資料６
総合科学技術・イノベーション会議
イノベーション・エコシステム専門調査会
（第2回）R4.3.9

金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」における スタートアップ企業等への円滑な成長資金供給に関する検討

2022年３月９日

金融庁　企画市場局市場課
市場企画管理官 永山 玲奈

金融庁
Financial Services Agency

金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」の概要

■諮問事項　　2020年９月11日

○　市場制度のあり方に関する検討
　コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配意しつつ、成長資金の供給、海外金融機関等の受入れに係る制度整備、金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等について検討を行うこと。

■メンバー等

［座長］
神田　秀樹　学習院大学大学院法務研究科教授

［メンバー］
有吉　尚哉　弁護士（西村あさひ法律事務所）
井口　譲二　ﾆｯｾｲｱｾｯﾄﾏﾈｼﾞﾒﾝﾄ㈱ﾁｰﾌ･ｺｰﾎﾟﾚｰﾄ･ｶﾞﾊﾞﾅﾝｽ･ｵﾌｨｻｰ 執行役員 統括部長
上柳　敏郎　弁護士（東京駿河台法律事務所）
神作　裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授
佐々木百合　明治学院大学経済学部教授
武田　洋子　三菱総合研究所シンクタンク部門副部門長兼政策・経済センター長
野村亜紀子　野村資本市場研究所研究部長
原田喜美枝　中央大学商学部教授
福田　慎一　東京大学大学院経済学研究科教授
松尾　健一　大阪大学大学院高等司法研究科教授
松岡　直美　ソニーグループ（株）執行役員
松本　勝　VISITS Technologies（株）代表取締役
森下　哲朗　上智大学法科大学院教授

■開催実績（令和３年10月以降）

第12回（令和３年10月15日）・資本市場を巡る諸課題

第13回（令和３年12月６日）・経済成長の成果の家計への還元促進

第14回（令和４年１月21日）・市場インフラ機能の向上

第15回（令和４年２月17日）・成長・事業再生資金の円滑な供給

※令和２年10月から令和３年６月にかけて11回の会議を実施し、第一次報告（令和２年12月）・第二次報告（令和３年６月）を取りまとめた。
各報告書の内容は以下の通り。

第一次報告：・海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備
・外国の法人顧客に関する銀証ファイアーウォール規制の緩和

第二次報告：・成長資金供給の円滑化
・国内顧客に関する銀証ファイアーウォール規制の見直し

これまでの取組（市場制度WG第二次報告（2021年６月18日））

第15回市場制度WG資料抜粋

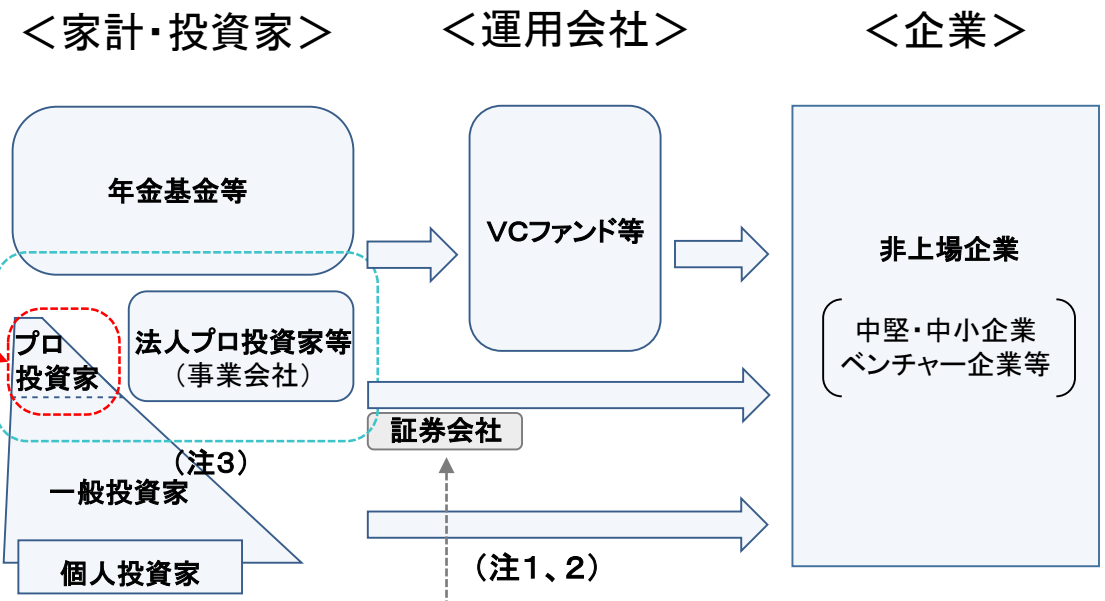
一般投資家の保護を徹底しつつ、プロ投資家がリスクテイクを行いやすい環境を整備する観点から、非上場企業に対する成長資金の円滑な供給に向け、以下の制度整備を行う。

