

事務局説明資料(これまでの経緯と取り巻く環境等)

2024年4月30日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

目次

| | | |
|------|---------------------------------|-----|
| I. | これまでの検討経緯 | P2 |
| II. | ベンチャーキャピタルを取り巻く環境 | P8 |
| III. | ILPA Private Equity Principles等 | P12 |

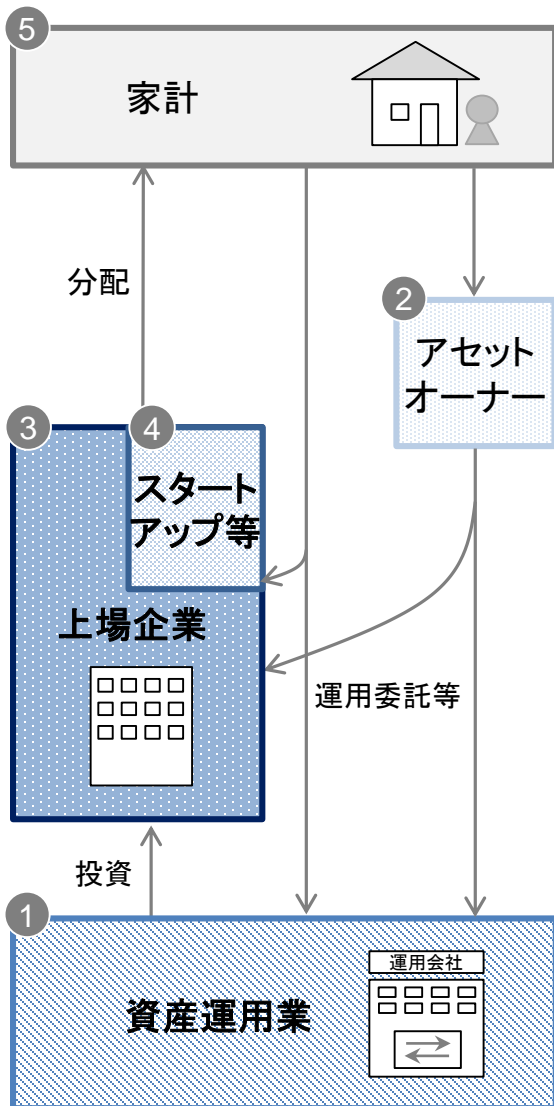
I. これまでの検討経緯

II. ベンチャーキャピタルを取り巻く環境

III. ILPA Private Equity Principles等

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書の概要

- 家計からの投資の運用を担い、リターンを生み出す資産運用会社の高度化を図るとともに、企業への成長資金の供給を促し、その成果を家計に還元することで、インベストメント・チェーンを通じた「成長と分配の好循環」を推進し、資産運用立国の実現に向けた取組みを進める。



1 資産運用会社の高度化 ≫ 家計を含む投資家へのリターン向上、投資先の企業価値の向上

- 投資運用業の参入要件の緩和(ミドル・バックオフィス業務の委託等)★
- 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP)の実施
- 大手金融グループにおける運用力向上やガバナンス改善・体制強化
- 金融商品の品質管理を行うプロダクトガバナンスに関する原則の策定
- 投資信託に関する日本独自の慣行の見直し(一者計算の促進等)

2 アセットオーナーに対する金融機関の取組み ≫ 顧客等の最善利益の確保

- 金融機関による顧客等の最善利益を確保する観点からの運用や、DC加入者への運用商品の適切な選定・提案、情報提供の充実を促進

3 スチュワードシップ活動の実質化 ≫ 日本企業・日本市場の魅力向上

- 企業価値向上に向けた対話促進のための大量保有報告制度の見直し等★

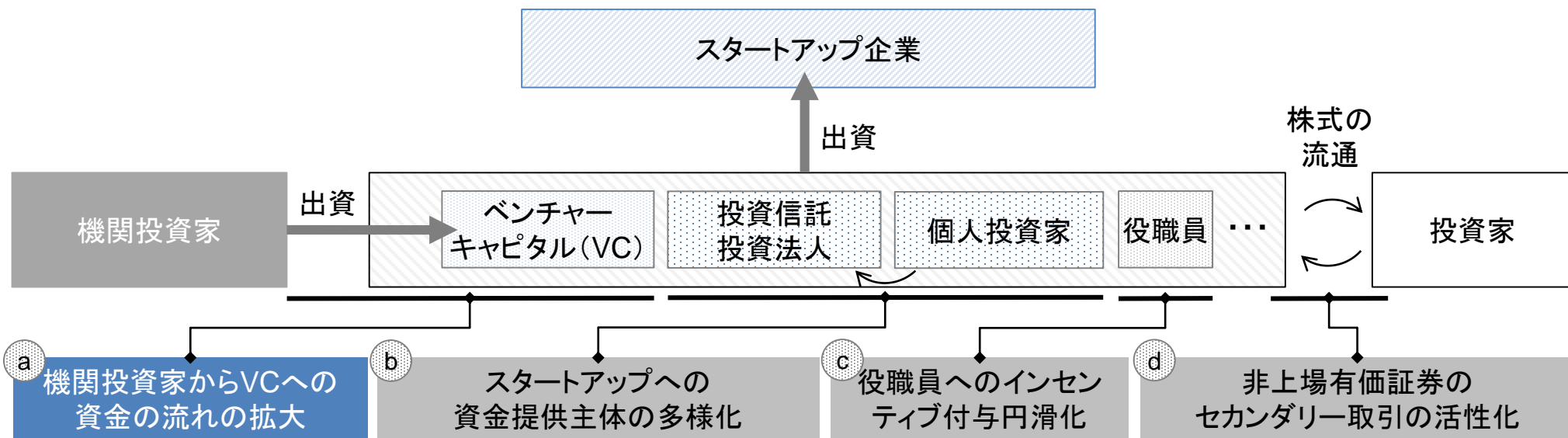
4 成長資金の供給と運用対象の多様化 ≫ スタートアップの活性化、収益機会の拡大

