

資料1

事務局説明資料

(成長資金の供給のあり方に関する検討)

令和3年2月18日(木)
金融庁

目次

I. 非上場企業への成長資金供給に関する課題(全体像)

1. 第3回市場制度WG(2020年11月13日)における委員の主な意見

2. 非上場企業への資本性資金の流れ

- (1) 非上場株式の発行・流通の状況 …… p.4
- (2) 非上場企業への資本性資金の流れ …… p.5

II. 個別制度に関する論点(一般投資家関係)

1. 株式投資型クラウドファンディング(投資型CF)

- (1) 制度の概要 …… p.7
- (2) 利用状況 …… p.9
- (3) 更なる機能発揮に向けた論点 …… p.12
 - ①発行可能総額(1億円未満)の算定方法の見直し …… p.13
 - ②投資家の投資上限額(50万円)のあり方を見直し …… p.15
 - ③少人数私募の人数算定方法の見直し …… p.17

2. 東証「ベンチャーファンド市場」

- (1) 市場の概要 …… p.20
- (2) 利用活性化に向けた論点 …… p.21

III. 個別制度に関する論点(プロ投資家関係)

※ 次回以降の会合にて検討する予定

第3回市場制度WG(2020年11月13日)における委員の主な意見(i)

成長資金供給全般について

- 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見直しを進めるべき。検討にあたっては、プライマリー市場とセカンダリー市場とを分けて議論すべき。また、事業承継や地方創生の観点からの非上場株式の取引の場の整備も検討が必要。
- 資金はあっても使い手がいない、優れた投資家がない、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。
- 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。
- 発行市場、流通市場、投資家のそれぞれについて、色々な考え方を取り入れて見直しを行っていくことが大事。規制見直しの考え方については、いわゆる業規制の観点からの議論になりがちだが、例えば金額要件などがユーザーにとって合理的か等、ユーザー目線での見直しが非常に重要。プロが運用し、個人投資家の資金も集められるファンドの活用が鍵。
- 成長資金供給は、これまでも議論され、制度の見直しも行われてきたが、ベンチャーキャピタル以外の市場は急成長にはつながっておらず、諸外国と比べて見劣りする。従前より課題とされてきたことがいまだに課題のままである。解決につながらない理由について実態面の課題を含めて意見を集めることが重要。
- 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。
- 株主コミュニティ制度やCFによる投資では、必ずしもPEのような高いパフォーマンスを示さなければ資金が集まらないというものでもない。地方創生の観点から、エクイティ資金を集めて地方の活性化を支えていくことは重要であり、PEやVCとは全く違う観点で、どうすれば資金を集められるかを議論する必要がある。
- 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。

第3回市場制度WG(2020年11月13日)における委員の主な意見(ii)

株式投資型クラウドファンディング制度(投資型CF制度)について

- 予想されていたことだが、利用があまり進んでいない。手数料等のコストをかけて投資型CFを利用する企業の属性やニーズ、それに投資する投資家の属性等、参加者の属性を把握することが必要。
- 投資家1名当たり投資額50万円については見直してもよい時期と考えているが、投資額上限は多数の投資家の賛同があることを確保する意味があったはずであり、実態として、投資家が投資対象をどのような方法で選別しているかを踏まえ、投資上限額の意義や機能を検討すべき。
- 投資型CFのセカンダリー市場については、投資家のニーズはあるのだろうが、企業側にとってはコスト増加になる可能性もあり、ニーズ等の確認が必要。

ベンチャーキャピタル(VC)/プライベート・エクイティ(PE)について

- 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。
- 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。

非上場株式の流通市場について

- 非上場株式の流通市場の活性化は非常に良い。スタートアップは、VC等の株主との契約において、株主のために株式の売却先を探すよう求められていることが多いが、セカンダリー市場が活性化していれば、スタートアップ経営者は売却先を探すことに割く時間を短縮でき、事業に集中できる。
- セカンダリー市場活性化のためには、経営者が保有する株式に様々な譲渡制限が課されている現状の投資契約書について、セカンダリー市場の存在を前提とした内容とすること、プライマリー市場に適用されている様々な税制優遇措置をセカンダリー市場にも適用すること、悪徳業者の排除や取引価格の透明性確保等、適切な投資家保護の仕組みを整備することの3点が重要。

