1. 会合名	引受けに関するワーキング・グループ（第100回） 引受審査に関するワーキング・グループ（第9回）
2. 日時	2022年10月26日（水）16:00～17:30
3. 議案	1. ベンチャーファンド市場の制度整備を踏まえた対応について 2. 不動産等を信託財産とする受益証券発行信託の引受けについて 3. その他
4. 主な内容	<p>1. <u>ベンチャーファンド市場の制度整備を踏まえた対応について</u></p> <p>東京証券取引所及び事務局より、資料に基づき説明が行われた後、大要以下のとおり意見交換が行われた。</p> <p>【主な発言】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 投資法人債券は、「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）上、社債券等に含まれるのか。 → ご理解のとおり。（事務局） ・ 資料1-1、9ページでは、運用体制等に関する報告書の主な記載事項として、未公開株等評価機関等の体制の状況が示されているが、具体的にどのような内容が記載されるのか。また、未公開株等評価機関は具体的にどのような役割を担うのか。 → 9ページの1点目の「選定方針及び概要」については、資産運用会社が未公開株等評価機関をどのように選定したのか、また、選定した未公開株等評価機関の概要を記載していただくことを想定している。 2点目の「未公開株等評価機関の独立性」については、投資法人及び資産運用会社と委託先の未公開株等評価機関との間に、資本関係、人的関係、取引関係があるか、関係がある場合においては、その関係に合理性・妥当性があるのかという観点から独立性を判断いただき、報告書に記載いただくことを予定している。 3点目の「業務内容及び評価体制」については、未公開株等評価機関の人員、業務の内容、ベンチャーファンドの投資先を評価する者の経験及び評価体制などを記載いただく予定である。 4点目の「未公開株等の評価方法」に関して、東証「上場審査等に関するガイドライン」において、ベンチャーファンドの新規上場審査に係る項目として「未公開株等の評価の適正性」を設けており、「運用資産である未公開株等及び未公開株等関連資産の評価を未公開株等評価機関に委託していること」、「未公開株等評価機関について、資本関係、人的関係、取引関係その他の関係を総合的に勘案し、新規ベンチャーファンド上場申請者からの独立性が確保されている状況にあると認められること」等を規定していることから、これを踏まえ未公開株等評価機関を選定し、評価方法等について記載いただくことを想定している。5点目の「特定資産の価格等調査者の選定方針

及び概要」に関して、投資信託及び投資法人に関する法律上、資産運用会社には特定資産の価格について調査義務がある。REITについては、不動産鑑定評価機関等による調査を必須とされており、日本で過去上場していたベンチャーファンドにおいては、価格の調査は監査法人により行われたと理解している。(東京証券取引所 上場推進部)

→ 未公開株等評価機関が資産運用会社に対して、個別銘柄について投資判断のための評価レポートの提出まで求めるものではないという理解でよいか。

→ ご理解のとおり。有価証券上場規程第1312条第5項、有価証券上場規程施行規則第1326条第4項及び同施行規則別添8「運用資産に係る書面の記載要領」に基づき、ベンチャーファンドについては、週次で1口当たり純資産額を公表することが求められており、個別銘柄ごとに評価を行いNAVが公表されることとなるが、ファンド内の投資先ごとの個別の価格は対外的に公表されない。なお、「運用資産に係る書面の記載要領」では、未公開株等評価機関による「未公開株等及び未公開株等関連資産への投資額(評価額)」及び「1口当たり純資産額」の算定数値を参考情報として記載することが求められている。

資産運用会社による投資先選定の適正性については、「資産運用等の健全性」という項目で上場審査を行い、運用体制等に関する報告書の「未公開株等評価機関等」の項目では、あくまで未公開株等評価機関の体制等について記載いただく想定である。(東京証券取引所 上場推進部)

・ REITは不動産の各専門家が種々の確認を行った上で物件の収益見通しを確認しているが、ベンチャーファンドではそれらに類するものが確認しづらく、引受審査において投資先の非上場会社の評価を確認することは困難だと考える。

→ ご指摘いただいた点は今後検討すべき事項と考えている。引受規則上、REITのIPOにおいては、引受証券会社が投資法人のガバナンス体制を審査し、かつ「エンジニアリングレポート」によって個別の物件を審査することとされているが、ベンチャーファンドにおいてはエンジニアリングレポートに相当する資料が存在しない。東証の制度要綱(「ベンチャーファンド市場の健全な発展に向けた上場審査基準等の整備について」)によれば、東証の上場審査では、あくまで投資法人のガバナンス体制を審査するにとどまり、投資先の非上場会社の審査は行わないと理解している。こういった点を踏まえ、証券会社の引受審査で投資先の非上場会社を審査する必要があるか否かを今後検討する必要があると認識している。(事務局)

・ REITであれば、投資物件の出資計画やテナントとの契約状況等を確認することが比較的容易だが、ベンチャーファンドについて、投資先の非上場会社の出資計画や事業計画の確認を行うことは困難だと思料する。投資先の非上場会社の審査方法については今後検討が必要ではないか。

