

意見書

2025 年 10 月 9 日

アストナリング・アドバイザー合同会社

代表 三瓶裕喜

所用のため、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第3回）を欠席いたしますので、以下の通り、書面にて意見を提出させていただきます。

1. 有価証券届出書免除の検討

1) 引上げ後の届出免除基準の金額水準について

第1回 DWG での意見を踏まえ、資金調達状況に関する調査・分析を実施いただき事務局に感謝いたします。P.6 資金調達金額別の件数分布、P.7 金額基準を引き上げた場合の影響の分析を踏まえつつ、P.9「届出免除基準の引上げに関する意見」に記載されている3点はいずれも引上げ理由として納得感があり、5億円に引き上げることをサポートしていると考えます。

他方、東証の集計^{注)}によると、2018年以降のマザーズ・グロース市場へ上場した357社の IPO 時の資金調達額は、その67%が10億円未満です。また、IPO の配分状況は84%が個人投資家です。したがって、届出免除基準を10億円まで引き上げてしまうと東証グロース市場への IPO と大きく重複します。未公開のスタートアップの資金調達支援とグロース市場への IPO など各成長段階のスムーズな連鎖が事業基盤の強化及び成長を加速する政策に重要であると考えます。

したがって、引き上げる金額水準は5億円が妥当であると考えます。

注) 2023年2月15日「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議第8回」東証説明資料①

2) 届出免除基準の引上げに伴う投資者保護策のあり方について

これまで1千万円～1億円未満の募集等の場合に提出が求められていた有価証券通知書は「新規発行(売出)有価証券」及び「有価証券の募集(売出し)の方法及び条件」について2～3ページ記載しているに過ぎず情報が限られています。したがって、届出免除基準金額の引上げに伴い、特定投資家私募について求められている特定証券情報に準じて添付書類として会社法上の事業報告及び計算書類を追加、EDINET を通じた公衆縦覧は発行者の追加負担(限定的とみられる)を考慮しても妥当な案と考えます。

3) 届出免除基準引上げ後の少額募集制度のあり方について

案①(廃止する)を支持します。

1998年改正で少額免除基準を5億円から1億円に引き下げた結果生まれた通常の募集金額基準との差額範囲を埋めるために導入された少額募集制度の経緯からすると、埋める差額範囲が無くなったので廃止とするのが適当と考えます。

また、案②を選択する場合、5億円以上10億円未満という前述したグロース市場の67%の IPO

の資金調達額に匹敵するにも関わらず、少額募集で可能としている簡易な様式での有価証券届出書は、「単体のみ」や「1期分」など大きく見劣りする内容であり、金商法の下での多様な資金調達規律の整合性の観点からも説明しにくいと考えます。

2. 特定投資家私募制度の見直し

潜在的特定投資家を追加する施策の方向性については、特定投資家の裾野を広げるという政策意図は理解できます。しかし、今回の事務局案では潜在的特定投資家の位置付けが不明瞭です。一般投資家と特定投資家の違いには、「特定投資家になるための要件」、「特定投資家としての地位(手続き)」、「その結果得ることができるメリット」が明確になっていますが、P.22 の表の整理の通り、潜在的特定投資家は、一般投資家と特定投資家の双方にまたがっており、3者の区別、特に行為規制の適用や不招請勧誘の禁止等の適用に関わる権利義務などが複雑になる懸念があります。

3. 株式報酬制度の見直し

有価証券届出書の提出を不要とすることの法的な整理を、①「募集」に該当するが特例として免除するのか、②「募集」に該当しないとするのか、については、発行会社、株式交付を受ける者、その他の株主いずれへの影響にも差がないと考えられるためどちらでもよいのではないかと考えますが、②を選択すると、他の状況で「募集」に該当しない条件を検討する場合に影響する可能性があるかもしれません。したがって、①の方が当該規律にのみ関係するため、より適当ではないかと考えます。

以上