非上場株式の発行・流通の状況

○ 米国では企業の成長ステージに応じ、非上場株式等による投資が活発に行われている(2019年は約98兆円)。

(参考)日本は2019年、1.3兆円。

○ 非上場株式のセカンダリー取引量は世界的に増加している(2019年は約9兆円※)。

(参考)日本における非上場株式の流通市場は現在、株主コミュニティ制度のみであり年間の取引額は約5億円。

日米の非上場株式等による投資額

投資カテゴリー	日本	米国(※)
PEファンド投資	9,800億円	74兆2,817億円
VC・CVC投資	2,833億円	20兆8,712億円
エンジェル投資	42億円	2兆6,185億円
株式投資型クラウドファンディング	9億円	68億円
株主コミュニティ制度	20億円	—
合計	1兆2,704億円	97兆7,782億円
(参考) IPO・PO等	1兆2,731億円	24兆2,347億円

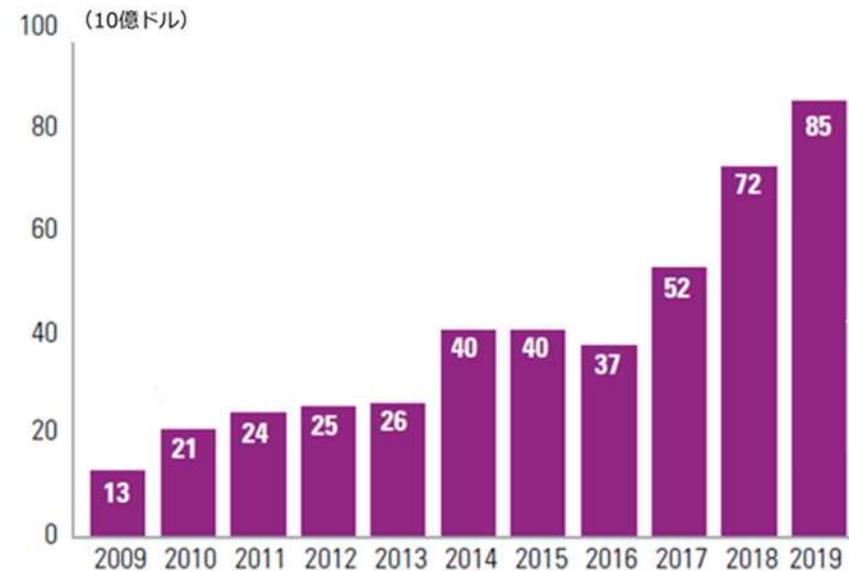
※ 1米ドル=109.56円(MUFGの2019年年間平均TTMLレート)で円換算。

【左表注】データは原則2019年の数値(日本のエンジェル投資は2018年、株主コミュニティ制度は2020年の累計)、米国のPEファンド投資はデットを含む

【左出典】日本証券業協会「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会(第1回資料)」(2019)、SEC「Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets」を基に金融庁にて作成

【右出典】Coller Capital「The Private Equity Secondary Market」を基に金融庁にて作成

世界の非上場株式のセカンダリー取引量(推計)



