

1. 会合名	株主コミュニティ制度に関する懇談会（第2回）
2. 日時	平成30年5月23日（水）15:00～16:30
3. 議案	<p>1. 主な検討事項・論点（案）</p> <p>2. プレゼンテーション及び意見交換</p> <p>（1） 柘植委員（富士通株式会社）</p> <p>○ 富士通のCVC活動について</p> <p>（2） 呉委員（一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会）</p> <p>○ VCにおける新規・成長企業等に対する投資と株主コミュニティ制度への期待</p>
4. 主な内容	<p>1. 主な検討事項・論点（案）</p> <p>事務局より、資料1に基づき、第1回会合での意見等を取りまとめた本懇談会における主な検討事項・論点（案）について、説明が行われた。</p> <p>また、本検討事項・論点（案）は現時点のものであり、今後の会合での意見等を踏まえ、適宜、検討事項・論点を追加することについて、事務局より説明が行われた。</p> <p>【主な意見】</p> <p>➤「1. 検討の前提・観点」の「（2）引き続きインサイダー取引規制の適用対象外とすること。」に関し、株主コミュニティ制度（以下「本制度」という。）の創設時の検討において、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ための条件は、発行者が地域に根差した企業であって、投資家も当該地域に限定することであったと認識している。例えば、株式投資型クラウドファンディングで資金調達した後の流通の場として本制度を利用する場合、投資家は特定の地域に限定されず、発行者のことを良く知らない者が株主コミュニティに参加する可能性がある。このような場合において、本制度にインサイダー取引規制を導入すべきとの見方が生じることが懸念される。</p> <p>⇒金融商品取引法第67条の18に規定される取扱有価証券はインサイダー取引規制の適用対象となっているものの、株主コミュニティ銘柄は取扱有価証券から除外されているため、インサイダー取引規制の適用対象外となっている。1.（2）の趣旨は、この現状を前提としたうえで、本制度の利用拡大に向けた検討を行うことを意図している。なお、特定の地域に限定せずとも、ベンチャー企業の場合は経営者の知人など、発行者のことを良く知る者は多数存在することから、株主コミュニティの在り方は特定の地域に限らず、様々な枠組みが考えられる。</p> <p>➤本制度は参加勧誘禁止などの規制が厳しい一方、他方ではインサイダー取引規制の適用除外であるなど非常に緩やかな規制となっており、今後、本制度の利用が拡大すると、一部の発行者等が悪用する懸念がある。</p> <p>⇒そのようなことが起こらないように、今後、議論を行っていく必要がある。</p> <p>➤「2. 現行制度の課題等」に関し、現在、当社が運営している株主コミュニティ銘柄の発行者は、決算情報などのIR情報を発行者自身のウェブサイトに掲載し公表しているが、参加勧誘禁止の観点から、当社は、株主コミュニティの非参加者に対して、当該IR情報を提供できない。その点が課題として挙げられる。</p> <p>➤本懇談会の検討の結果、本制度の更なる利活用のためには法令改正が必要であるとの結論に至った場合には、当局に法令改正を要望することもあり得るのか。</p> <p>⇒本懇談会の目的は本制度をより使いやすくするために検討を行うものであり、検討の結果によっては、法令改正を要望することも考えられる。</p>

2. プレゼンテーション及び意見交換

(1) 柘植委員（富士通株式会社）

○ 富士通のCVC活動について

柘植委員より、資料2に基づき、富士通株式会社におけるCVC活動の概要及び株主コミュニティの利用が想定される場面等について、プレゼンテーションが行われるとともに、意見交換が行われた。