- **ベンチャーキャピタル向けのプリンシプルの策定**
- 非上場株式を組み入れた投資信託・投資法人の活用促進
- 投資型クラウドファンディングの活性化
- 事後交付型株式報酬に係る開示規制の明確化
- 非上場有価証券のセカンダリー取引の活性化(仲介業者の規制緩和)★

5 家計の投資環境の改善 ≫ 金融リテラシーの向上、貯蓄から投資への推進

- 金融経済教育推進機構を中心とした金融経済教育の推進
- 累積投資契約のクレジットカード決済上限額の引上げ(5万円から10万円に)

成長資金の供給と運用対象の多様化(⇒スタートアップの活性化、収益機会の拡大)



a 機関投資家からVCへの資金の流れの拡大

- VCのガバナンス等の水準を向上させ、長期投資に資するアセットクラスとしてのVCの魅力高めるため、「ベンチャーキャピタル・プリンシプル」を策定
- VCが保有する有価証券の評価の透明性を向上させるため、公正価値評価を推進

b スタートアップへの資金提供主体の多様化

- 投資信託への非上場株式の組入れを行うための枠組み(自主規制規則)の整備、**上場ベンチャーファンドの促進**(開示頻度の緩和等)
- 投資型クラウドファンディングの活性化
 - 企業の発行総額上限
1億円→**5億円**(1~5億円は簡素化された開示様式を利用可)
 - 投資家の投資上限
50万円→**年収や純資産に応じた設定**

c 役員へのインセンティブ付与円滑化

- 企業が役員に付与する譲渡制限付株式ユニット(RSU)等の**事後交付型株式報酬**について、有価証券届出書に代えて、**臨時報告書の提出を認める特例**を設ける

d 非上場有価証券のセカンダリー取引の活性化

- **非上場有価証券の取引の仲介業務への参入を促すため**、
 - プロを対象とし、原則として金銭等の預託を受けない場合は、**第一種金融商品取引業の登録要件を緩和**
 - **私設取引システム(PTS)**について、取引規模が限定的な場合は、**認可を要せず**、第一種金融商品取引業の登録により**運営可能**とする

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ資産運用に関するタスクフォース報告書(2023年12月12日)

VI 成長資金の供給と運用対象の多様化の実現

1. ベンチャーキャピタルを巡る課題 ②ベンチャーキャピタル向けのプリンシプル

- スタートアップ企業への資金供給を円滑化するためには、国内外の機関投資家の資金がVCを通じて国内のスタートアップ企業に供給される流れを拡大することが重要である。そのためには、上記のVCファンドの公正価値評価の促進に加え、国内のVCの運営について、海外VCと同等のガバナンスや情報提供等が確保されていく必要があることが指摘されている。例えば、GPの利益相反管理を含むガバナンス、GPがLP(リミテッド・パートナー、ファンドへの投資者)に提供する情報等に関する課題が挙げられる。また、VCの投資のエグジットがスタートアップ企業の上場(IPO)に偏っており、いわゆる小粒上場の要因になっているとの指摘や、上場後にVCの経営サポート等がなくなることによりスタートアップ企業の持続的成長に向けた支援が途絶えてしまうことも課題として指摘されている。
- 広く機関投資家からLP出資を獲得することを目指すVCについては、海外での実務も参考にしつつ、適切なガバナンスや規律が確保されていることが重要である。長期運用に資するアセットクラスとしてのVCの魅力を高め、VC業界の発展を後押し、ひいてはスタートアップ企業への資金供給を活性化するため、我が国スタートアップ企業を取り巻く状況やグローバルな実務等を踏まえたベンチャーキャピタル・プリンシプル(仮称)を策定し、広く機関投資家から調達を行うVC全体のガバナンス等の水準の向上を図ることが適当である。なお、多数の投資家からのLP出資を予定していないVCとして、例えばコーポレート・ベンチャーキャピタル(CVC)等もあるため、そうしたVCがあることも踏まえながら、プリンシプルの範囲や内容等を検討していくことが適当と考えられる。
- また、海外機関投資家による国内VCへの投資が促進されるよう、国内VCと海外機関投資家とのマッチングの場が設けられるような取組みが広がっていくことも期待される。

資産運用立国実現プラン(2023年12月13日)