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

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。

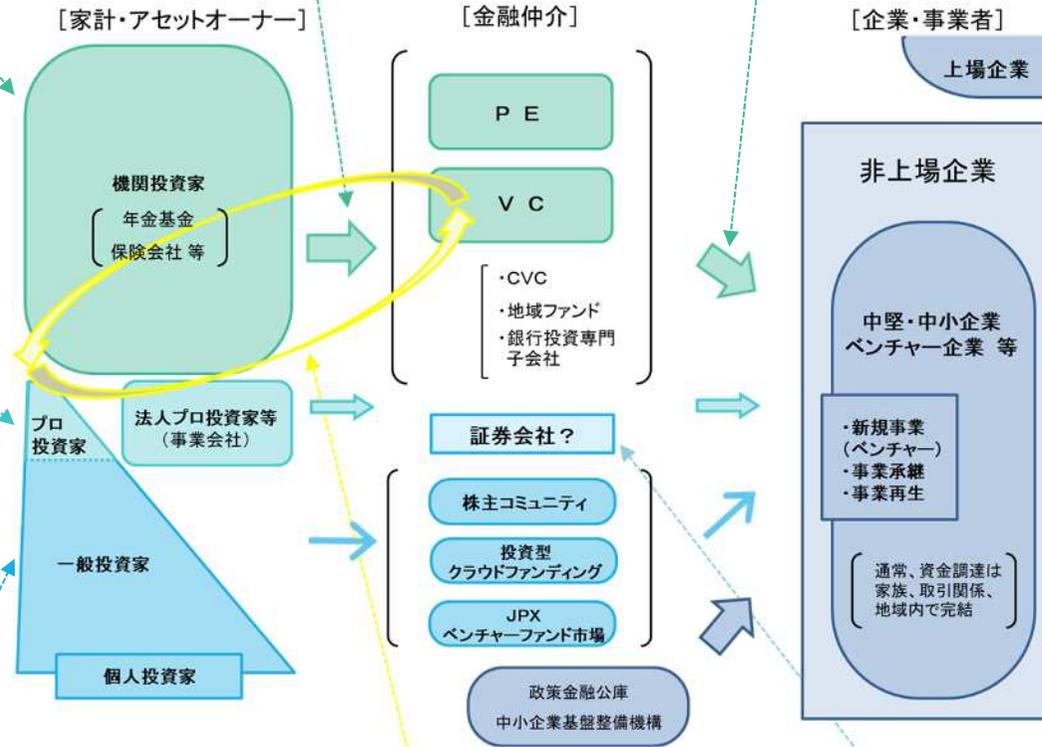
- ・投資型クラウドファンディング
- ・株主コミュニティ
- ・JPXベンチャーファンド市場

- 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。

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。



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間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)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。

目次

I. 非上場企業への成長資金供給に関する課題(全体像)

1. 第3回市場制度WG(2020年11月13日)における委員の主な意見

2. 非上場企業への資本性資金の流れ

- (1) 非上場株式の発行・流通の状況 …… p.4
- (2) 非上場企業への資本性資金の流れ …… p.5

II. 個別制度に関する論点(一般投資家関係)

1. 株式投資型クラウドファンディング(投資型CF)

- (1) 制度の概要 …… p.7
- (2) 利用状況 …… p.9
- (3) 更なる機能発揮に向けた論点 …… p.12
 - ①発行可能総額(1億円未満)の算定方法の見直し …… p.13
 - ②投資家の投資上限額(50万円)のあり方を見直し …… p.15
 - ③少人数私募の人数算定方法の見直し …… p.17