○特定投資家（プロ投資家）による資金供給の促進
【本年半ば目途に内閣府令等改正予定】

－個人の要件弾力化
新たに、年収・職業経験・保有資格・取引頻度を勘案可能とする。

－移行手続等の弾力化

－特定投資家私募の拡充



○非上場株式のセカンダリー取引（流通市場）の環境整備
【本年半ば目途に日証協規則改正予定】

－ 証券会社による特定投資家向け勧誘規則を整備

－ 株主コミュニティ制度において特定投資家を参加勧誘対象に追加

（注1）株式投資型クラウドファンディング制度の更なる機能発揮【本年１月政令等改正】
発行総額（1億円未満）算定方法の見直し、特定投資家の投資上限額（50万円）の撤廃

（注2）東証ベンチャーファンド市場の利用活性化【本年３月東証規則改正予定】

（注3）少人数私募の人数通算期間の見直し【本年１月政令等改正】

1．全体像・問題意識

Ⅰ．非上場企業への成長・事業再生資金の円滑な供給

1）アセットオーナー等による資金供給の拡大

欧米に比べ、日本のアセットオーナー等による非上場株式等への投資は限定的。

2）多様な金融仲介機能の発揮

① スタートアップのレイターステージにおける資金供給の拡大

- レイターステージにおける大規模な資金供給や上場後の継続的な成長支援の観点から、上場前後を跨いだクロスオーバー投資の拡充に期待。
- また、企業が非上場段階でも時間をかけて大きく成長できる環境を整備するため、企業の成長段階に応じ、投資家が円滑に入れ替われるよう、非上場株式のセカンダリー取引の円滑化に期待。

② 金融サービス・支援の高度化

- スタートアップへの経営支援の強化等、VCの高度化に課題があるとの指摘。
- 上場以外の成長の形を目指す企業等には、エクイティ以外の資金調達のニーズがあるが、有形資産を持たないスタートアップ等による借入は限定的。
- コロナ後を見据えた事業再生・事業承継の円滑化に向け、地域企業への総合的な支援に期待。