5. 成長資金の供給と運用対象の多様化

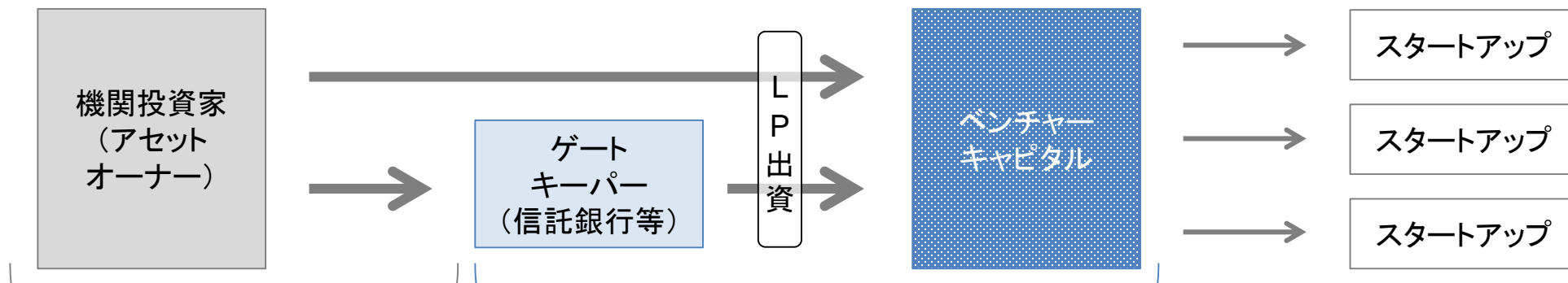
(1) スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進

<施策>

- ベンチャー投資の促進に向けた環境整備を図るため、ベンチャーキャピタル向けのプリンシプルを策定するほか、非上場株式の公正価値評価を促進するとともに、投資型クラウドファンディングに係る規制緩和を行う。

ベンチャーキャピタル・プリンシプルの策定

- 長期運用に資するアセットクラスとしてのベンチャーキャピタル(VC)の魅力を高め、VC業界の発展を後押しすることが重要。このため、金融審議会の報告^(注1)では、VC向けのプリンシプルを示すことで、VCの属性等に応じ、広く機関投資家から資金調達を行うVC全体のガバナンス等の水準を向上させることとされている^(注2)。



(参考)アセットオーナー・プリンシプル

受益者に適切な運用の成果をもたらすよう、アセットオーナーに求められる役割を明確化したプリンシプルを策定^(注3)

ベンチャーキャピタル・プリンシプル

〔広く機関投資家からLP出資の獲得を目指す
ベンチャーキャピタルへの期待〕

広く機関投資家からLP出資を獲得することを目指すVCについて、例えば以下の課題の改善に向けた取組みを後押しするプリンシプルを示すことが考えられる。

- 情報提供: 公正価値(時価)ではない評価の実施
- ガバナンス: 複数ファンドや他事業運営といった兼業
- 投資先支援: 日本独自の投資条件による資本提供

(例: 上場を実質的な投資の与件として設定) 等

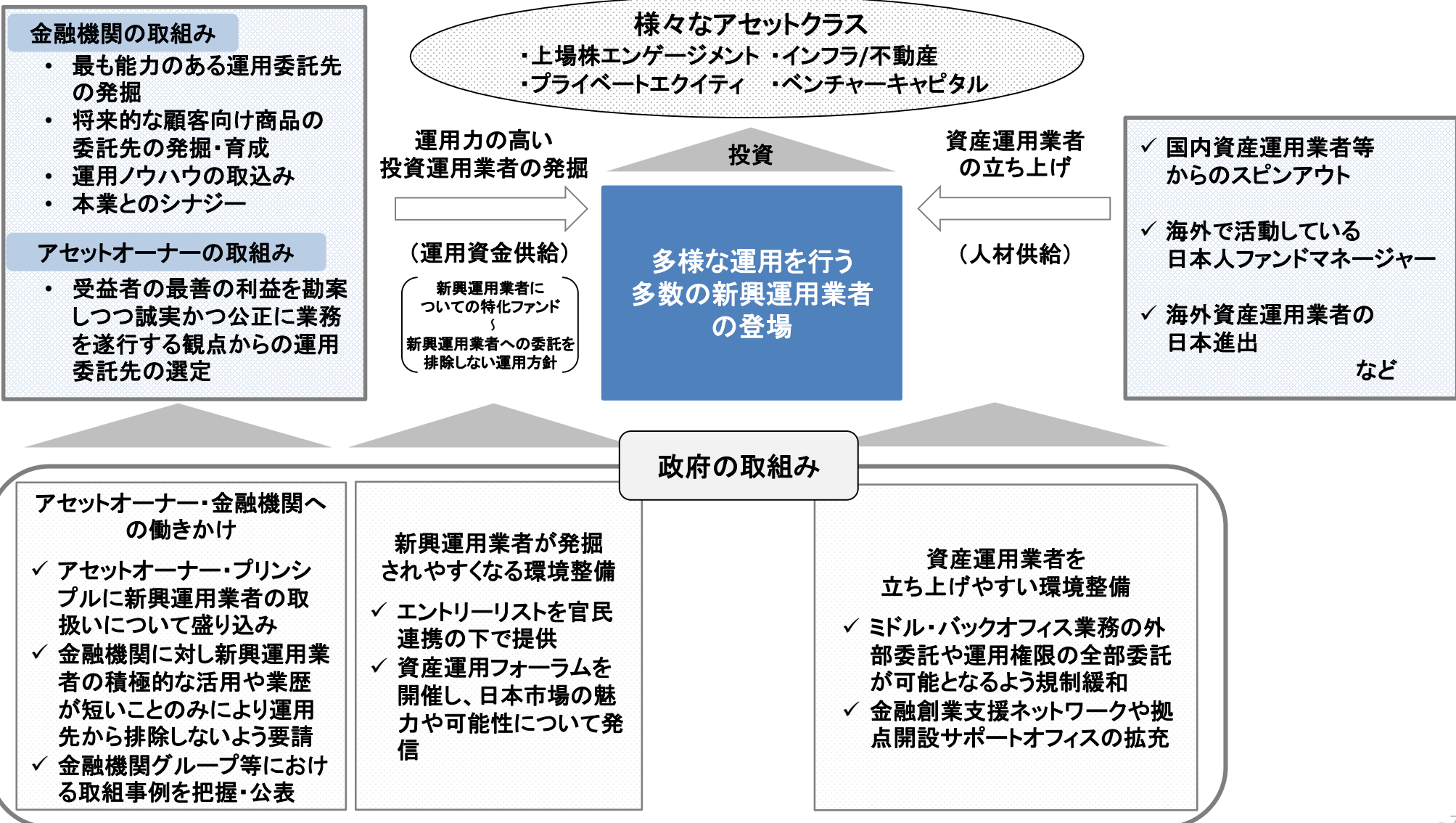
(注1) 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース」報告書(2023年12月12日公表)