2. 東証「ベンチャーファンド市場」

- (1) 市場の概要 …… p.20
- (2) 利用活性化に向けた論点 …… p.21

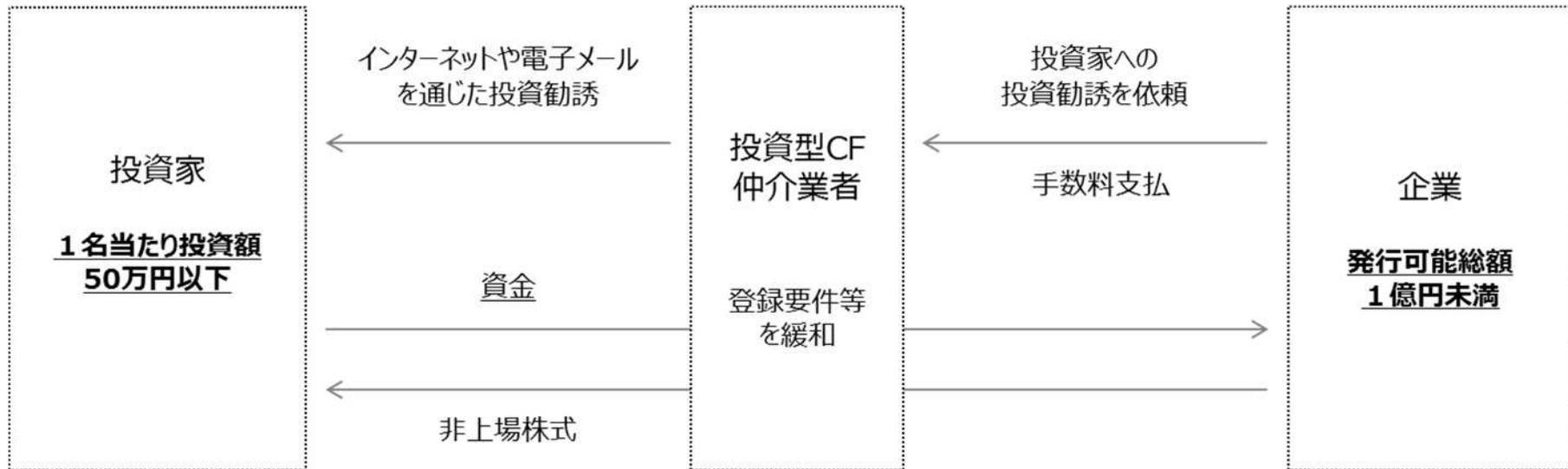
III. 個別制度に関する論点(プロ投資家関係)

※ 次回以降の会合にて検討する予定

1. 投資型CF（1）制度の概要（i）

目的・仕組み

- いわゆるクラウドファンディング（CF）とは、一般に、新規成長企業等があるプロジェクトを行うために必要な資金をインターネットを通じて多くの人から少額ずつ集める仕組みである。
※CFとしては、一般に、寄付型、購入型、貸付型、投資型（株式投資型）等が存在する。
- 株式投資型CF（投資型CF）制度は、新規成長企業への成長資金の円滑な供給に資することを目的として、非上場株式の発行を通じた資金調達を行うための制度として2015年5月に創設された。
- 通常、株式等の投資勧誘を発行者に代わって行う場合には金融商品取引業者としての登録が必要であるが、少額要件を満たす投資型CFによる投資勧誘（発行総額1億円未満、一人当たり投資額50万円以下）のみを行う業者には、金融商品取引業者として通常求められる登録要件等を一部緩和している。



【出典】金融庁にて作成

1. 投資型CF (1) 制度の概要 (ii)

【参考】第一種少額電子募集取扱業者(投資型CF仲介業者)に対する規制の概要

- 取扱業務が少額(発行総額 1億円未満・一人当たり投資額 50万円以下)の株式等の募集の取扱い等に限定されており、有価証券の売買や引受け等の業務を行わないことから、登録要件の一部が緩和されている。

＜主な登録要件の緩和内容＞

登録要件	第一種金融商品取引業者	第一種少額電子募集取扱業者
最低資本金/純財産額	5,000万円	1,000万円
兼業規制	あり(届出又は承認)	なし
投資者保護基金加入義務	あり	なし
責任準備金積立義務	あり	なし

- 他方、Webサイトで手軽に多数の者に投資勧誘可能であること等を踏まえて、発行者の審査や発行者に係る適切な情報提供が義務付けられている。また、安心して投資できる環境を整備する観点から、日本証券業協会の自主規制規則にて発行体審査の内容や投資家保護に係る措置等が定められている。

＜第一種少額電子募集取扱業者に強化されている主な規制内容＞

規制項目	規制内容
勧誘制限	Webサイト・メールのみ(対面・音声通話は不可)
業務管理体制整備	(社内規則等整備、従業員研修等に加えて)公衆縦覧措置、発行者審査、クーリングオフ 等
情報提供義務(契約締結前交付書面)	(共通記載事項に加えて)発行者情報、申込期間、目標募集額、発行体審査結果概要 等
情報提供義務(Webサイト上)	(契約締結前交付書面の記載事項の中で特に)手数料情報、リスク情報、発行者情報 等
発行体審査(日証協規則)	事業の実在性、財務状況、事業計画の妥当性、反社該当性、投資リスク 等
投資家保護等(日証協規則)	リスク等に関する確認書の徴求、募集後の発行者による投資家への情報提供 等

