、インサイダー規制の適用外となっている観点からも、ここについては慎重になる必要がある。
- 今回の株主コミュニティ規則の改正案では、特定投資家への参加勧誘を可能とする、とあるが、この場合の確認書の徴求はどのタイミングで行えばよいのか。また、資料3のP.3について、有価証券報告書提出会社の銘柄については、会社の情報が知ることができるため、投資勧誘禁止の例外となっている会社関係者以外の一般投資家にも参加勧誘が行えるという理解でよいのか。
→特定投資家に対しては確認書の徴求は必要ない。また、資料3のP.3についてはその理解。
- 株主コミュニティの参加勧誘対象拡大については賛成である一方で、有報提出会社であればどの顧客に対しても勧誘できるというのは範囲が広すぎるのではとの懸念もある。有報提出会社であっても、参加勧誘の対象となる顧客は、社内規則において一定の基準（預り資産等）で絞ることも必要ではないかと考える。
- 株主コミュニティの参加勧誘対象拡大には賛成だが、有価証券報告書提出会社の参加勧誘対象拡大は、発行体からのニーズを現在確認できていないことや、発行体によっては参加者を選定していることから、実務的にハードルが高いため慎重になるべきだと思う。
- 株主コミュニティの取扱規模はどの程度か。
→昨年までを平均すると店頭取引が年間5億円程度だが、今年は10月4日ま

	でで8億円程度取引があり、増加傾向である。私募についてはこれまでに22億円程度の発行実績がある。 ➤ 株式投資型CFの発行可能総額の引上げ及びこれに伴う有価証券届出書の届出義務の緩和について、法改正が必要となる事項である。この件については発行体からのニーズは確認しているものの、投資者保護の観点からも極めて慎重な議論が必要であると認識している。現在株式投資型CFは投資継続中の案件が多く、判断をするには時期尚早ではないか。投資家がリスクを十分に理解して投資しているのか、第一種少額電子募集取扱業者の発行体に対する審査は適切か等、投資者保護の観点から慎重議論する必要がある。 また、本WGは、市場制度WGの本年6月の報告内容を優先的に議論するものと理解している。 ➤ 株式投資型CFの制度改善案については賛成。他方で、株式投資型CFの発行可能総額の引上げについては、多数の案件が投資継続中であるとの理由で慎重な検討が必要とのご発言があったが、当社で取扱いのある発行体は設立より2～3年で、2020年度のIPOの平均設立年数は15年程度であることを考えると、発行体の成長を10年、15年待ってから検討されるというのは苦しいところがある。今後も金融庁と連携しながら、継続的な検討を行っていきたい。 ➤ 株式投資型CFについて、特定投資家の投資上限額が撤廃されることにより、そもそもCFという形態で出資をすることの目的が問われるようになるのではないか。この点についても議論が必要ではないだろうか。 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）