

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5回）
2. 日時	令和3年5月20日（木）14:30～16:30
3. 議案	<p>1. 仲介者側からみた取引制度の課題・解決策 （証券会社等及び株式会社 BOOSTRY からのプレゼンテーション）</p> <p>2. 海外のプロ個人投資家から注目が高まるプライベート市場と日本への示唆 （ブラックストーン・グループ・ジャパン株式会社からのプレゼンテーション）</p> <p>3. その他（事務局説明） ・第4回会合後の意見照会結果等について</p>
4. 主な内容	<p><b>1. 仲介者側からみた取引制度の課題・解決策 （証券会社等及び株式会社 BOOSTRY からのプレゼンテーション）</b></p> <p>稲井田委員、上田委員、落合委員、小池委員、辻委員、奥野氏（島谷委員代理）、藤本委員、柴原委員、及び株式会社 BOOSTRY より、仲介者側からみた取引制度の課題・解決策について、資料1～3及び大要以下のとおり説明が行われた。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 特定投資家向け発行・流通市場の整備案の方向性には賛成。特定投資家向けの開示・勧誘ルール整備の具体案について、外部監査を受けていない非上場企業の審査のあり方、相手がプロ投資家であることを踏まえた審査のレベル感については今後検討が必要である。</li> <li>➤ 非上場株式のプライシングのあり方、利益相反管理、説明責任の範囲、契約締結業務に関するサポートの範囲等についても仲介業者の課題であり、今後の検討を希望する。</li> <li>➤ ビジネスとしては、IPO を目指すレイターステージの発行会社と投資家の私募の媒介を行うことを想定し、発行会社との折衝から投資家へのマーケティング、契約締結サポート、アフターフォローまでのフローが考えられる。</li> <li>➤ 流通面では、財務諸表の監査証明について、会社法上の監査に最低限の開示ガイドラインで対応することとしてはどうか。</li> <li>➤ 顧客紹介単体ではビジネスとして成立しにくいいため、M&amp;A アドバイザリーのような FA 業務や IPO 主幹事を展望したサービスの提供を加えたビジネスが想定される。非上場株式の投資信託への組入れについて、当面のステップとして、私募ファンドや私募投資信託も有望である。また、最終的にユーザーフレンドリーなオープンプラットフォームを目指すのならば、異業種連携も視野に置いて検討すべき。</li> <li>➤ 「発行会社の財務状況」に対する証券会社審査について、ガイドライン・実務上の運営指針の策定が望まれる。また、非上場企業に対する投資判断に際し、将来の事業見通しは投資家にとって最も重要な評価項目であるため、「事業計画の妥当性」に対する証券会社審査について、関与のルール化が非常に重要である。</li> <li>➤ 株主コミュニティ制度について、地域創生や SDGs などの活用のメリットなどを地方銀行等へ積極的に PR し、地域のプラットフォームとして株主マッチング機能を担ってもらってはどうか。</li> <li>➤ 株主コミュニティを利用する企業のニーズは、資金調達や株主の集約化、株主間の株式の売買活発化、株主構成の是正等がある。</li> </ul> <p><b>2. 海外のプロ個人投資家から注目が高まるプライベート市場と日本への示唆 （ブラックストーン・グループ・ジャパン株式会社からのプレゼンテーション）</b></p> <p>ブラックストーン・グループ・ジャパンより、海外のプロ個人投資家から注目が高まるプライベート市場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"> <li>➤ 米国において、個人投資家の適合性要件緩和や運用会社の革新的な商品開発、ファイナンシャルアドバイザーによる投資助言や情報提供の高度化等、プライ</li> </ul>

ベート市場の活性化に向けた取組みが行われており、社会的認知度が向上しているところである。当社でも純資産残高に占める個人投資家の割合は拡大傾向にある。今後も堅調な需要を背景として、世界的にも個人投資家セグメントはさらに裾野が拡大することが見込まれている。

