

事務局説明資料

(成長資金の供給のあり方に関する検討(VC・PEファンド関係))

令和3年5月14日(金)
金融庁

市場制度WGにおける委員の主な意見（VC/PE関係）

- 日本のスタートアップのエコシステムには、スタートアップ側と投資家側双方の課題があると認識。スタートアップ側の課題として、グローバルに展開する海外スタートアップの方が投資家にとって魅力的であること、投資家側の問題として、VCやCVCにおける目利き力のある人材の育成が求められていることが挙げられる。
- 資金はあっても使い手がない、優れた投資家がない、ベンチャー投資の出口としてIPOがメインになっているなど、様々な問題があるため、全体でうまく調和がとれていくことが重要。
- 日本のスタートアップ企業の資金調達はいくらかは他国に見劣りするものの、順調に増えていると認識。スタートアップのエコシステムの発展のためには、人材育成に関する独自の成功例の創出が必要。法制の面からは、スタートアップのエコシステム内の投資家向けに投資制限の少ない勧誘ルールを整備できないか。
- 海外では、資金供給者としてVCやPEというカテゴリーが確立しており、実績の高いファンドに対し年金基金等が活発に出資している。企業側も資金調達にあたり、様々な供給主体による資本性資金や負債性資金のほか、メザニンやストラクチャーものなど幅広い選択肢を検討できる。資金調達の選択肢を全体的に広げることがVCやPEを育てるためにも重要。
- 様々な政策をパッケージにして、企業や機関投資家に滞留する資金が非上場企業に流れる仕組みを作ることが重要。
- 特に機関投資家から資金を受け入れる観点から制度や枠組みの見直しを進めるべき。
- 海外では、年金基金やファンド等、中長期的な視点で投資できる機関投資家が主な投資家となっており、このようなアセットオーナーにどのように成長資金を出してもらおうかについて考えていくことが重要。また、アセットオーナーが非上場企業にどのようなスチュワードシップ活動を行うか関心がある。非上場企業のガバナンスについても、必要に応じ議論すべき。
- 公正価値ベースによる純資産価値の評価が日本ではほとんど行われていないことがファンドや年金基金が非上場株式に投資しにくい理由の一つになっているのであれば、改めていくことが考えられる。
- 成長資金供給は、制度的な問題というよりは、投資が少ないから実績もない、実績がないから投資も少ないという問題があり、現状はどちらも解決できていない。例えば、海外から成長資金を呼び込むならば、パフォーマンスの良い国内投資案件があるかが大きな問題。
- 機関投資家の観点からは、Exitの手段である株式上場に関し、公共的存在として開示やガバナンスについて市場の期待に沿ったクオリティの上場企業をいかに増やすかという視点も重要。

非上場企業への資本性資金の流れ

指摘されている主な課題

VC・PEファンドを通じた資金供給

非上場企業に対する資本性資金の主要な供給主体であり、投資額は拡大傾向にあるものの、欧米と比べ市場規模やファンド規模、1件あたりの投資金額は小さい。

- 内外の機関投資家からの資金を更に呼び込むためにはどうすればよいか。
- 成長する企業を見出し(目利き力)、更に成長を支援することで運用力を高めるためにはどうすればよいか。

国内の機関投資家

欧米では年金基金等の機関投資家が非上場株式等に積極的に投資しているが、日本の機関投資家による非上場株式等への投資は限定的。

- 日本の機関投資家によるVC・PE等を通じた国内の非上場企業に対する資金供給を円滑化するにはどうすればよいか。

プロ投資家

個人によるプロ投資家制度の利用は限定的。

- 個人のプロ投資家の基準は適切か。
- プロ投資家制度の「使い勝手」(利用メリット)について見直すべき点はないか。

一般投資家

一般にリスクの高い非上場企業への投資について、個人投資家への投資勧誘が禁止されている(日証協規則)。一方、一般投資家でも利用できる枠組みとして、下記のような一定の要件・特性を備えた枠組みが存在する。