Ⅱ．企業の成長に資する上場の促進

1）IPOプロセスのあり方

① 公開価格設定プロセスの見直し
日本では諸外国に比べて公開価格と初値の乖離が大きく、上場時の資金調達に影響しているとの指摘。

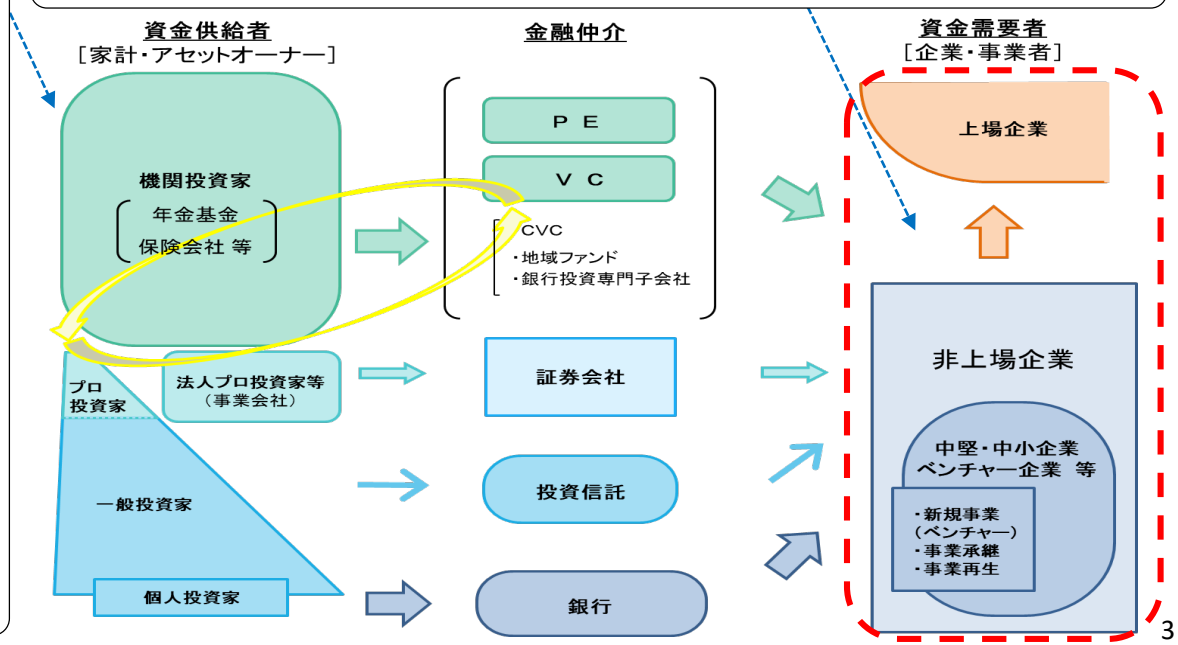
② 上場審査のあり方
IPOを目指す企業のビジネスモデルの更なる多様化が見られる中、これまでの目線では評価が困難な企業の特性やビジネスモデルに応じた上場審査の確保が必要。

2）上場を含むエグジット

① ダイレクトリスティング
米国では証券会社の引受けを伴わずに直接取引所に上場する手法も存在。

② M&A
海外ではIPOのほか、上場企業とのM&Aを通じたエグジット（投下資本の回収）も活発。

③ SPAC（特別買収目的会社）
米国などにおいて、IPO以外の上場手法としてSPACが利用されているが、投資家保護上の課題があるとの指摘。



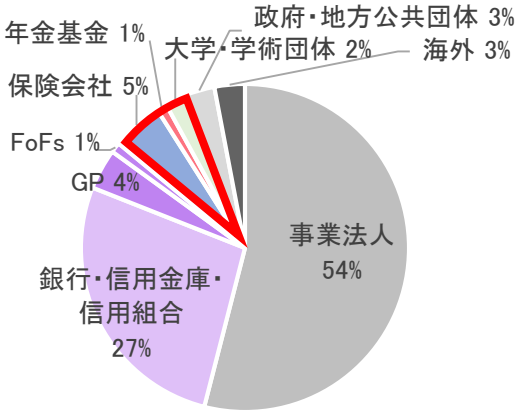
2．アセットオーナー等による資金供給の拡大①（VC・PEへの資金供給の実態）

○ 国内VC・PEへの資金供給主体は事業会社や銀行等が中心であり、海外VC・PEと比較して、年金基金等のアセットオーナーによる資金供給は限定的。（（1）～（3）参照）