(注2) 多数の機関投資家から資金を集めることを目的としないコーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC)等もスタートアップへの重要な資金供給主体となっており、これらのVCはその性質に応じた運用体制をとることが考えられる

(注3) 「資産運用立国実現プラン」(2023年12月13日公表)

I [参考]新興運用業者促進プログラム(EMP)の全体像

- 我が国金融業界及びアセットオーナーが、新興運用業者による運用成果を通じて、より顧客(加入者)の最善の利益を実現できる環境を整備するため、官民挙げて以下のような取組みを総合的に実施する。



I. これまでの検討経緯

II. **ベンチャーキャピタルを取り巻く環境**

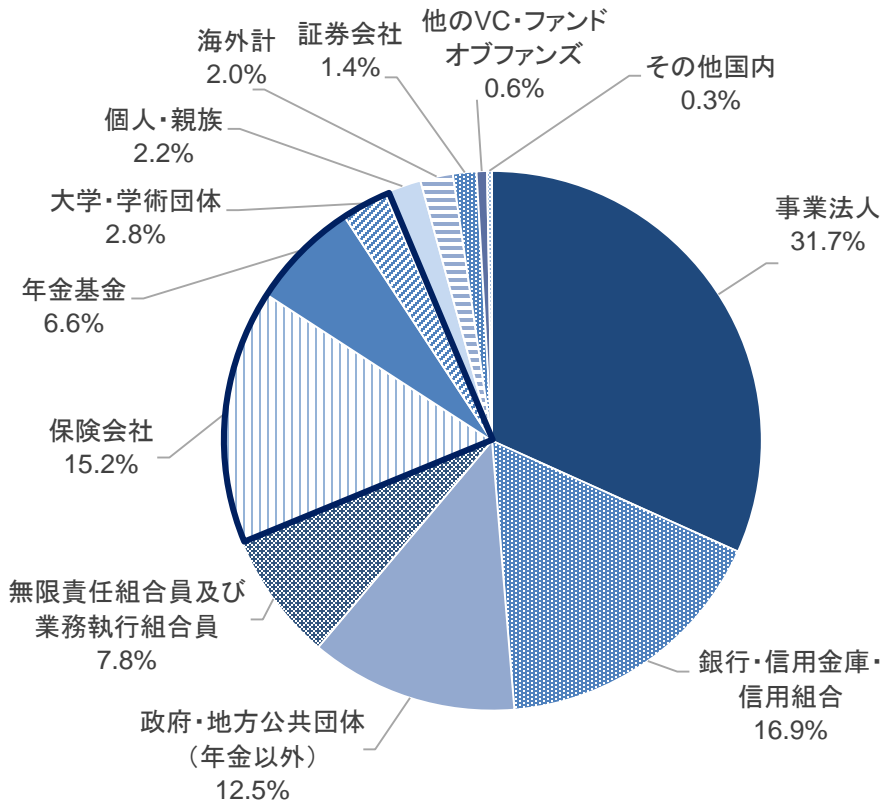
III. ILPA Private Equity Principles等

機関投資家からVCに対する投資

- VCへの資金供給者を日米で比較すると、日本では事業法人や銀行等の預金取扱金融機関が約半数を占めている。一方、米国では年金基金や財団、寄付基金、保険会社が6割程度を占めている。

