

1. 会合名	非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会（第1回）
2. 日 時	令和2年11月30日（月）13:30～15:00
3. 議 案	○非上場株式の取引制度・関係者から提起されている諸課題について（事務局説明） ○本懇談会における検討課題や検討の進め方について（フリーディスカッション）
4. 主な内容	1. 本懇談会の設置趣旨等について 事務局より、資料に基づき、本懇談会の設置趣旨及び当面の検討課題について説明が行われた。 2. 事務局説明 事務局より、非上場株式の取引制度・関係者から提起されている諸問題について、資料2に基づき、説明が行われた。 3. 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】 《総論について》 ・非上場株式の発行・流通市場の活性化のニーズ・期待する効果 ➤ 非上場株式市場の活性化を主題として掲げた懇談会の設置は初めてではないか。大変画期的だと思う。 ➤ VC投資のうち、特にレイターステージの投資規模が日米で大きく差が開いており、日本国内の流通取引・IPO機会は海外に流れている現状がある。検討にあたっては、海外資金をいかに呼び込むかといった観点も必要であると考ええる。 ➤ 海外では非上場株式に投資を行う公募型の投資信託も存在しており、日本でも同様の取組みが広がれば非上場株式投資が促進され、流通取引が活発化し、投資機会が広がると考える。機関投資家に対する非上場株式の投資機会を増やしていくことは非常に重要と考える。 ➤ 成長企業の資金調達ニーズや、非上場株式の流動化への潜在的なニーズは高まっており、投資家層が拡大することの恩恵は大きいと考える。また、低金利等の環境を背景として、投資家側による非上場株式への投資ニーズも高まっている。 ➤ ベンチャーエコシステムの環境整備は証券業界全体で取り組むべき重要な課題であり、適切に整備できるよう対応することが望ましい。 ➤ 上場を目指す非上場企業にとって、アンダープライシングの問題は非常に悩ましい。上場株式市場が健全な形で形成されるための非上場株式市場という観点も重要である。 ➤ 投資家がVCファンドへの出資を躊躇う背景の一つに、IPO市場のボラティリティの高さがあり、成長資金の拡大がボラティリティを過度に高めることないよう、安定性、継続性の面も重視して頂きたい。 ➤ 非上場株式の発行・流通市場の活性化を通じて市場の価格発見機能を充実させることができれば、投資家にとっての選択肢も増やすことにつながると考える。 ➤ 本検討により、非上場企業の企業価値評価の適正化も間接的な効果として期待できるのではないかと。 ・海外制度を参考にした検討 ➤ 米国において利用されている制度や流通市場の制度がそのまま日本に適用できるとは限らない。米国でも問題視されている部分があるので、米国の制度を単純にモデルにするのではなく、全体を見据えたうえでどのように日本の制度

	に導入するかが重要である。 ➤ 英国の政府主導の EIS と VCT というスキームは、スタートアップ企業に対して投資する際の手厚い税制優遇であるが、日本にも参考にできないか。スタートアップ企業への投資はリスクが大きいいため、EIS と VCT のような投資への対価がなければ活性化は難しいのではないか。 ・規制の見直しにあたって検討すべき事項等 ➤ 日本のユニコーン企業の底上げという観点をもつか否かで検討の方向性が異なってくるので、まずは同じ目線で議論ができるような整理が必要ではないか。 ➤ 規制の見直しとの投資者保護とのバランスをみて検討すべきである。 ➤ 投資家の範囲を拡大すると、それに合わせて一番保護が必要な投資家に焦点を当てて規制の水準を考える必要がある。その点を念頭に置いて対象とする投資者の範囲を検討した方がよい。 ➤ 反社会的勢力・反市場勢力の徹底的な排除や、株主間契約への配慮、募集/勧誘行為段階における種類株式の内容（特に残余財産優先分配条項やドラッグアロング条項等）の説明をブローカー/ディーラーが責任を以て行うことなど、発行体に手間がかからないようにする制度設計が必要である。また、投資家保護の観点ばかりでなく投資家責任目線で制度設計することも検討すべき。 ➤ 開示規制の観点では、開示だけではなく説明や対話等の他の方法と組み合わせた柔軟な規制について検討できるとよいのではないか。 ➤ 単純な規制緩和では、大きな案件のみ取り扱う証券会社が現れる可能性がある。実態に合う規制緩和を検討すべきである。 ➤ 非上場株式の流通市場も含め、競争力のある企業が非上場から上場後も含めて健全に成長できる仕組みや市場構造を整えることが重要である。 ➤ 本懇談会での検討は、成長資金の供給といった観点での検討が中心だと思うが、事業承継や地方創生のための非上場株式取引の活性化といった観点も重要であるので、本懇談会でないとしてもいづれどこかの場で検討を行う必要があると思う。 《個別の論点について》 ・株式投資型クラウドファンディング ➤ 株式投資型クラウドファンディングの少額要件と合算要件がリスクマネーの供給に対して障壁となっていると認識している。両規制のため、アーリーステージの企業案件が中心とならざるを得ない状況であるが、ミドル・レイター企業による 1 億円以上の資金調達需要や個人投資家による 50 万円以上の投資需要も確認している。 ・株主コミュニティ制度 ➤ 株主コミュニティの DX 化がなかなか進んでいない。投資家目線で利用しやすいような制度設計を構築すべきではないか。 ➤ 株主コミュニティを活用した資金調達の実績がほとんどないことが課題である。同制度を利用した 1 億円以上の資金調達のニーズは多く寄せられている。 ➤ 株主コミュニティの検討にあたっては、株式投資型クラウドファンディング制度との連携は重要な視点であるが、それ以外の手法も含めて、多角的視点で検討を行うべきである。 ・非上場株式の投資勧誘原則禁止規定 ➤ 日本の逆ピラミッド的な市場構造が構築された背景には、市場第二部の開設（1961 年）などの政策的措置があり、歴史的経緯があるので、長期的な視点で
--	---

	の大きな発想転換が必要ではないか。 ➤ 金商法では非上場株式の取扱いが禁止されていないにもかかわらず、協会規則で原則禁止としているのは規制の構造上いかなものか。現行の原則が禁止、例外が容認という規律の原則と例外を入れ替えるような、抜本的な見直しを本懇談会で提言してもよいのではないか。 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）