○ 米国では大学基金の規模が大きく、VC・PEへの投資を積極的に行っている。（（4）参照）

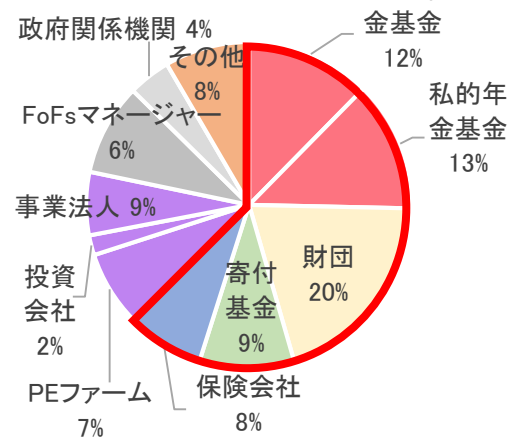
（1）VCへの資金供給主体

＜日本（2020年）＞



（注）非開示分を除いた割合。
（出典）一般社団法人VEC「ベンチャー白書2021」

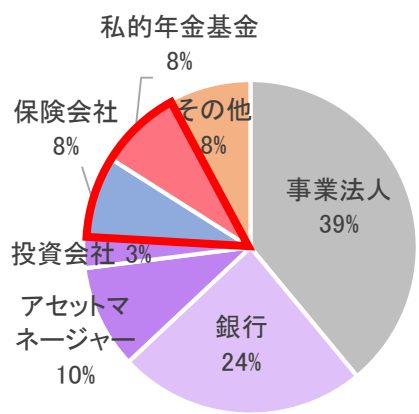
＜米国（2020年）＞



（注）集計対象は2010年～2020年ビンテージの米国VC。
（出典）Preqin（2020）「Preqin and First Republic Update: US Venture Capital in Q1 2020」

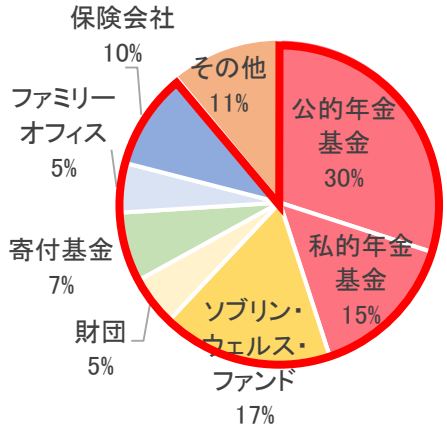
（2）PEへの資金供給主体

＜日本（2017年）＞



（出典）Preqin（2017）「PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL SPOTLIGHT」

＜グローバル（2016年）＞



（出典）Deloitte Center for Financial Services（2016）「Private equity growth in transition Evolve to meet tomorrow's challenges」

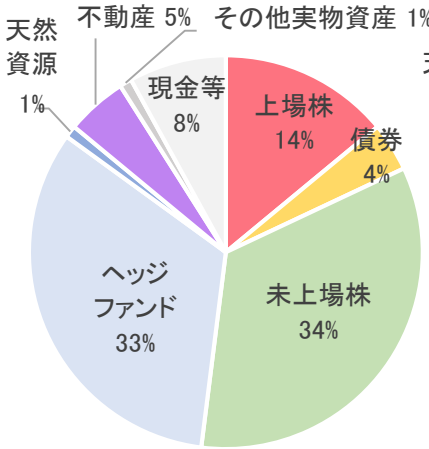
（3）主要な国内外年金基金による非上場株式投資

年金基金名	運用資産額（億ドル）	うち非上場株式（億ドル）	非上場株式の割合	時点
GPIF（日本）	16,665	6	0.03%	2021年3月末
CalPERS（米国）	3,958	265	6.7%	2020年6月末
CPPIB（カナダ）	4,973	1,329	26.7%	2021年3月末

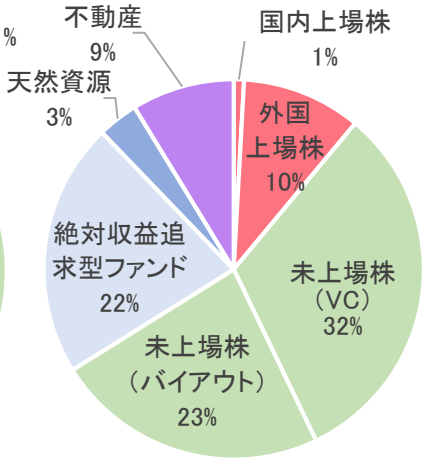
（注）GPIFの数値は111.71円/米ドルを用い米ドル建てに変換。
（出典）各ホームページより金融庁作成