- ▶ プライベート市場とは言えども、リスクリターン属性を見ると高いリターンを期待できる VC や PE から、インカム重視の不動産まで様々である。非上場株式のみならず、個人投資家向けに様々な選択肢を用意することで、プライベート市場の社会的認知度も向上するのではないかと。
- ▶ 米国の自衛力認定投資家を参考として個人の特定投資家要件の緩和及び特定投資家への移行手続きの簡素化し、また特定投資家私募制度の整備により最低投資額の引き下げを実現させ、さらに高度金融専門人材の育成を図り、幅広い特定投資家がプライベート市場にアクセスできるようになるとよい。

#### 【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。

- ▶ 現在金融庁の市場制度 WG でも成長資金供給のあり方について検討されており、近いうちに大まかな方針が示されるだろう。特定投資家私募制度については一定の体制を整えた証券会社が業務を行うことになるが、この体制についても今後詳細な検討が必要である。
- ▶ 米国のレギュレーション D の実態を見ると、個別の資金調達よりも、VC や PE ファンドでの資金調達実績が多い。この実態を踏まえて規制をどう整備するかについても検討する必要がある。新富裕層ビジネスになるかと思うが、うまく制度を仕組むことができれば、フィージブルになるのではないかと。
- ▶ 本懇談会の名称に「非上場株式」の文言があるが、株式に限って検討する必要はない。ブラックストーンからのプレゼンテーションでもプライベート不動産市場において同社の非上場 REIT のシェアが大きいとの話があった。REIT も一種のエクイティである。必ずしも会社の株式に限定せず、検討できるとよい。
- ▶ 日本版レギュレーション D の整備については賛成。一方で、米国のレギュレーション D は VC や発行体の自己募集についても包括的にカバーされており、簡易な開示でのルールが整備されている。本懇談会の制度案は全て証券会社が媒介することを前提としており、開示内容についても財務状況や事業計画が含まれている。この開示内容では発行体は利用しづらいだろう。また、証券会社の関与が前提となっているのはなぜか。  
⇒ 日本証券業協会でも検討している制度のため、その正会員である証券会社の関与を前提とした制度案になっている。また、一方、レギュレーション D はブローカー・ディーラーが介在しなくてもよい仕組みになっているものの、日本の特定投資家私募制度は金商業者の介在を前提とした仕組みになっている。
- ▶ 特定投資家私募において証券会社が引受けを行うことになると、発行体にとっても審査対応の負担が重くなってしまう。また、証券会社が引受けることになると、リスクを負う分フィーも高くなるおそれがある。使われない制度にならないためにも、発行体の負担についても考慮していただきたい。
- ▶ 非上場株式を顧客に勧誘する際には、開示などで情報の非対称性を解消し、リスクを理解してもらうことが重要であると考え。発行体としては上場前の段階で事業計画や財務の状況を開示するのは一定の限界がある。未上場のままユニコーンになる企業は、情報やガバナンスに係るコストを抑えて機動的なビジネス展開をしたいという意図がある。上場に準じた開示が求められるとなかなか使われない制度になってしまいかねない。投資家の情報の非対称性の解消と、発行体の負担のバランスをとった制度設計とすることで、非上場株式を含

	<p>めた金融商品の流通を活性化することができるのではないか。</p> <p>➤ ブロックチェーンを使って非上場株式の権利移転ができるということだが、企業が IPO を行うことになった場合、上場に向けて円滑に移行できるものなのか。</p> <p>⇒ブロックチェーン上で管理される名簿と、非上場企業が自分で管理する名簿は基本的に変わらない。多くの非上場企業でエクセルで管理されている株主名簿がネットワーク上で管理されているようなイメージであり、統合することも容易にできる。</p> <p>➤ 今までは非上場企業の資金調達に参加しにくかった、知識・経験・財産のある投資家の参入を増やすという方向性や、すでに法令上の手当てが行われている特定投資家私募制度を使うということは賛成である。ただ、制度を整備しても発行体が全く誰も使わないということになると無意味になってしまう一方、投資被害が出て制度が破綻してしまうことも問題である。証券会社がゲートキーパーとして投資家の範囲を限定し、自己責任の下で投資してもらったうえで、発行体の負担の観点から審査や情報開示は過剰な負担にならないように配慮することが重要ではないか。</p> <p><b>3. その他（事務局説明）</b></p> <p>・第4回会合後の意見照会結果等について</p> <p>事務局より、資料4-1、4-2のとおり第4回会合後の意見照会結果等について説明を行った。</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>