【主な意見】

- これまでに3つのファンドを設立したとあるが、異なるファンドで同一のベンチャー企業に投資することはあるのか。
⇒ 件数は多くはないが、同一のベンチャー企業に追加出資することもある。
- 既存のファンドを清算し、新たなファンドを組成している理由は何か。
⇒ ファンドの規模が大きくなると、その分だけ会社の財務状況にインパクトが大きくなるため、複数のファンドを組成している。新たなファンドを組成する際には、その都度、投資目的や投資対象について、社内で合意形成を行っている。
- ベンチャー企業との協業プログラムに関し、協業企業を募集する段階において、求めている技術や分野に関する情報はどの程度公表するのか。
⇒ 募集段階において詳細な情報を公表すると応募数が減ってしまうことから、ネット等での募集段階で具体的な情報は公表していないが、対面の場面では具体的な話をする。
- 出資検討時のデュー・デリジェンスにおける事業部門とコーポレート部門の役割分担について教えていただきたい。
⇒ 事業部門が協業によるシナジー効果や事業計画を調査・分析し、コーポレート部門は会社全体のデュー・デリジェンス及び最終的な投資判断に関与している。
- 出資後のエグジットのタイミングや譲渡先をどのように決めているのか。
⇒ 5年をエグジットの目安としているが、あくまでも目安であり、協業がうまく進んでいる場合にはエグジットを行わないこともある。他方で、協業がうまくいかない場合や、出資先企業が新たなパートナーを見つけた場合には、エグジットを検討する。理想的な譲渡先は当該出資先企業の新しいパートナーとなる企業であるが、多くの場合は、経営者や既存株主への譲渡によりエグジットを行っている。
- 出資を行う場合の株価の算定はどのように行っているのか。
⇒ DCF法や類似企業比較法などで算定しつつ、最終的には出資先企業との協議によって決定する。
- 出資先企業の新しいパートナーとなる譲渡先が見つからず、既存株主も譲渡に応じない場合に、エグジットの受け皿として株主コミュニティを利用するということか。
⇒ 受け皿と考えているのではなく、エグジットにおける一つの選択肢として株主コミュニティが利用できれば良いと考えている。

(2) 呉委員（一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会）

○ VCにおける新規・成長企業等に対する投資と株主コミュニティ制度への期待

呉委員より、資料3に基づき、VCにおける新規・成長企業等に対する投資の概要及び本制度の利用が想定される場面等について、プレゼンテーションが行われるとともに、意見交換が行われた。

【主な意見】

- ファンドの運用期間が終了してエグジットを行う際、将来性や成長性がある企業であれば、株主コミュニティの外でも売り先は見つかると考えられるが、株主コ

	<p>コミュニティを利用して売却する場合としては、どのようなものを想定しているのか。</p> <p>⇒誰が見ても将来性や成長性があると評価できる企業や1～2年後に上場を予定している企業であれば、株主コミュニティの外でも売り先は見つかる。しかし、将来性や成長性を有し、継続して配当を行っているような企業であっても、例えば、上場の見込みが5年後である企業や、経営方針を変更して上場しないこととした企業の場合、すぐに売り先が見つかるとは限らない。このような場合のエグジットの一つとして、株主コミュニティは利用できると考えている。</p> <p>➤VCは優先株で投資することが一般的とされているが、価格算定はどのように行われるのか。</p> <p>⇒通常時は普通株と議決権の内容が同じ優先株であっても、M&Aが発生した場合には議決権が2倍になる等の条項が付けられるものもあり、優先株に付される条項によって価格が非常に高くなる場合がある。価格の算定方法については、個別銘柄によって異なるため、正解がある訳ではない。</p> <p>➤運用期間が終了したファンドは、保有銘柄を全て一括で売却しなければならないのか。後継ファンドで一部を継続して保有しつつ、一部を株主コミュニティで売却することや、運用期間の途中で一部を株主コミュニティで売却することは可能か。</p> <p>⇒運用期間が終了した場合は全てを売却しなければならないが、売却先は一か所でなくてもよく、後継ファンドで一部を継続して保有することも考えられる。ただし、価格の妥当性を説明できるかという観点から、後継ファンドで購入する場合には他の第三者も購入していることが望ましい。また、売却理由の整合性を説明できるのであれば、運用期間の途中で売却することも可能である。</p> <p>➤VCから多額の出資を受ける企業は東京に集中しており、また、VCが存在しない地域もあるという話があったが、地域企業を応援するという観点では、地域企業と東京のVCを繋ぐパイプが必要である。株主コミュニティを利用して、地域企業と東京のVCを繋ぐ仕組みができないか。</p> <p>⇒地方には、地域企業にエンジェル投資を行う地元の投資家がいると考えられる。そのような投資家が株主コミュニティに参加して地域企業を応援し、ある程度成長したところで東京のVCが出資するという流れが作れると良い。なお、東京のVCが出資を行う場合には、株主コミュニティ内で株式を買収したうえで、出資を行うことも考えられる。</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 (03-3667-8481)</p>