（4）米国大学基金の資産運用事例

＜ハーバード大学＞
532億米ドル
（2021年6月末時点）



＜イェール大学＞
376億米ドル
（2021年6月末時点）



（注）慶應義塾大学は871億円、早稲田大学は298億円、東京大学は190億円（2021年3月末時点）。
（出典）各大学ホームページより金融庁作成

２．アセットオーナー等による資金供給の拡大①（課題）

第15回市場制度WG資料抜粋

○　足元、低金利環境下において年金基金や金融機関は非上場株式を含むオルタナティブ投資の拡大に向けた取組を進めている。こうした中、オルタナティブ投資の専門人材確保・育成が課題の一つとされている。（（1）・（2）参照）

○　また、日本では海外と比較して、ファンドへの投資家（LP投資家）が投資先ファンドに対して十分なリスクテイク/リターンを求める姿勢が弱いため、ファンド運営者（GP）に対する規律が不十分との指摘がある。（（2）参照）

（1）国内主要アセットオーナー等によるオルタナティブ投資

	資産運用額	うちオルタナ投資	うち非上場株式投資	オルタナ投資体制・取組目標等
GPIF	186.2兆円	1.3兆円	0.06兆円	• 2017 年度以降、マネジャー・エントリー制度により選定された運用受託機関を通じ、オルタナティブ資産運用の充実を図る。専門人材の採用等により内部運用体制の強化も進める。 • オルタナティブ投資上限は運用資産の5%（2021年３月末時点：0.70%）。現状PEは海外投資のみであるが、日本特化型運用受託機関を選定し、国内PE投資を進める。
企業年金連合会	12.5兆円	1.5兆円	0.6兆円	• PE投資は2002年より開始。PE投資の専門職部隊にて、ゲートキーパーを活用し投資 • PE投資のポートフォリオの国別配分については、あくまでも目安として日本は10%～25%としており、2021年３月末時点において14%。
ゆうちょ銀行	220.5兆円	4.2兆円	2.2兆円	• 2016年よりオルタナ投資開始。オルタナティブ投資の専属チームを設置し、外部人材の採用や内部人材育成も積極的に取組む。PEに関してはJPインベストメントを設立し、国内ベンチャー・グロース企業への投資機能を強化。 • オルタナ資産を中心とした戦略投資領域と位置付ける資産の2020年度末時点の残高4.2兆円を2025年度末までに 10兆円程度に拡大させることを目指す。
農林中央金庫	60.7兆円	n.a.	n.a.	• 1997年よりPE投資開始。長く自家運用に取り組んでおり、内部でPE投資人材の育成体制を構築。2021年より運用受託機能強化と人材の専門性強化にあたり、オルタナティブ投資業務を農林中金全共連アセットマネジメントに移管。 • 国内食農関連等のベンチャー企業や非上場の成長・成熟企業への投資の拡充を図るべく、農林中金キャピタルを設立。

（注）2021年３月末時点。
（出典）公表情報より金融庁作成

（2）アセットオーナー等の資金供給に関する課題

能力の高い資産運用人材を中途で採用しにくくなっており、グループ内で共同で投資子会社を設立の上、人材の集約を図っている。　*（保険会社）*

国内のLP投資家には十分なリスクテイク/リターンを求める投資家が少なく、国内ファンドGPの育成に繋がっていない。ファンド業界の成長を促すにはLP投資家側の意識改革が必要ではないか。　*（海外運用会社）*

（出典）金融庁によるヒアリングベース

２．アセットオーナー等による資金供給の拡大②（ファンドの課題）

第15回市場制度WG資料抜粋

○ アセットオーナー等による資金供給を拡大するため、受け手であるファンド（国内VC・PE）側の課題として、ファンド規模の拡大、運営体制（ガバナンス、レポーティング体制）の整備、国際基準で比較可能なトラックレコードの整備等が指摘されている。（（1）参照）