VCファンドへの資金供給主体

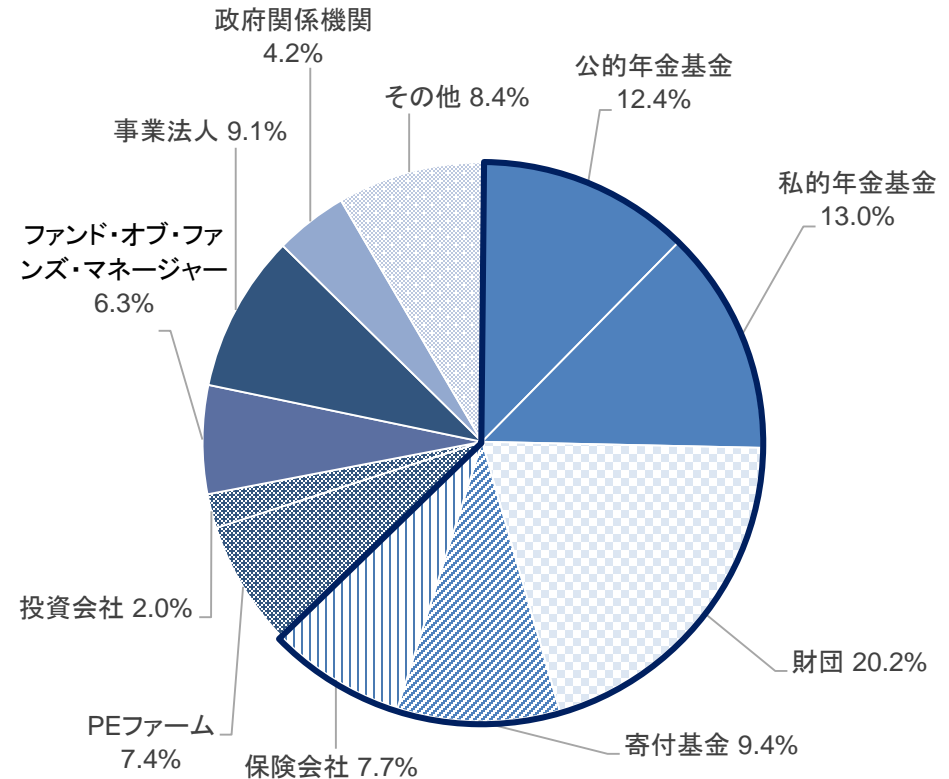
日本(2022年)



(出所)一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」より四半期ごとの各主体による資金供給額を加算して金融庁算出

(注)非開示分を除く割合

米国(2020年)



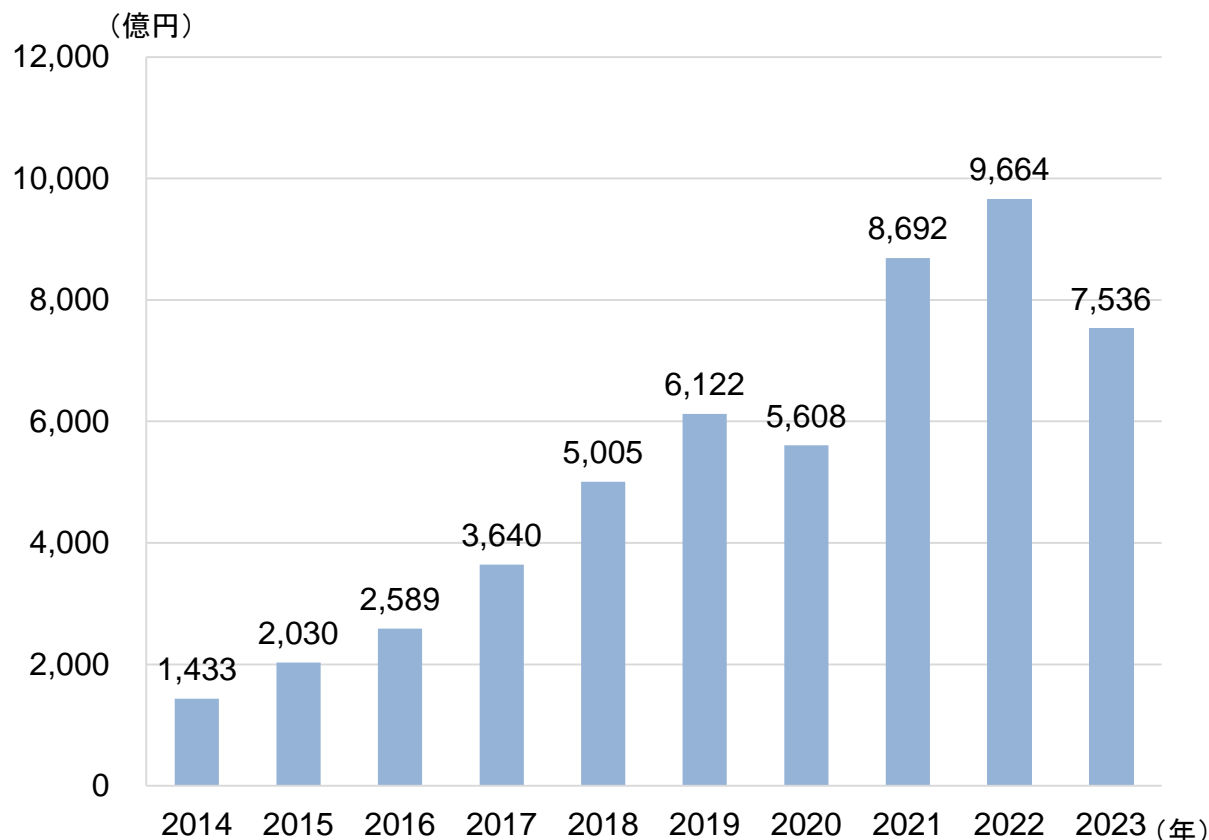
(出所)Preqin (2020) 「Preqin and First Republic Update: US Venture Capital in Q1 2020」

