

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3回）
2. 日時	令和3年2月25日（木）14:30～16:30
3. 議案	<p>1. 資金調達側からみた取引制度の課題・解決策  （東後委員（freee株式会社）、永見委員（ラクスル株式会社）、株主コミュニティ制度利用企業、株式投資型クラウドファンディング利用企業からのプレゼンテーション）</p> <p>2. その他（事務局説明）  ・証券会社の関与ニーズ等の具体化（委員等への意見照会結果）</p>
4. 主な内容	<p><b>1. 資金調達側からみた取引制度の課題・解決策（東後委員（freee株式会社）、永見委員（ラクスル株式会社）、株主コミュニティ制度利用企業、株式投資型クラウドファンディング利用企業からのプレゼンテーション）</b>  東後委員、永見委員、株主コミュニティ制度利用企業（株式会社アドメテック執行役会長 古川様）、株式投資型クラウドファンディング（以下、「ECF」）利用企業（LocalLocal株式会社代表取締役 石橋様）より、資金調達側からみた取引制度の課題・解決策について資料1～4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> <p><b>【コメント・質疑応答要旨】</b></p> <p>➤ ECFの制度改善については金融審議会の市場制度WG第6回会合（2月18日）において議論されているので参考までにご報告したい。ECFの更なる機能発揮に向けた論点として、①発行体の発行可能総額の合算対象の見直し、②プロ投資家の投資上限額見直し、③少人数私募の人数通算期間の見直し、の3点が挙げられている。</p> <p>➤ 東後委員と永見委員のプレゼンについて、企業ステージに応じて資金調達先が変化しており、レイターステージでは通常上場後に投資家となるような機関投資家から資金調達がされている。レイターステージで機関投資家から出資を受けた理由と、富裕な個人投資家からの出資を受けなかった理由は何か。また、非上場時に機関投資家からの出資を受けるにあたり、証券会社の役割としてどのようなことが期待できるか。</p> <p>⇒レイターステージで機関投資家から出資を受けた理由は2点ある。1点目は、非上場時からプロ投資家に出資を受けた実績があることが、上場時の新たな投資家への大きなシグナリングとなるため。2点目として、非上場時から上場後まで一貫して機関投資家に株を保有してもらうことで、上場時の資本構成の変化をスムーズに行うことができることが挙げられる。レイターステージでの富裕な個人投資家からの出資については、当社で事例はないがそのようなケースがあってもよいと考える。</p> <p>証券会社の役割について、上場時の主幹事証券会社に限らず、複数の証券会社から上場前に投資家の紹介をしてもらったことは有難かった。</p> <p>⇒非上場時に機関投資家から出資を受けた目的として、上記の理由の他に、プライベートで出資を受ける際にはパブリックと異なり、投資家と密にコミュニケーションが取れるという利点がある。そこで上場する際の投資家の評価ポイント等を確認できるので、準備をして上場に臨める。</p> <p>証券会社の役割については、当社の場合、非上場時に投資に関する直接的な関与はなかったものの、もしあれば選択肢が増えていたと思われる。</p> <p>富裕な個人投資家による出資について、事業について理解された投資家からのある程度まとまった金額の出資であれば、機関投資家か個人投資家かはあまり大きな問題ではない。</p> <p>➤ 東後委員のプレゼン中、資金調達の際の株主間契約の取りまとめが大変との話があったが、具体的にどのようなことが大変か。</p>