○ また、投資先の非上場企業について国際標準に基づく公正価値評価を行うにあたり、監査法人の監査が得られにくいとの指摘がある。（（2）参照）

（1）ファンドの課題

ファンドの運営体制	• 機関投資家が求める水準の投資決定に係るガバナンス体制や投資状況に係るレポーティング体制が整っているVCは限定的。
投資先の公正価値評価	• 投資先のバリュエーションにあたり、国際的にはIPEV ガイドライン（International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines）に沿った公正価値評価が一般的だが、日本の多くのファンドでは、直近ファイナンス価格が参照できない場合等、取得価額に基づく評価が行われており、海外投資家の投資対象となりにくい。
パフォーマンスベンチマーク	• 日本ベンチャーキャピタル協会や日本プライベートエクイティ協会によるパフォーマンスベンチマークが公表され、アセットクラスとしての認知度向上に寄与。他方、国際標準である公正価値評価に基づく数値ではなく、国際比較には課題。

（2）監査法人の課題

監査法人の体制	• 非上場企業について国際標準の公正価値評価を行える人的リソースを有している監査法人は限られるほか、他の監査業務や監査報酬との関係もあり、現時点でファンド監査に充てられるリソースは限定的。将来的なニーズの如何に応じて対応。

（出典）金融庁によるヒアリングベース

3．レイターステージにおける資金供給の拡大①（クロスオーバー投資：非上場株式の投資信託組み入れ）

第15回市場制度WG資料抜粋

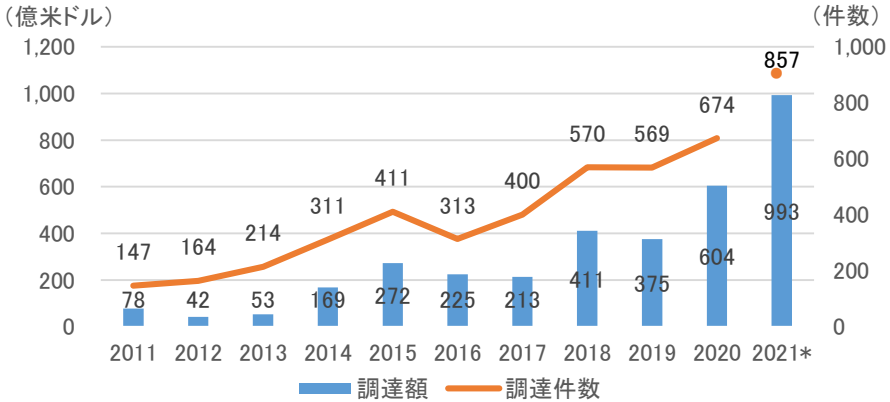
○ 米国では上場までの平均期間が長期化し(注)上場前に大きく成長する企業が増える中、ミューチュアルファンド等が企業の上場前の成長収益を得る目的等で非上場株式にも投資しており、クロスオーバー投資が増加。（（1）・（2）参照）

（注）VCからの初回の出資からIPOによるエグジットまでの平均期間：5.2年（2004年）→6.3年（2020年）。

○ 日本では投資信託のポートフォリオに非上場株式を組み入れることは投資信託法上禁止されていないが、流動性リスク管理や基準価格算定における非上場株式の評価方法のあり方を整理する必要がある。（（3）参照）

（1）米国でのクロスオーバー投資の状況

＜クロスオーバー投資家が関与する資金調達金額・件数＞



（注1）2021年は9月末までの実績。
（注2）クロスオーバー投資家にはVC、PE、ミューチュアルファンド、ヘッジファンド、運用会社等が含まれる。
（出典）PitchBook（2021）「Q3 2021 PitchBook-NVCA Venture Monitor」

（2）米国ミューチュアルファンドによるクロスオーバー投資

＜非上場企業への投資の多いミューチュアルファンド＞

順位	ファンド	社数	AUM比（%）
1	T. Rowe Price New Horizons	33	4.86
2	Fidelity Growth Company	30	2.27
3	Hartford Capital Appreciation A	29	2.83
4	Fidelity Blue Chip Growth	25	2.69
5	Fidelity OTC	25	2.95

