

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6回）
2. 日時	令和3年6月2日（水）14:30～16:30
3. 議案	○ 報告書の取りまとめ
4. 主な内容	<p>事務局より、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報告書案が提示され、以下のとおり意見が寄せられた。</p> <p>【コメント・質疑応答要旨】 〈記載事項の掲載箇所について〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 「5. おわりに」中で、「2. の検討に記載した多様な意見も参考に、3. の制度改善案に記載した事項について、非上場株式の取引を制度化するに当たって更なる精緻な検討を行ったうえで、速やかに制度整備が行われることを期待する。」との記載があるが、「2. 発行・流通市場の活性化のための施策の検討」と「3. 制度改善案」の取扱い方の違いについて教えてほしい。 ⇒本懇談会では証券会社に関与するかたちで、各ステークホルダーのニーズにどう応えていくかについて検討を行ってきた経緯もあり、「3. 制度改善案」は今後協会として取り組むべきだと多くの委員から指摘のあった事項かつ、協会でも対応できることを記載している。「2. 発行・流通市場の活性化のための施策の検討」では今後協会として検討していく事項をはじめ、多様なバックグラウンドをお持ちの委員からいただいたご意見も念頭に置いて記載している。 ▶ 株式投資型クラウドファンディングの年間調達上限額の引上げに関する部分が削除されているかと思うがなぜか。 ⇒金融庁の市場制度 WG で議論されている事項として、法令改正に呼応して進めていく事項と、その際に念頭に置くべきこととして仕分けをしており、削除ではなく、記載場所を移動している。 <p>〈特定投資家私募に係る開示について〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 報告書案に記載のある事業計画や財務情報の開示について、あえて上場せずユニコーン企業を目指すことのメリットは情報開示をしなくてよいことにあるため、開示の項目や方式によっては、証券会社に関与するかたちでの非上場企業の資金調達を行うチャンスを取り上げてしまう惧れがある。一方でこれまでの東後委員・永見委員のプレゼンテーションを踏まえ、プレIPO段階での証券会社の関与には大きなメリットが確認されており、また、上場準備中の発行体は、上場準備の過程ですでに証券会社に事業計画や財務情報を提出しているため、証券会社への情報開示の追加的負担を抑えた形での制度設計も可能と考えられる。また、「審査」という言葉は必ずしも負担の大きい「引受審査」を指すわけではないことを明記した方がよいのではないか。 ⇒貴重なアドバイスかと思うので、「審査」という文言の表現については誤解を招かないように修文する方向で検討したい。 ▶ 「開示」という表現は、それが独り歩きすると、フルでの開示かのように受け取られかねないので、必要とする投資家に必要な情報を過不足なく伝えることで情報の非対称性を解消できるようにするという趣旨が伝わるようにした方がよいのではないか。 ▶ 開示について、利用される制度を目指す上で現実的に可能な開示のみを発行体に求めることは必要であるとは思いますが、今度作るワーキングで検討する際は、実際に制度を利用する投資家の属性・レベルと開示のレベルは相互に関係するものなので、これらを別々に考えるのではなく、双方をよく考慮してレベル感を決めるのが適当と思う。また、私募投資信託については本懇談会で具体的な内容については議論できたわけではないので、今度作るワーキングで十分検討

することが必要になると思う。

〈特定投資家私募制度について〉

- 報告書案 3. (2) ①「特定投資家私募制度（日本版レギュレーション D）の整備等」の中で、既存株主による売付け勧誘を認める趣旨の記載がある。自主規制規則において非上場株式の勧誘は一部例外を除いて原則禁止とされている中で、個人投資家も含まれるであろう既存株主に対して一律に売付け勧誘を認めることが妥当であるということについては解説をしてほしい。
⇒発行体の創業者や従業員についても、既発行株式についての売却ニーズがあるということで、そのような場合には例外的に当該者の売付けに関して、証券会社による勧誘を認めてはどうかという趣旨である。具体的には、既存株主である発行体の創業者や従業員が特定投資家に売付けるケースを想定している。どのような整理にするかは今後検討する。
⇒TOKYO PRO Market 市場と同じようなものと認識している。つまり買い手は一定以上の自衛力が確認できる投資家に限定するが、売り手については自衛力のある投資家だけとは限らない。売り手については勧誘が適切に行われれば、売り手にまで特定投資家であることを求める必要は投資家保護上もないかと思う。
- 報告書案 3. (2) ①「特定投資家私募制度（日本版レギュレーション D）の整備等」の中で、既存株主による売付け勧誘を認める趣旨の記載がある。ここについては、既存株主に対して売却を勧誘することなのか、既存株主の売却依頼に応じて投資者に対して取得を勧誘することなのか、両方なのかかわかりづらいので、この直前の「特定投資家向け取得勧誘」「特定投資家向け売り付け勧誘」「等」の記載を含めて、実際のニーズを踏まえながら、解釈に誤解のないようにわかりやすく記載するのがよいのではないか。
- 「日本版レギュレーション D」という呼称について、米国で活発に利用されている制度である点を做って呼称しているのであって、制度の内容そのものを做っているわけではないということ、誤解のないように示す必要がある。

〈総論〉

- 制度改正後実務が進むかと思うが、制度施行後も実務の状況を踏まえて柔軟に見直していくことにより、投資者保護についても十分に対応しながら成長資金供給が拡大していくよう、制度運用してほしい。
- 英国には、投資家に誤解を与える宣伝・情報提供をチェックするような規制があるようである。開示についてグラデーションを設けるのならば、このような規制を幅広く設けることも考えられる。
- 委員・オブザーバー・プレゼンターの皆様に活発にご議論いただき、非上場株式市場における日本の現在の実情や米国の進んでいる実態を把握でき、今後の方向性について報告書で示すことができた。特定投資家私募制度や非上場株式の勧誘については、今後、具体的な検討を進めていく。それ以外の項目についても今後別のかたちで検討・働きかけをしていく必要があると考えており、協力していきたい。非上場株式についてはこれまで大きく扱われてこなかったもので、本懇談会で検討した内容は相当なチャレンジである。皆様にご教示いただいた実態を踏まえながら制度設計していきたい。
- 本会合における指摘を踏まえて事務局にて報告書案の修正を行い、報告書の最終文案の決定は、座長一任とさせていただきたい。
⇒これについて、委員一同より了承された。

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)