- ・投資型クラウドファンディング
- ・株主コミュニティ
- ・JPXベンチャーファンド市場

- これらの枠組みがそれぞれの特性に応じて十分に機能を発揮するためにはどうすればよいか。

非上場株式のセカンダリー取引

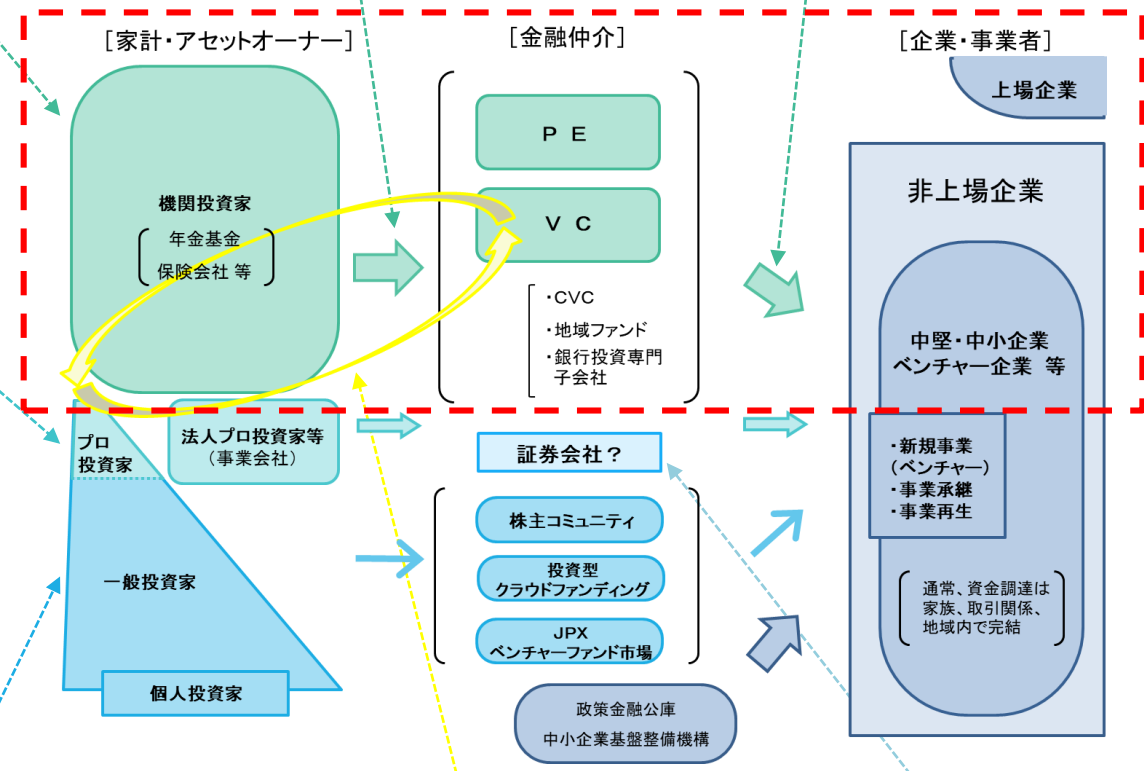
欧米では機関投資家等の中での非上場株式の譲渡が行われることで、

- ① 企業が非上場のまま時間をかけて成長することが可能になっている。
 - ② 投資家は投資回収の機会を見込むことができ、当初の(プライマリー)投資を行いやすくなっている。
- 我が国でも非上場企業への資金供給を行いやすくする観点から、投資家の投資回収機会を充実させるためにはどうすればよいか。

証券会社

非上場株式の投資勧誘は原則として禁止されており(日証協規則)、非上場株式の仲介は基本的に担っていない。

- 証券会社にどのような役割が期待されるのか。



関係者ヒアリングにおける主な指摘※

VC投資

【これまでの進展】

- 国内のVC投資は、この10年で急激に成長した。機関投資家の資金もVCに入り始めている。
- 増えた資金は1件当たりの投資金額増加につながり、優良な投資先の成長を早めている。レイターステージの未上場企業に対する大型の資金供給も可能になってきている。