1. 投資型CF (2) 利用状況 (i)

利用実績

- 投資型CFを取り扱う仲介業者は現在**6社**。
- 投資型CFでは2020年末までに231件の取扱いがあり、2017年4月に第1号案件が成約して以降、**計161件・累計50億円超の資金調達**が行われた。
- 1件あたりの**平均調達額は約3,178万円、平均投資家数は約198人**となっている。

<投資型CFの利用実績>

	取扱件数	成約件数	調達総額	平均調達額
2017年	18件	18件	5.1億円	2,859万円
2018年	59件	42件	14.7億円	3,500万円
2019年	54件	32件	9.5億円	2,973万円
2020年	100件	69件	21.7億円	3,159万円
合計	231件	161件	51.1億円	3,178万円

【出典】日本証券業協会データを基に金融庁にて作成

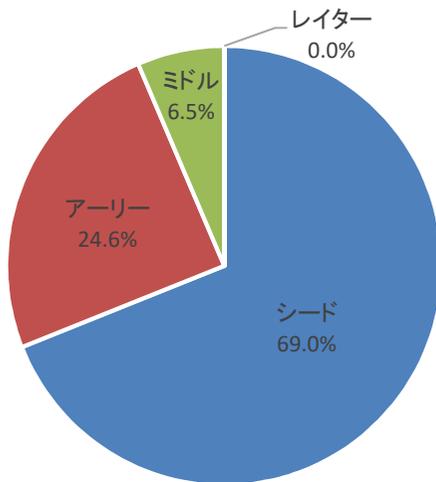
※投資型CF仲介業者6社からのヒアリングによれば、これまでの投資型CF成約件数のうち、2020年末時点でIPO・M&AによるExit事例は0件、倒産・破産等は3件、その他事業会社・VC等による投資型CF株主持分の買付けは3件となっている。

1. 投資型CF (2) 利用状況 (ii)

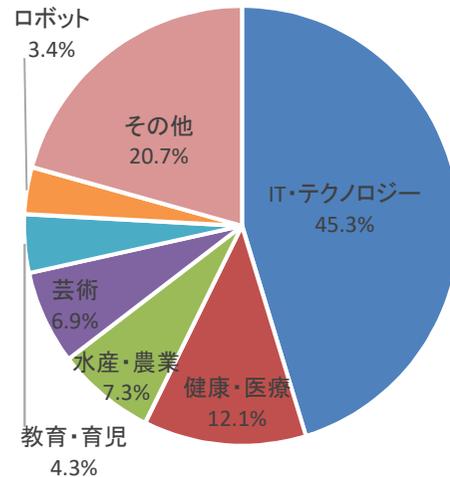
利用企業の状況

- 投資型CFを利用する企業は、シード・アーリーステージの企業が9割以上を占める。
- IT・テクノロジーを中心に健康・医療、水産・農業等の幅広い業種の企業が利用している。
- 自社のPR戦略やサービス普及のために投資型CFを利用した企業が4割以上を占める。
- 投資型CFを利用した企業の7割以上が投資型CF利用前にVC等から資金調達を行っている。

