

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2回）
2. 日時	令和3年1月29日（金）13:30～15:30
3. 議案	<p>1. 欧米における非上場株式の取引制度（関委員からのプレゼンテーション）</p> <p>2. その他（事務局説明）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・証券会社の関与ニーズ等の具体化</li> <li>・非上場株式の取引制度と勧誘規制の沿革</li> </ul>
4. 主な内容	<p><b>1. 欧米における非上場株式の取引制度（関委員からのプレゼンテーション）</b></p> <p>関委員より、欧米における非上場株式の取引制度について大要以下のとおり説明が行われ、その後各委員による質疑応答が行われた。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 米国では、登録免除募集制度の改革、自衛力認定投資家の定義変更、新興・中小企業の資本形成促進の制度改革、店頭市場のエコシステムやプライベートエクイティ市場の発展など、非上場株式取引が活性化する基盤が整備されている。</li> <li>・ 米国では、「私募」というよりは「登録免除規定に基づく募集」、特にレギュレーションDが多用されている。個人を含む自衛力認定投資家（2013年時点で要件を満たしている投資家）は、2015年のSECの試算によれば米国全家計の10.1%を占める。</li> <li>・ 米国はユニコーン企業の増加やプレIPO株式投資への関心の高まり等を背景としてShares Post/Forge/Nasdaq Private Marketなどの非上場株式取引プラットフォームが台頭している。取引は、既存株主の売却ニーズが起点となって行われ、取引価格はキャップテーブルに示されるVC等の出資の際の評価額が参照されており、財務情報等は細かく開示されていない。</li> <li>・ 英国においても、非上場株式取引への関心が高まっており、発行体側の規制改革だけでなく投資家のベンチャー投資促進の税制優遇策がとられ、ロンドン証券取引所AIMでの取引や株式投資型クラウドファンディングによる資金調達、株式投資型クラウドファンディングで発行された株式のセカンダリー取引が盛況となっている。</li> <li>・ 米国や英国ではプライベートエクイティへの関心が高まっており、規制改革と相まって非上場株式取引の活性化が進んでいる。また、非上場株式取引のセカンダリー市場だけを活性化させるのではなく、リスクマネー供給チャネル（投資ビークル）についても多様化していくことが全体的な非上場株式取引の活性化に必要である。</li> </ul> <p><b>【コメント・質疑応答要旨】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 米国の登録免除募集制度における資金調達実績の殆どがレギュレーションDの506(b)によるものであるが、その理由の一つとして州法（ブルースカイ・ロー）への対応が不要という点が挙げられる。また、自衛力認定投資家の確認は、自衛力認定投資家であるという表明を投資家から一筆もらうことで実務上運用されているなどの運用実務が定着している点も大きい。</li> <li>➤ 一方でレギュレーションDを利用した発行会社による詐欺も発生している。詐欺の被害者は個人や高齢者が多く、投資家保護が課題となっている。</li> <li>➤ 米国の登録免除募集制度はパッチワークのように多岐に渡っているものの、発行体の様々なニーズや多様な投資家に対応することができる点はよいと考えている。また、米国において発行体の株主管理・資本政策のサポートを重視する非上場株式取引プラットフォームがあるが、日本国内のシード期の企業も特にガバナンス面での指導を何らかの形で受けられるとよいと考える。</li> <li>➤ レギュレーションD506(b)では、詐欺でなくても勧誘資料の計画通りに案件が進まなかった等の理由で訴訟が起こる事例は多いか。 ⇒訴訟事例はある。広い意味では、勧誘資料の不実開示自体が詐欺となる。レ</li> </ul>

ギューレーションDでは目論見書のように重要情報を一点にまとめたような資料を一般的に作成せず、勧誘資料を様々なソースから作成するため、ソースのうち一つでも不実があると訴訟に発展しかねないという面がある。米国の非上場株式取引プラットフォームのビジネスモデルについて、収益はどのように得るのか。

⇒基本的にはトランザクション・フィーを得るというビジネスモデルである。利用者を増やすために、会員登録や投資先リストへの掲載に係る手数料はほとんど取っていない。

⇒プラットフォームは投資家に対する厳しい説明責任を負っているのか。

⇒投資家の自衛力認定投資家であることの表明をもって、ブローカー・ディーラーの資格の範囲内で運営を行っており投資家への説明責任を負うというよりも投資家側に責任を委ねているといった構造となっている。

➤ 機関投資家は、通常、非上場株式の頻繁な売買をあまり想定しておらず、IPO後も株式を保有し続けるケースが多いが、IPO前に取引機会があることはよいことである。なお、流動性の観点から、ファンドが非上場株式を保有するのは運用資産の大きなファンドとなることが多い。

➤ 米国の非上場株式取引プラットフォームについて、どのくらいの機関投資家が利用しているのか。

⇒Forgeに会員登録している機関投資家は200～300もいると聞いたことがある。

➤ ミューチュアルファンドはオープンエンド型のファンドであると思うが、非上場株式についてはどのように価値評価をしているのか。

⇒運用サイドではない別部門が定期的に値付けを行い、その手法等に問題がないかを社内の独立したコミッティなどが確認するケースが多いと思われる。そのため、結果として運用会社によってバリュエーションが異なることも生じ得ると認識している。

➤ 投資家が非上場株式取引のセカンダリー市場において新たに株式を取得する際の株主間契約の締結について、そのプロセスはどのようなものか。

⇒基本的にはプラットフォームが用意した手続に則って株主間契約が引継がれるものと認識している。

## 2. その他（事務局説明）

- ・ 証券会社の関与ニーズ等の具体化

- ・ 非上場株式の取引制度と勧誘規制の沿革

事務局より、証券会社の関与ニーズの具体化及び非上場株式の取引制度と勧誘規制の沿革について、資料1及び2に基づき説明が行われ、その後、各委員による質疑応答が行われた。

### 【質疑応答要旨】

➤ 非上場株式のセカンダリー取引における証券会社等の関与ニーズについて、非上場株式取引プラットフォームの場の提供を求めるニーズというより、証券会社等に積極的に取引の相手方を紹介してほしいといったニーズが強いという理解でよいか。証券会社等が取引の相手方の紹介等を行うのであれば、発行体と投資家間又は売り手と買い手の間の情報の非対称性についても積極的な対応が求められると考えている。

⇒非上場株式については証券会社による投資勧誘の原則禁止規定があり、特定投資家に対する投資勧誘も不可である前提の中で、発行体や投資家のネットワークのある証券会社の何らかの関与を期待する声を反映している。今後、具体的に求められる対応等も含めて議論できればと考えている。

➤ 非上場株式取引プラットフォームに関しては、米国のような発行体の株主管理

	<p>等のサポートビジネスも考えられ、テクノロジーの進化により広がりのあるビジネスであるので、証券会社の関与のみならず、ITプラットフォーマー等の異業種の参入も視野に入れ、議論が行われるとよいと考える。</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>