(注)集計対象は2010年～2020年ビンテージの米国VCファンド

スタートアップへの資金供給の状況

- 国内スタートアップの資金調達額は、年々増加傾向であり、2022年は1兆円に迫る水準。
- 国内スタートアップに投資を行う主体のうち、VCによる投資額は全体の37%を占め、スタートアップへの資金供給において、重要な役割を果たしている。

国内スタートアップの資金調達額の推移^(注1)



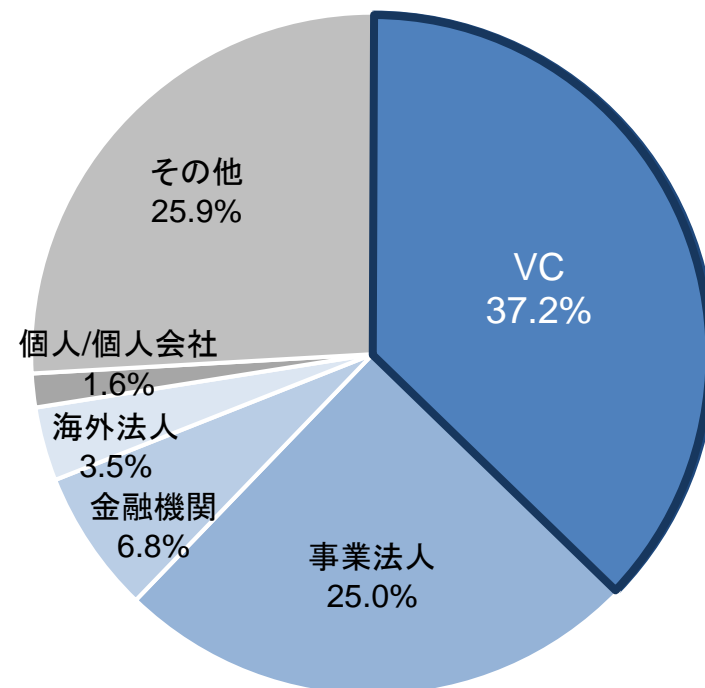
(注1)「国内スタートアップの資金調達額の推移」は、各スタートアップによる「資金調達額」をもとに算出されており、「資金調達額」には買収・子会社化や株式の移動、事業証券化、債券発行、負債による調達額は含まれない

(注2)「国内スタートアップへの資金供給主体」は、前記の「資金調達額」と異なり、各資金供給主体からのスタートアップへの「投資額」(推計を含む)をもとに算出されており、「投資額」には、株式の移動や買収・子会社化、その後のEXITまでの投資などが含まれる

(出所)INITIAL「2023年 Japan Startup Finance」

国内スタートアップへの資金供給主体^(注2)

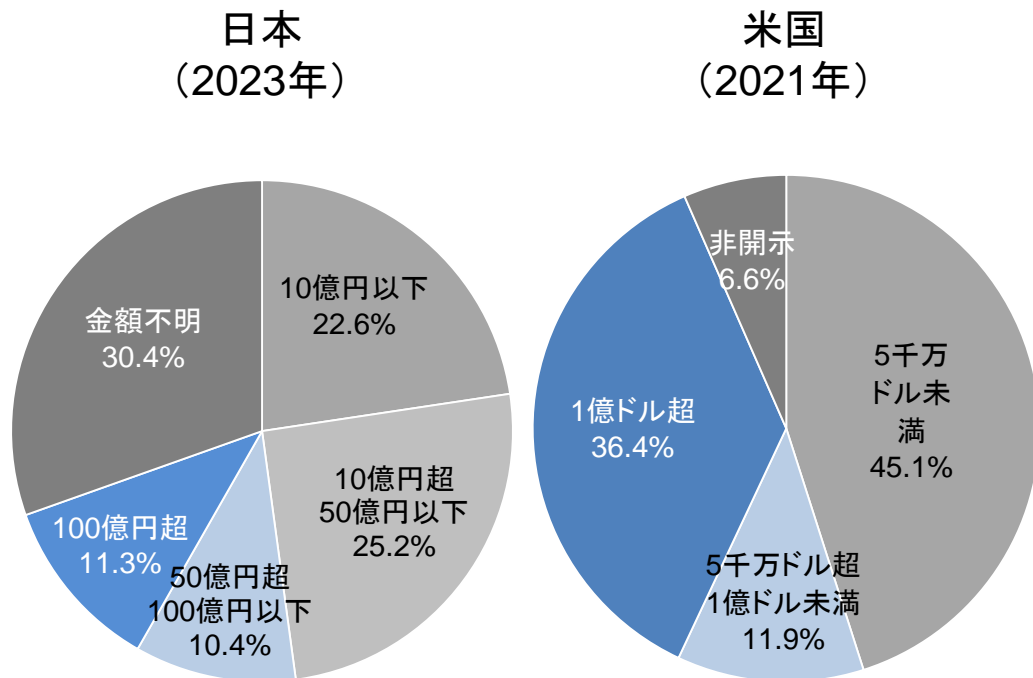
(2023年)