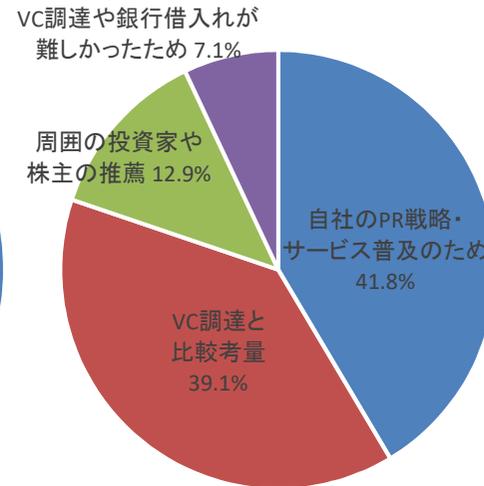
＜利用企業のステージ＞



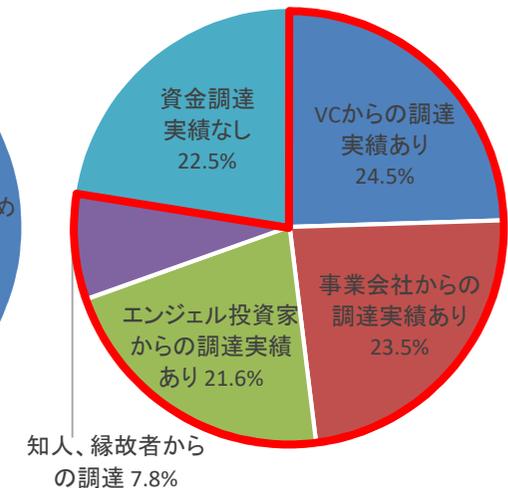
＜利用企業の業種＞



＜投資型CFを利用した理由＞



＜事前の資金調達状況＞



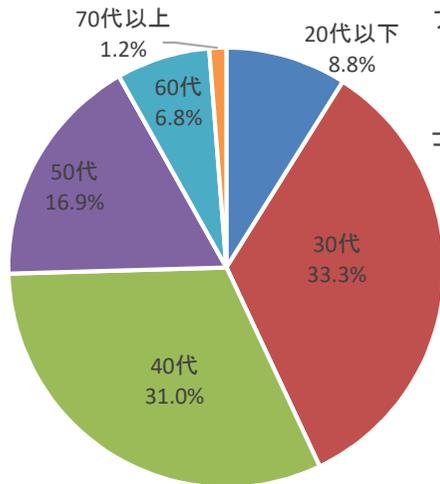
【出典】投資型CF仲介業者6社からのデータ提供を基に金融庁にて作成

1. 投資型CF (2) 利用状況 (iii)

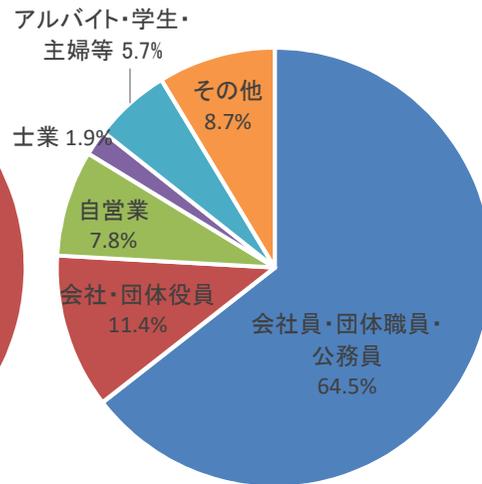
投資家の状況

- 投資型CFで投資を行う投資家の年齢は40代以下が7割以上を占める。
- 年収が1,000万円未満の投資家が7割弱となっている。
- 投資家が投資型CFを利用する理由は、発行会社の応援目的が35%である一方、投資リターン等の投資目的の投資家も多い。