	<p>⇒株主間契約を締結するうえで、例えば株主間契約は全員に同日にサインをいただかなければならず、契約締結が後ろ倒しになる等、様々な要因の積み重ねで大変に感じた。</p> <p>➤ ECF について、株主はどのような期待を持って投資されているのか。投資リターン目的か、企業の応援目的か。また普段どのように ECF で投資された株主とコミュニケーションを取っているのか。</p> <p>⇒投資リターン目的の投資家が多いものの、まだ規模の大きくないスタートアップ企業等においては企業の応援目的の投資家も多いように思われる。</p> <p>➤ 上場後の現在から振り返り、非上場のままでも良かったのではないかと、もしくは会社を当時より大きくしたうえで上場した方がよかったのではないかと思うことはあるか。また、非上場時にセカンダリー取引のニーズはあったか。また、株式報酬等はどの程度活用されていたか。</p> <p>⇒上場プロセスは大変だったものの、上場したことに後悔はない。しかし、当時非上場のまま資金調達を実施するという選択肢があったとすれば上場していたか分からない。セカンダリー取引について、創業から上場まであまり時間がかかっていないこと、事業計画に賛同いただける投資家のみ迎えていたことなどもあり、セカンダリー取引のニーズはなかった。株主報酬については大いに活用していた。</p> <p>⇒上場してよかったと思っている。現在は非上場マーケットより上場マーケットの方が valuation が高く評価されており、それによって資金調達のオプションが増える等、メリットが大きい。セカンダリー取引について、創業期メンバーの資金化ニーズや事業会社のエグジットのニーズ等はあった。株式報酬については、スタートアップ企業では事業を成功させてアップサイドを狙うという観点でタレントの獲得上重要になるため活用していた。上場後も役員に譲渡制限付株式 (RS) を発行し、活用している。</p> <p>➤ 東証においては、現在の制度上も赤字上場は可能であり、市場区分の見直しと並行して上場審査方法も見直し、中長期的な企業価値の向上を念頭においた審査としていきたいと思っている。ECF で資金調達を行うと株主が多くなり上場が難しくなるという話もあるが、個人株主に関しては 1,000 株以上保有の上位 50 名の投資家をチェック対象としており、会社への影響力を考慮した実務としている。直接未上場会社から相談を受けることも可能、随時相談いただきたい。</p> <p>➤ ECF について、会社支援を目的として長期的に投資してもらうことが ECF の重要な目的だとすると、流通市場ができて短期的に売買されることは、この目的に相反するという見方もあるのではないかと。つまり非上場時に株を売却されることを支援の打ち切りと捉え、それを望まない発行体もいるのではないかと。</p> <p>⇒発行体の視点では、そこまで投資家個人のことは見えていない。IR 活動はしているが、1人1人と密に関わっているわけではないため、株を売買されることに対して特に問題はない。</p> <p>➤ 海外投資家から投資を受けるにあたり、海外投資家は物言う株主として企業への注文が多く、IR 等が大変になるという話があるが、その点はどうか。</p> <p>⇒海外投資家とは当社についてとても内容のある議論ができており、そのうえで投資していただいているというのは安心材料にもなるので、ネガティブな要素は特にない。</p> <p>➤ 昨年 12 月に企業価値評価等が可能な特定投資家に対する投資勧誘が解禁され、特定投資家向けにプライベートプレイスメントが行えるようになったが、今後証券会社がどのように関われば実績が増えるかと考えるか。制度的な課題はあるか。</p> <p>⇒そもそも制度自体がまだ発行体・投資家共に認知されていないので、まずは制度周知が必要かと思われる。上場後 IR で投資家と対話する際に、お勧めの非上場企業を紹介してほしいという話がよく出る。投資家には投資先候補</p>
--	--

	<p>となる非上場企業を紹介してほしいといったニーズがあるので、そこに証券会社が関与できるようになると良いのではないかと。</p> <p>➤ ECF について、議決権行使の取りまとめなどを ECF 業者にどのように依頼しているのか。また仮に事後的に株主の中に反社会的勢力が含まれていると判明した場合、どのように排除するのか。</p> <p>⇒FUNDINNO の場合は、株主が一元管理されており、プラットフォーム上で議決権行使等についても対応できるので、オペレーションは容易に実行できていると思う。万が一事後的に反社会的勢力が含まれていることが判明した場合については、弁護士等と連携しながら、特定の株主から買戻しを行うことになると想定している。</p> <p><b>2. その他（事務局説明）</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>証券会社の関与ニーズ等の具体化（委員等への意見照会結果）</li> </ul> <p>事務局より、資料5のとおり、証券会社の関与ニーズの具体化について委員等への意見照会結果を説明した。</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>