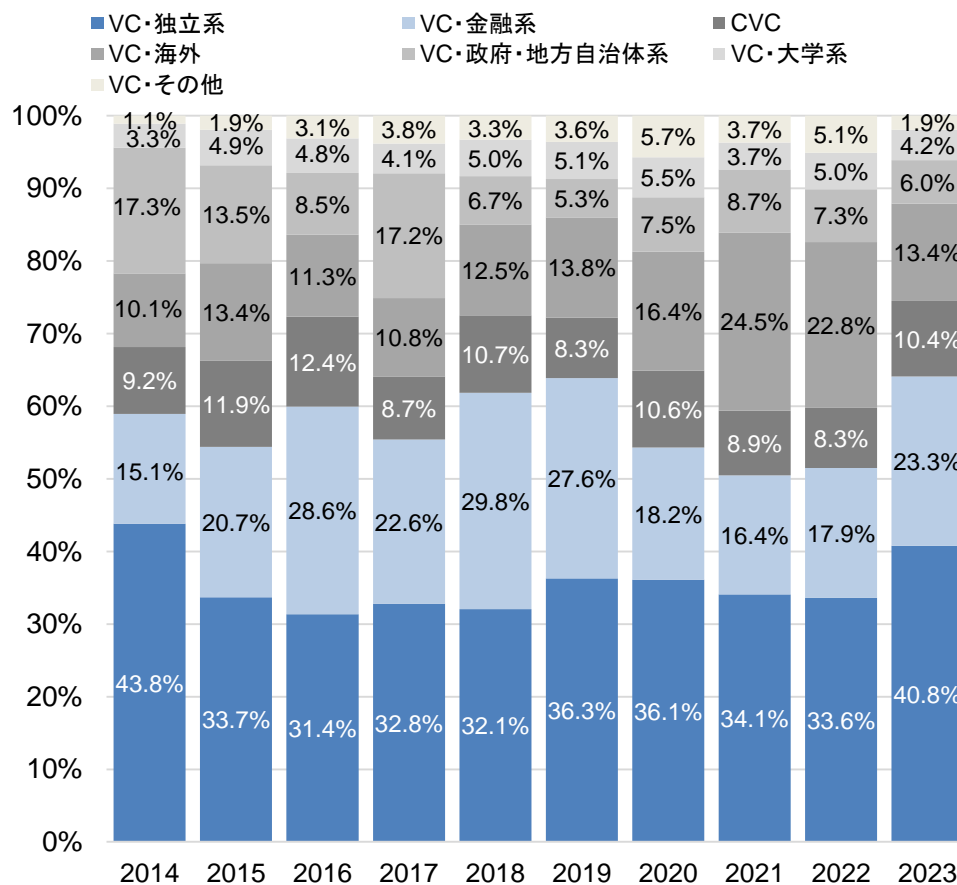
規模別・属性別VCの組成・投資状況

- 2023年に組成された我が国のVCファンドのうち、100億円を超えるVCファンドの割合は11.3%(115ファンドのうち13ファンド)である一方、2021年に組成された米国VCのうち、1億ドルを超えるVCの割合は36.4%に及ぶ。
- 2023年における我が国のVCによる投資額は、独立系VCの占める割合が最も多く(40.8%)、CVCの割合は10.4%であった。

規模別VCのファンド数の割合



日本のVC属性別の投資額割合



(出所)【規模別VCのファンド数の割合】日本:INITIAL「2023年 Japan Startup Finance」、米国:PitchBook—NVCA, "Venture Monitor(Q4 2021)".

【VC属性別の投資額割合】INITIAL「2023年 Japan Startup Finance」

I. これまでの検討経緯

II. ベンチャーキャピタルを取り巻く環境

III. ILPA Private Equity Principles等

ILPA Private Equity Principlesの概要

- ILPA (Institutional Limited Partners Association) (注1) は、非上場株式投資におけるベスト・プラクティスとしてPrivate Equity Principlesを策定(2009年9月に公表(2011年・2019年に改訂、現在は第3版))。
- 運用主体たるGPと出資主体たるLPの双方が本プリンシプルの考え方を理解し、対話および議論を促すことが目的とされている。

ILPA Private Equity Principlesの主要項目

| Transparency(透明性) | Governance(ガバナンス) | Alignment of Interests(利害の一致) |
|--|--|---|
| <div data-bbox="58 554 669 611">Financial Disclosures</div> <ul style="list-style-type: none"> 管理報酬や費用等、四半期財務情報、年次財務報告、ポートフォリオ情報、パフォーマンス報告等の開示 キャピタル・コールと分配通知 <div data-bbox="58 839 669 896">Notification and Policy Disclosures</div> <ul style="list-style-type: none"> ESG方針、法的・ビジネスリスク等の開示 <div data-bbox="58 1018 669 1075">LP Disclosures</div> <ul style="list-style-type: none"> 他のLPに関する情報提供、GPから提供される情報保護 | <div data-bbox="727 554 1338 611">Fund Governance</div> <ul style="list-style-type: none"> GPの受託者責任(Fiduciary Duty) 業種分散や時間分散など投資戦略 ファンド間で重複する投資の制限 LPACs (注2)のベストプラクティス 監査人の独立性 <div data-bbox="727 932 1338 989">Key Person</div> <ul style="list-style-type: none"> 主要人物の特定およびコミット等による投資チームのコミットメント | <div data-bbox="1400 554 2011 611">GP and Fund Economics</div> <ul style="list-style-type: none"> Waterfall構成(注3)、成功報酬、クローバック(注4)、管理報酬等の経済条件 <div data-bbox="1400 775 2011 832">Fund Term and Structure</div> <ul style="list-style-type: none"> GPによる出資コミットメント、ファンド運用期間の延長 |