（注）2016年第二四半期時点の実績。
（出典）野村資本市場研究所（2021）「ベンチャー・ファイナンスの多様化に係る調査」

（3）国内投資信託への非上場株式組み入れに関する課題

	日本の投資信託に非上場株式を組み入れる場合における課題	（参考）米国のミューチュアルファンドにおける取扱い
論点	**追加設定・解約が可能なオープン・エンド型の投資信託に非流動性資産である非上場株式を組み入れる場合、どのように流動性リスクを管理するか。**	
現状	**各投資信託において最も流動性が低い資産の組入比率の上限を設定**することが投信協規則で求められている。 ※**組入上限について一定の数値基準は設けられていない**。	組入資産のうち**非流動性資産の比率を15%以内**に収めることが米当局（SEC）の規則で求められている。
論点	**基準価格の算定において、市場価格のない非上場株式をどのように評価するか。**	
現状	投信協規則において、組入資産の評価は原則時価で行うことが求められており、**非上場株式は「気配相場」で基本的に評価**することとされている。 現状、**「気配相場」で評価可能な非上場株式は存在せず**、非上場株式を組み入れることが事実上困難。	1940年投資会社法において、価値評価が困難な資産はファンドの取締役会が誠実に（in good faith）決定することとされている。 非上場株式については取締役会が定めた評価手法（Fair value methodologies）により算出された**公正価値で評価**することとされている。

3. レイターステージにおける資金供給の拡大②（非上場株式のセカンダリー取引の円滑化）

第15回市場制度WG資料抜粋

○ 非上場株式のセカンダリー取引の円滑化により、プライマリー取引の促進が期待されるだけでなく、既存株主による早期エグジットの圧力が低下することで上場前に時間をかけて大きく成長できるとの指摘がある。米国では非上場株式のセカンダリー取引のプラットフォームが存在し、投資家の取引ニーズに対応している。（（1）参照）

○ 現状ではPTSが「特定投資家向け有価証券」を取り扱うことは禁止されているが、日本証券業協会において特定投資家私募に関する規則整備が進められていることも踏まえ、今後、PTSの対象としていくことも考えられるとの指摘がある。（（2）参照）

（注1）非上場の金融商品がPTSで流通する場合、商品の適切性の確保等、PTSや取引参加者において上場商品とは異なる配慮が必要な場合があると考えられる。

（注2）現在、株主コミュニティでは、PTSに該当しないよう敢えて取引の一部を電子化しない取扱いもなされている。デジタル化が進む中、電子的な取引のマッチングすべてがPTSに該当するものではないことを明確化することが考えられる。（（3）参照）

（1）主要な米国の非上場株式取引プラットフォーム

	NASDAQ Private Market	Forge Global	EquityZen
設立年	2013年	2014年	2013年
参加企業数	550社以上	400社以上	350社以上
取引規模	290億ドル（2020年までの累計）	100億ドル（2021年までの累計）	非公表
参加投資家	機関投資家、企業	自衛力認定投資家	自衛力認定投資家

（出典）各社公表情報より金融庁作成

（2）特定投資家私募制度について日本証券業協会で検討している規則

- 協会員が特定投資家私募の取扱いをするにあたり発行体が提供、公表すべき特定証券情報等の具体的内容等を規定。
- 特定投資家私募を取り扱うことのできる協会員の日証協による指定、協会員による発行体の審査、及び投資家への勧誘ルール等を整備。

（出典）日本証券業協会公表情報より金融庁作成

（3）株主コミュニティの状況（注）

年	運営銘柄数	参加投資家（延べ）	1銘柄あたりの平均参加投資家	約定金額	1銘柄あたりの平均約定金額
2019	19社	3,377名	約178名	約5.01億円	約2,600万円
2020	21社	3,634名	約173名	約4.98億円	約2,400万円
2021	29社	4,996名	約172名	約9.91億円	約3,400万円

（注）参加投資家は、12月末日における延べ人数を記載。
（出典）日本証券業協会公表情報より金融庁作成