【課題】

- 機関投資家の投資対象となりうる運営体制(ガバナンス、レポート体制)の整ったVCはまだ少ない。
- ファンドの価値評価として国際標準である公正価値評価が普及していないため、パフォーマンスの国際比較が難しく、機関投資家が投資しにくい。
- VCのレベルは様々であり、ファンドを競争環境に置くことが重要。
- 起業を経験した人材が少なく、十分な経営支援ができていない。
- 地方の研究開発型ベンチャーへの資金供給が不足している。

国内機関投資家

【これまでの進展】

- 機関投資家の資金がPEファンドだけでなく、VCにも入り始めている。

【課題】

- 単年度決算や短期の人事ローテーションの中で、収益化までに時間を要するVC・PE投資は取り組みにくい。
- 運用担当者が短期間で異動するなど、専門性のある運用人材が不足。
- 企業年金は目標リターンが低く、積立超過の状況では、あえて馴染みの薄いVC・PE投資に取り組むインセンティブが低い。
- アセットオーナーがファンド運用者の投資実績を重視する傾向にあり、新興資産運用業者の育成を図るEMP(Emerging Manager Program)の取組みが少ない。

PE投資

【これまでの進展】

- トラック・レコードが積み上がり、パフォーマンスの高さも認識され、海外資金も潤沢に流入してきている。
- 日本の経営者は、かつてファンドへの事業売却に抵抗が強かったが、この10年で事業承継案件を中心に企業側のニーズは高まっている。

【課題】

- ファンドの価値評価として国際標準である公正価値評価が普及していないため、パフォーマンスの国際比較が難しく、機関投資家が投資しにくい。
- 国内ファンドは中小型案件が中心のため、大型化することは難しい。現状、日本ファンドがグローバル化して大型案件を扱うには至っていない。
- レバレッジをかけた既存のバイアウトファンドでは大きなリスクが取れず、海外展開・業界再編といった非連続的な成長の支援が困難。

エグジット・上場

【これまでの進展】

- 日本では小規模な上場が可能であるが、優良企業はレイターステージの資金調達もできるようになり、非上場のまま大きく成長することも可能となってきている。
- 公開価格を高めるため上場前から機関投資家の資金を受け入れる、大規模なグローバルオフリングを行うなど、資本政策面における新たな成功事例が出てきた。

【課題】

- これまでの画一的な市場慣行にとらわれず、大型のIPOを増加させるためには、インパクトのある成功事例を作っていくことが重要。
- 中小型上場の場合、上場後、成長資金調達が困難となる「市場の谷」に直面する。
- エグジット後の成長可能性の観点から、IPOだけでなく、事業会社によるM&Aも活性化すべき。

ご議論いただきたい事項

- 内外の機関投資家からVC・PEファンドへの投資を増やすにはどうすればよいか。

(論点案)

- ✓ ファンドの運営体制(ガバナンス、レポーティング体制等)
- ✓ ファンドにおける投資先のバリュエーションのあり方(公正価値評価)
- ✓ 機関投資家側の投資人材、投資インセンティブ(単年度決算、人事ローテーション等)

- VC・PEファンドの目利き力・運用力を高めるためにはどうすればよいか。

(論点案)

- ✓ 運用人材(起業経験者、トラックレコード、EMP等)
- ✓ 地域・分野の投資ギャップ(地方の研究開発型ベンチャー、非連続的な成長支援等)
- ✓ ファンド間の競争

- 持続的な企業の成長のためにはどのようなエグジットが望ましいか。

(論点案)

- ✓ IPOを行う際の企業規模(上場後の「市場の谷」、上場までの戦略的な資本政策、公開価格のあり方等)
- ✓ 企業によるM&A