(注1)非上場株式投資を行うLPのために設立された国際的な非営利団体。約50か国の約600の会員機関が所属

(注2)リミテッド・パートナー・アドバイザリー・コミッティー。必要とされる場合にGPにLPの意見を示す委員会

(注3)PEファンドにおける、収益分配の順序(誰に・いつ・いくら分配されるか)を定めたルール

(注4)支給済み報酬等の返還条項

ILPA Reporting Template Guidanceの概要

- ILPA Reporting Template Guidanceはプライベート・エクイティ業界における情報提供に関する実務慣行をより統一することを促進し、LPに必要な情報が提供されること、およびGPにおける報告負担を軽減するために、2016年に公表されている。
- Reporting Templateとして、資本勘定計算書、コミットメント、報酬・費用の配分表、等の様式が示されている。

ILPA Reporting Template Guidanceの主な項目

I Executive Summary

II Detailed Template Guidance

- 1 Frequency & Implementation
- 2 Tiered Content-Differentiated Levels of Reporting
- 3 Scaled Implementation-Fund Sizes
- 4 Application to Legacy Funds
- 5 Conformity with the LPA
- 6 Use of Estimates for Individual Partner's Balances
- 7 Template Endorsement
- 8 GP Modifications to Template
- 9 LP Modifications and Adherence to the Template
- 10 Footnotes
- 11 Fee Allocations to Remaining Positions held by the Manager
- 12 Fund of Funds Template
- 13 Miscellaneous

主な内容

- 四半期毎にExcel等のデータ形式でLPに提供されるべき
- 財務情報について2階層のReporting Templateとして、要約版のLevel1、より詳細な科目の記載があるLevel2が示され、両方がLPに提供されることを推奨。一方、ファンド規模に見合った必要な情報をLPとして考慮すべき
- Legacy Fundの運用開始以来の情報の提供については、LPとしてその必要性を検討すべき
- 各財務数値に関しては、各LPに対して、その持分ごとの換算分を計算し、提供すべき
- Reporting Templateの受け入れを行う場合には、その旨を表明することが推奨され、Templateを用いるGPは各科目の削除等の修正を行うべきではない

[参考]ILPAの会員機関の概要

- ILPAは、非上場株式投資を行うLPのために設立された国際的な非営利団体であり、LP間の情報共有の場となっている。
- 現時点において、約50か国の約600の会員機関が所属しており、世界の機関投資家のプライベート・エクイティ向けAUMの50%を占める。日本では、GPIF、企業年金連合会、ゆうちょ銀行、産業革新投資機構(JIC)等が所属している。

会員機関リスト[一部]

| 公的年金・ 退職年金 等 | 基金・財団 | 保険・銀行 | ファミリーオフィス | 開発金融機関・ ソブリン・ウェルス・ファンド |
|--|--|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ・GPIF ・CalPERS ・PGGM ・Australian Retirement Trust ・AFP ProVida ・Danica Pension ・Pension Protection Fund ・企業年金連合会 ... | <ul style="list-style-type: none"> ・Robert Wood Johnson Foundation ・The Kresge Foundation ・Harvard Management Company ・National University of Singapore Investment Office ... | <ul style="list-style-type: none"> ・ゆうちょ銀行 ・MetLife ・Aegon Asset ・Genworth Financial Management ・AXA Group ・Prudential Insurance Company of America ... | <ul style="list-style-type: none"> ・CH Investments ・Casa Grande de Cartagena S.A.U. ・Duchossois Capital Management ・Landon Investments SCR ... | <ul style="list-style-type: none"> ・Kuwait Investment Authority ・Qatar Investment Authority ・The World Bank ・ADB ・European Investment Bank ・JIC ... |

「我が国のベンチャー・エコシステムの高度化に向けた提言」(2023年4月25日)

- 日本取締役協会スタートアップ委員会により、ユニコーン企業の輩出を目指して、国内ベンチャー・エコシステムの環境整備を図るための提言書が公表されている。
- 提言書において、投資家等を名宛人として、グローバルマーケットでの勝負を目指す日本のスタートアップ(「G型スタートアップ」)の育成を支援する投資家の関与の在り方や、グローバルな投資家からの投資を呼び込むために、国内ベンチャー・キャピタルにおいて必要なガバナンス等について、提言がなされている。

第1 G型スタートアップにおけるコーポレートガバナンスの在り方

[G型スタートアップ宛の提言]

第2 投資家その他ステークホルダーに求められる規律

- 1 総論
- 2 ベンチャー・キャピタル

[事業会社やCVC等宛の提言]

第3 資金調達に係る取引条件その他取引実務に関する規律

- 1 総論
- 2 投資契約条件の標準化のための工夫

主な内容

- 株式の上場を投資の与件とせず、株式の上場を検討する場合でも、最適なタイミングを計画すべき
- GPとしての受託者責任を果たすべく、正しい情報開示を行い、保有する投資資産について公正価値評価を行うべき
- 投資価値最大化に向け、他のファンド運営等との兼業を行うべきではない 等
- 後続の資金調達においてグローバルVCの招聘を念頭にグローバル・スタンダードに準拠した投資契約を利用すべき
 - ・ 創業者による会社との連帯責任を負わせる条項を設定しない
 - ・ 投資家による拒否権の対象事項を合理的範囲に限定する 等