

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4回）
2. 日時	令和3年4月23日（金）15:00～17:00
3. 議案	<p>1. 投資家側からみた取引制度の課題・解決策 （投資家からのプレゼンテーション）</p> <p>2. 米国でのプライベートプレースメントについて （モルガン・スタンレーMUFG証券からのプレゼンテーション）</p> <p>3. その他（事務局説明） ・非上場株式取引制度の改善策（案）について</p>
4. 主な内容	<p>1. 投資家側からみた取引制度の課題・解決策 （投資家からのプレゼンテーション） エンジェル投資家（川田様）・松本委員・村田委員・丸山委員より投資家側からみた取引制度の課題・解決策について資料1～3のとおり説明が行われた。</p> <p>2. 米国でのプライベートプレースメントについて （モルガン・スタンレーMUFG証券からのプレゼンテーション） モルガン・スタンレーMUFG証券より、米国でのプライベートプレースメント（私募）について大要以下のとおり説明が行われた。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・米国プライベートプレースメント市場は活況であり、従来上場株式を主な投資対象としていた機関投資家がプライベート調達案件に参加する事例も散見される。 ・機関投資家はミドル・レイターステージでの調達に参加してくるケースが非常に多い。 ・日本のスタートアップ企業が時価総額の大きくない段階でIPOを急ぐと、海外を含めた機関投資家が積極的に投資を行う対象になりにくい。 ・レイターステージは、海外機関投資家からのスイートスポットとなる。証券会社の持っている、投資家との関係性は日本においてもうまく活用できるのではないか。また、証券会社としても海外の機関投資家とスタートアップ企業が接点を持つ場を提供しており、投資家からの関心も高まっている。 ・総合的に考えると、証券会社はスタートアップ企業・VCがあまり関係性を持っていない海外投資家へのアクセスを可能にする。また、IPOを見据えた場合のパブリック投資家が気にする点等を、証券会社の知見からアドバイスすることが可能となるのではないか。 <p>【コメント・質疑応答要旨】 上記1.及び2.のプレゼンテーション後に、大要以下のとおり、各委員による質疑応答が行われた。</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 資料1内では一種の「コミュニティ」、またその内部で通用する「暗黙ルール」が存在し、ルールを知らない方が入ることによる無用の混乱が起こることは避けたいとのことだが、証券会社の立場としては投資家の選別は難しい。例えば、個人の方であっても証券リテラシーを持つ方であれば、この「コミュニティ」にも参加することを可能にするというやり方についてはどう思うか。 ⇒この議論は、シード段階とミドル・レイター段階は切り分けたほうがよい。プレゼンの内容はシードの段階でエンジェル投資家等の個人投資家が入る場合について言及しており、この段階では証券会社の関与ニーズがない。従って、シード段階においては規制的な枠組みを設けてほしくない。ミドル・レイターステージで個人が入ることは現状ないため、その段階での証券会社の関与について焦点を絞って検討すれば良いのではないか。 ➤ 非上場株式を組み入れた投資信託は非常に魅力的だが、上場株式を組み入れた

投資信託とは違う難しさがあると思う。それをどのように工夫して克服しているのか。

⇒海外の公募投資信託で非上場株式を組み入れることについて、実態としては、流動性の観点から非上場株式の組入れ割合は2-3%程度であるケースが多い。組入れ割合は高くないため、常にリターンに大きく影響するわけではない。有望な非上場企業にセレクトティブに投資をするというニーズがポイントになっている。一方で流動性については最近各国の規制当局から厳しく指摘されている。どれだけ流動性のないものが入っていて、それをどのように管理し、マーケットの状況により流動性が枯渇した際にはどのように手当てをする予定なのか等について明らかにすることが求められてきている。国内籍の公募投資信託に非上場株式を組み入れる場合も、流動性に対する懸念への手当て等について公にしていく必要があるのではないかと考える。

⇒不特定多数の投資家に公募投資信託として非上場株式を含む商品を販売することは投資者保護の観点から、流動性をどのように確保するか、あるいは適正に価格を評価するかという点が大きなポイントになってくるかと思う。また、これ以外の観点として、非上場株式は金商法上の情報開示制度の対象外である。そこで、どのように非上場株式に係る情報を開示するかという点についても検討する必要があるのではないかと考える。

➤ オープンエンドの公募投資信託の立場から、米国のマーケットでATSの免許を持って稼働しているプラットフォーマーは、流動性の供給に関してどのように見られているのか。日本では未だ非上場株式を取り扱うPTSのルールが存在していない中で、流動性の観点や公正価格の参考となる市場価格という観点から、こうしたプラットフォーマーをどのように日本に取り入れていけばよいと考えるか。

⇒海外の場合、セカンダリーマーケットが活発でなくともワークするような仕組みの中で公募投資信託が非上場株式に投資している。米国の場合は非流動性資産をファンド資産の15%以内に抑える規制があるが、これをもって15%以下ならば非流動性の資産を組入れてよいとの解釈が一般的である。そして、多くのケースでは非上場株式を上場前にセカンダリーマーケットで売却することは想定しておらず、上場後も継続して投資したい場合に投資することが多い。勿論、一部のケースではセカンダリーマーケットで売却するケースもある。日本の場合、セカンダリーマーケットなしに流動性や公正な価格の担保することが現実的でないならば、現在の非流動性資産の価格評価ルールを前提にするとセカンダリーマーケットの活性化は必須と考える。

