

1. 会合名	非上場株式等の取引及び私募制度等に関するワーキング・グループ（第15回）
2. 日時	令和3年7月30日（金）13:00～15:00
3. 議案	○非上場株式取引制度の改善案 （事務局説明・フリーディスカッション）
4. 主な内容	<p>○非上場株式取引制度の改善案（事務局説明・フリーディスカッション） 事務局より、資料に基づき、当面の検討課題について説明が行われた。</p> <p>【コメント・質疑応答要旨】 上記事務局説明後に、大要以下のとおり、自由討議が行われた。</p> <p>《総論について》</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 海外投資家から日本のスタートアップ企業への関心は年々高まっているなか、本会合で検討を行う特定投資家私募制度の整備は有意義であると考えている。他方で、海外の投資家から直接発行体に資金調達が行われる案件が増えてきているため、証券会社が関与することで、過度な負担がかかることや活用しにくいということがあり、制度の形骸化の恐れが生じるので、よく議論していきたい。 ▶ 海外ではベンチャー企業のエクイティファイナンスは相当進んでおり、早いステージから投資銀行が資金調達に関与するようになってきている。従前の投資家であるVCやエンジェル投資家に加えて、PEファンドやヘッジファンド、クロスオーバー投資家のような多様な投資家が非上場企業のファイナンスにかかわるようになってきており、発行体側の投資家対応負担を減らすために、投資銀行が関与しているのではないかと考える。本WGの検討事項である特定投資家私募制度においても、発行体が現在行っているファイナンスに比して負担が増加しないような制度設計を議論していきたい。 ▶ そもそも非上場株式を取り扱うこと自体ハードルが高いなか、規制対応コストがあまりにも高くなると、制度を使う人がいなくなってしまう。発行体にとっては、証券会社が関与することによって、情報開示や審査などの対応が求められる、直接VCなどから出資を受けるよりも負担がかかるのは明らかである。これらの負担を上回るようなメリットがある制度としなければ利用されないと思うので、投資者保護と発行体にかかる負担のバランスを踏まえて慎重に議論していきたい。 ▶ 今回の制度はプロ私募と公募の間に位置している制度かと思うので、制度設計においても両者の中間のレベルが求められるべきだと考える。 ▶ 昨今の非上場会社へのリスクマネーの供給ニーズに鑑みて、今回の制度改革は有用であると考えている。まずはリスク許容度の高い投資家に対象を絞って行い、徐々に投資家の裾野を広げていくという方法もあるのではないかと考える。 ▶ 日本ではプライマリー後、バリュエーションの低下を理由にセカンダリーの場面では買い手が殆どおらず、セカンダリーマーケットがあまり機能していないのが現状である。本WGの議論によって、発行体の特定証券情報等や投資家の取引開始基準等を整備し、セカンダリーマーケットの活性化に寄与できればと考える。 ▶ 最近では、米国のユニコーン企業や私募のESGファンドなどに投資したいといった声を多く聞くので、特定投資家私募制度を活用した新しい制度を作れば、自己責任原則を理解して参加する投資家が増えるのではないかと考える。ただし、厳格な開示規制だと発行体の参入が妨げられてしまうので、特定証券情報等の内容については、慎重に検討していきたい。 ▶ 米国では、非上場株式を組み入れたオルタナティブファンドへの投資制度が整備されているため、当社はいわゆる自衛力認定投資家である個人に向けて商品開発を行い、預り資産を伸ばしてきた。日本においても、特定投資家私募制度の整備によって、リスク耐久性がある個人顧客の資産形成に寄与できるのでは

	<p>ないかと期待している。</p> <p>《個別の論点について》</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 特定証券情報/発行者情報について <ul style="list-style-type: none"> ➤ 特定証券情報/発行者情報は、できるだけスタートアップ企業の負担にならないような必要最低限のものにすべきである。公募の場合の開示内容を参考にし、投資家にとって適切な投資判断を行うに足る情報で、かつ証券会社が説明義務を果たしたといえる情報の内容としつつ、発行体の負担になりすぎないように簡素化していければと考える。 ➤ プロ投資家には個人投資家も含み色々な方がいるため、提供すべき情報をどのように区分するのか、若しくは一律の情報提供とするのかなど議論していきたい。 ・ 委託会社の審査について <ul style="list-style-type: none"> ➤ 委託会社への審査という項目があるが、公募投信を扱っても審査は必要でないのに、特定投資家私募投信を扱うと審査義務が生じるのは少し不自然に思う。運用会社における審査の必要性がどこまであるのかは、議論の余地があると考ええる。 ➤ 委託会社への審査において、実際の運用が外国法人の場合は、相応の審査がなされるべきであると考ええる。他方で、国内の運用会社であれば、金商業者や投信協会会員としてすでに体制が整備されているかと思うので、それに応じた軽微な審査で足ると考える。 ・ 特定投資家私募投信基準価額の算定について <ul style="list-style-type: none"> ➤ 特定投資家私募投信の投資対象として非上場株式が挙げられているが、非上場株式は時価がなく流動性が乏しいため、基準価額を算出するに際して新しい基準を策定する等の対応を検討する必要がある。 ・ 株式コミュニティについて <ul style="list-style-type: none"> ➤ 株主コミュニティの運営会社として課題に思うことは、買方や売方に注文が偏りなかなかマッチングができないため、流動性が低い状況が続いていることである。特定投資家を参加勧誘対象者とするのは当該課題を解消することになると思われるので賛成である。 <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>