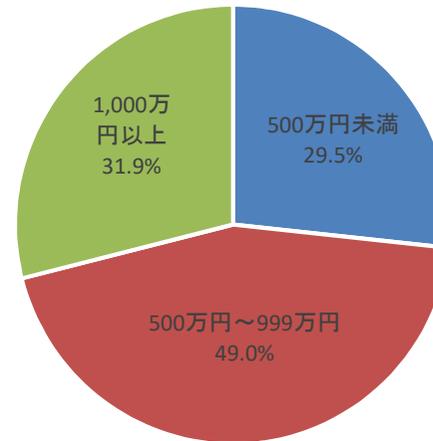
＜投資家の年齢＞



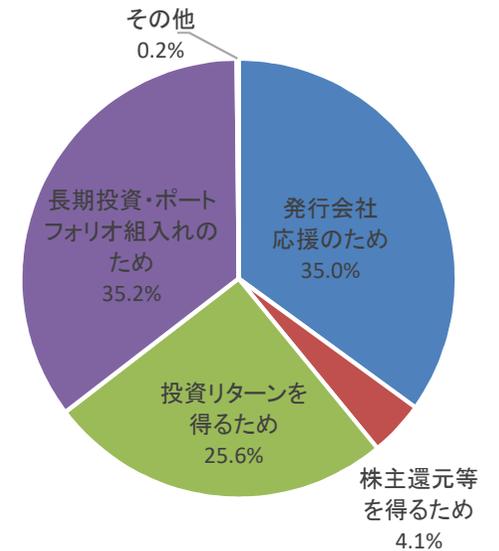
＜投資家の職業＞



＜投資家の年収＞



＜投資型CFを利用した理由＞

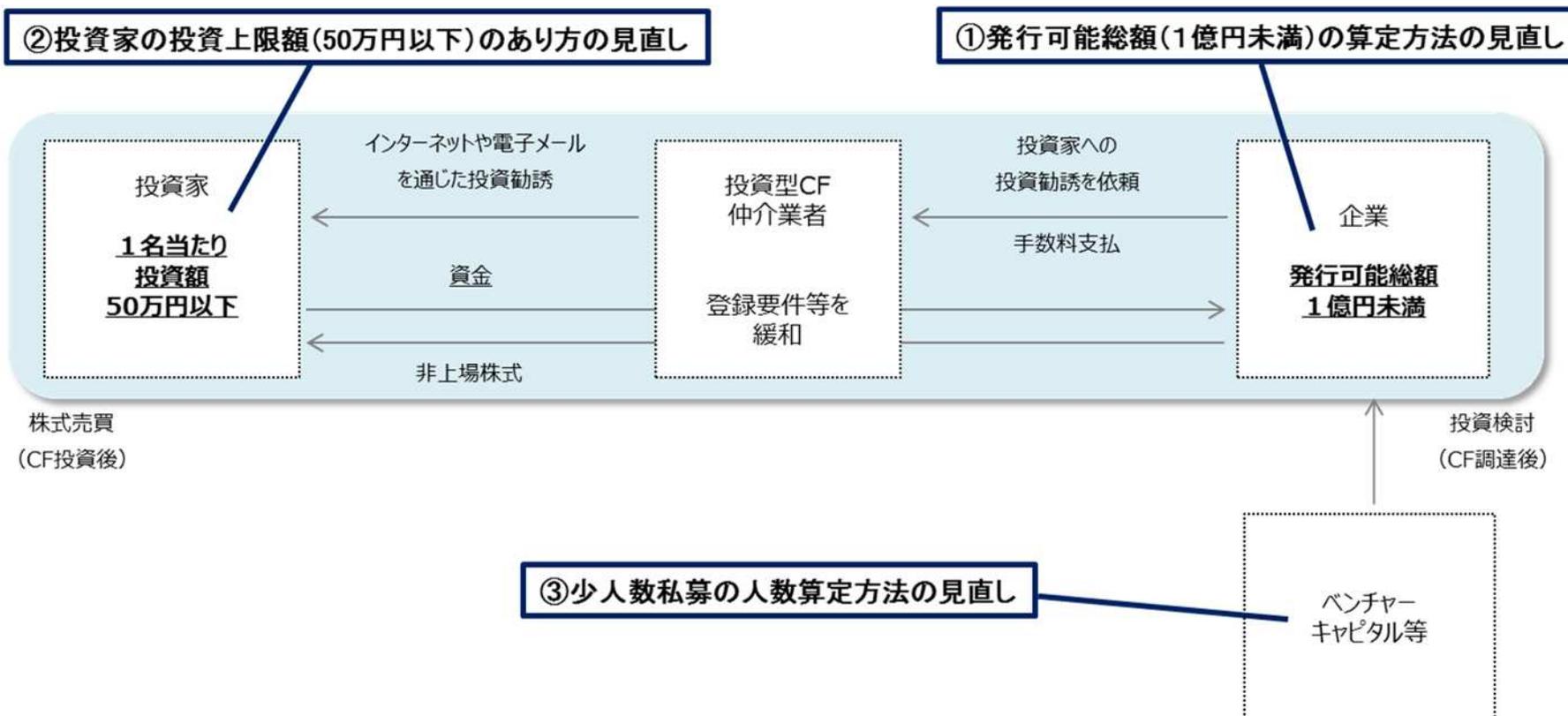


【出典】投資型CF仲介業者6社からのデータ提供を基に金融庁にて作成

1. 投資型CF (3) 更なる機能発揮に向けた論点

論点

- 投資型CFでは現在、主にシード・アーリーステージのベンチャー企業に対し、支援目的や投資目的の個人投資家が少額ずつ投資を行っている。また、利用企業からは、投資型CFの実施を通じた宣伝・マーケティング効果も期待されている。
- 新規成長企業への成長資金供給の円滑化・多様化の観点から、投資家保護にも十分に留意しつつ、以下の論点について検討することが考えられる。

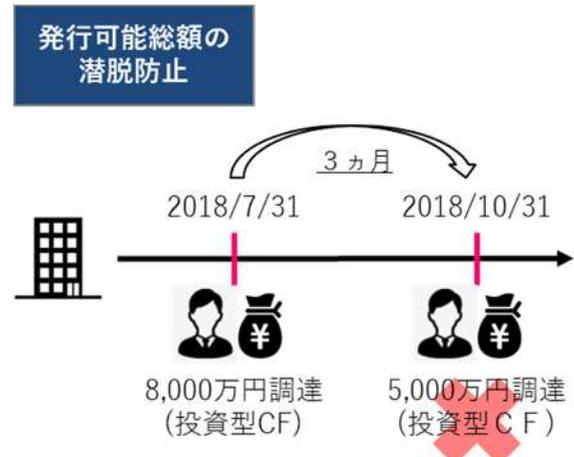


【出典】金融庁にて作成

1. 投資型CF (3)① 発行可能総額(1億円未満)の算定方法の見直し(i)

1. 現行制度の概要・趣旨

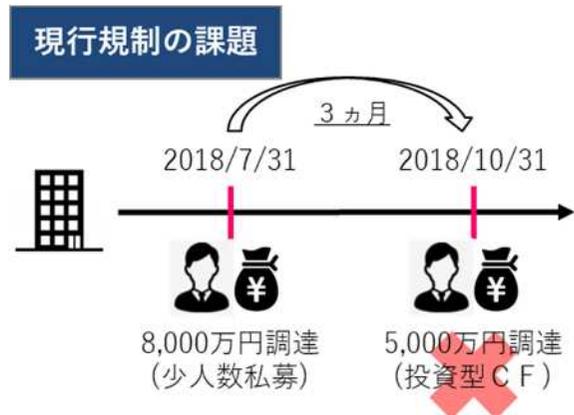