➤ 資料2の中で、米国のルール506はファンドに多く利用されているとの話があった。日本だとファンドの販売は株式とは全く違う募集・売出し概念が適用されている。ファンドにおける少数私募は499人以下なので、日本でも実質的にルール506に近いことがファンドなら可能ではないかと考えたが、仮にそうだとすると、特定投資家・適格機関投資家等の分類を考慮せずとも、誰でも募集できないファンドを購入できるという実態があるのではないかと考えるか。

⇒VC自体、適格機関投資家等特例業務で私募を行っているVCがほとんどであり、人数の制約は49人以下とかなり厳しい状態であるため、個人への勧誘という側面では微妙かと思う。一部のVCは第二種金業者としてももう少し広く声掛けできる状態になっているが、適格機関投資家等特例業務でももう少し声掛けができるようになると、個人・機関投資家の別に関わらず、資金を集めやすくなると思う。

➤ 公募投資信託の非上場株式の組入れに関して、流動性や、公正価格の算出には市場が必要であるという表現をされていたが、想定する市場として、株主コミュニティなど具体的なイメージはあるのか。

⇒そもそも、株主コミュニティ銘柄について協会が公表している約定価格は、投資信託の評価に活用される気配に該当するのか。

⇒公表している株主コミュニティ銘柄の約定価格は、投資信託の評価等に利用されることを想定しているものではない。特定投資家私募制度を整備することで、気配値として公正価格の評価に参考となる流通市場が出てくるかどうかは今後の議論だと思う。

⇒具体的な市場の想定というよりは、投資信託協会規則において、「未上場株式は第一種金融商品取引業者等から提示される気配相場で評価」という定めがあるのでまずは市場整備が必要という点と、公正価格として企業価値が反映される気配相場が重要という2点の趣旨で説明した。

➤ レイターズステージ企業に対する海外機関投資家の投資について、海外機関投資家側が資金を募る際に流動性の問題などの課題があり、非上場株式投資は2%の範囲までとする対応がなされていると思うが、日本の機関投資家による投資については、どのような企業規模、タイミングであれば流動性の観点も含め投資してもよいと考えられるか。

⇒具体的な想定はできないが、IPO時の時価総額が数百億円規模の水準を求めるといった話を投資家から聞いたことはある。中長期的な成長が確認できれば更に小規模な企業でも可能性はあるかもしれないが、上場以降の流動性などイグジットも踏まえて投資判断をするので、上場のタイミングや上場時の時価総額などを意識する。

⇒投資する時期は上場1～2年前。企業規模のイメージは以下の通り。例えば、運用資産残高1,000億円のファンドで非上場株式1社に投資する場合、運用資産残高の1%で当該企業の5%程度の持ち分を取得できる企業の時価総額は200億円前後となる。多数の非上場株式にファンドから投資できるようにするにはファンド全体の運用資産残高を大きくする必要がある。非上場株式の活性化には、日本株アクティブ株式投信の残高を伸ばすことも重要だと考えている。

➤ アーリーステージ企業の資金調達において、資産家であっても個人投資家が入ることに懸念があるということだが、スタートアップ企業にとってのリスク、投資家にとってのリスクとして具体的に何が想定されるか。

⇒創業時株主や親族などが敵対的になり、資金調達やM&Aの際に反対し続けるといった時間的コスト、会社存続に関わるようなリスクが想定できる。また、スタートアップ企業投資に係る暗黙のルールを理解していない投資家が関与することにより、問題を大きくしてしまうことも考えられる。

⇒エンジェル投資家から見て、特定投資家概念は意味があると思うか。

⇒特定投資家概念はあまり気にしていない。エンジェル投資家は資産管理会社を作って法人名義で投資することもできる。小規模な個人投資家が特定投資家にならないと投資できないということになるとデメリットと考える。

➤ ベンチャーキャピタル投資に機関投資家に参入してほしいという話があったが、機関投資家はアセットオーナーを想定しているのか。

⇒米国のベンチャーキャピタル投資の大半が純粋なアセットマネジメントからの出資である一方、日本では政策保有目的の金融機関やオープン・イノベーション目的の事業会社からの出資が多い。日本においても純投資目的のアセットオーナーに参入してほしいと考えている。

⇒スタートアップ企業側も柔軟にサポートしてくれる投資家に投資してほしいと考え、暗黙知への理解や事業支援能力の観点から投資家を審査することがあるので、投資家側もスタートアップ企業に選ばれるという視点をもって頂いたほうがよいと思う。

	<p>3. その他（事務局説明）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・非上場株式取引制度の改善策（案）について <p>事務局より、資料4のとおり、非上場株式取引制度の改善策（案）について説明を行い、後日意見照会を行うこととなった。</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>