- ・ 東証の制度要綱において、「ベンチャーファンド市場の商品特性を踏まえ、販売者が、適切な勧誘開始基準の設定等を含め適合性の原則に則した販売・勧誘を行い、投資者が適切な投資判断を行えることが重要と考えます。」との記載があるが、ベンチャーファンドは通常の上場株券等と異なり、勧誘する投資家を限定することも想定しているのか。
 - 当該制度要綱で勧誘開始基準、適合性の原則に言及しているのは、ベンチャーファンド市場の健全な発展のために、取引所における制度整備に加えて、販売者・関係者における適切な対応が期待されることをメッセージとしてお示しする趣旨である。対応を勧誘開始基準の設定に限定する意図ではなく、実務面を考慮した実効的な対応を期待したものである。(東京証券取引所上場推進部)
- ・ 過去上場していたベンチャーファンドについて、投資先の非上場会社の財務諸表の正確性はどのように確認していたのか。
 - 投資先としてミドルステージ、アーリーステージの企業が多かったことから、監査法人による監査が行われていなかった企業もあると推測している。
 - 承知した。通常の IPO と同様の考え方で引受審査を行うことは難しいと理解した。

2. 不動産等を信託財産とする受益証券発行信託の引受けについて

事務局より、資料に基づき説明が行われた後、大要以下のとおり意見交換が行われた。

【主な発言】

- ・ 論点①について賛成である。現行の引受規則第 2 条第 1 号で規定されている「株券等」において、「不動産投資信託証券」と「インフラファンド」が別々に定義されていることを考慮すると、「受益証券発行信託」全体について議論するのではなく、「不動産等を信託財産とする受益証券発行信託」について議論することで問題ないとする。なお、今後、不動産に限らず、インフラ資産を信託財産とするセキュリティ・トークン（以下「ST」という。）についても WG において検討させていただきたいと考えている。

論点②についても賛成ではあるが、株券等の定義に受益証券発行信託を追加した場合に、ST の引受実務を踏まえ、適切な除外規定等を設けることが必要な条項もあると考えられる。例えば、引受規則第 22 条の「株価推移等の公表」について、不動産 ST の引受けを行う場合、発行者が株価情報を公表することは困難であると思料する。

論点③について、独立引受幹事会員を用いた適用除外スキームの対象有価証券範囲を拡大することに賛成であるが、資料に記載のとおり、実現には金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「業等府令」という。）の改正が必要となる

ため、関係者との連携が必要と考える。

論点④について、証券会社の親法人等・子法人等が発行する有価証券の引受けを行う場合、発行価格の妥当性、透明性の担保は重要であると認識しているが、現状のマーケットの状況を踏まえると、不動産 ST について、ブックビルディングによる価格決定を行うことは難しいと考える。現状、ST の市場規模は小さく、価格発見能力が高いとされる機関投資家の参入も限定的であることから、需要調査を行ったとしても、価格決定の参考となる情報が得られるかは不透明であるため、ブックビルディングの導入が価格発見の妥当性につながるとは限らない。現行の実務ではブックビルディングが行われていないことも踏まえ、別途、適切な方法を検討することが望ましいのではないかと。

- ・ 論点④について、マーケットの規模が小さく機関投資家の参入も限定的であることから、ブックビルディング以外の価格決定方法を規定しておく必要があると考える。

また、ブックビルディングを行った場合、公正な配分が困難であり、希望する投資家に集中して配分することも考えられるため、「株券等の募集等の引受け等に係る顧客への配分に関する規則」上も例外規定を設ける等を検討する必要があると思料する。

→ いただいた点については今後検討したい。発行価格の決定については、業等府令第 153 条第 1 項第 4 号ニにより、引受けに係る発行価格に引受幹事会社が適切な価格に関与していることが求められている点も踏まえ、関係者で議論が必要であると認識している。(事務局)

- ・ 引受規則第 9 条第 2 項第 4 号では発行価格の決定をブックビルディングにより行うことが明記されているが、この規定を設けた背景は何か。

→ 親法人等又は子法人等が関与する行為の制限の例外規定として、業等府令第 153 条第 1 項第 6 号ハにおいて、「需要の状況に関する調査」を行い、発行条件が決定された場合と記載されている。当該記載は、従前「ブックビルディング」と規定されていたものが、2007 年の金融商品取引法改正の際に「需要の状況に関する調査」に置き換わったと理解している。推測であるが、価格決定に適切に関与することについて、法令上規定している「需要の状況に関する調査」を適切に行ったということ、引受規則上「ブックビルディング」と明記したのではないかとと思われる。(事務局)

- ・ 不動産 ST については、私募ファンド・私募 REIT において採用されている「不動産鑑定評価額」をベースとした NAV に基づいて価格決定を行い、商品販売を行っている。REIT の審査基準を踏まえて引受審査について議論が進んでいくものと理解したが、REIT の場合は償還期限がない一方、不動産 ST は一定期間で償還されるという違いがある。REIT と不動産 ST の運用体制は異なると思われる点もあることから、ガバナンスの審査の観点で差異を設ける必要性などに

	<p>についても今後の論点になると考える。</p> <ul style="list-style-type: none"> 不動産 ST については投資法人自体が上場しないと考えられるため、コーポレートガバナンスや内部管理体制について引受証券会社が審査しない場合、審査が行われないまま投資者が出資することになる。現状、日本 STO 協会の規則上も当該項目の審査は求められておらず、証券会社により審査の有無が分かれている等、対応に幅がある状態であるため、引受審査について何らかの指針等が必要ではないか。 引受審査について、基本的には REIT の審査項目を基準に検討することによってよいと思われるが、内部管理体制等の審査については別途、検討の必要があると考える。 <p><u>3. その他</u> 特になし</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>