- 投資型CFでは、発行会社が破綻した場合等に被害を受ける投資家の数・損失額を限定することなどを目的として発行可能総額が定められており、現行制度上、1億円未満とされている。
- 発行可能総額(1億円未満)は以下の①～③を合算して算定される。
 - ① 今回の投資型CFで発行する有価証券の総額
 - ② 今回の投資型CF開始前1年以内に発行する有価証券の総額
 - ③ 今回の投資型CF募集の申込期間中に発行する有価証券の総額
- 上記①～③の合算規定は、投資型CFによる1億円未満の有価証券の発行を複数回繰り返すことで、実質的に1億円以上の有価証券を投資型CFで発行する潜脱行為を防止するために設けられている。



1年以内の投資型CFを合算して1億円未満である必要があるため、投資型CF募集は2,000万円未満に制限される。

2. 現行制度の課題

- 現行の合算規定は条文上、合算の対象を投資型CFで調達した金額に限定していないため、過去1年以内のその他の資金調達も含まれる。そのため、過去1年以内に例えばVC等から私募で資金調達を行っている場合、投資型CFのみで発行可能総額までの資金調達を行えないこととなる。



投資型CF以外の資金調達(少数私募)も合算して1億円未満である必要があるため、投資型CF募集は2,000万円未満に制限される。

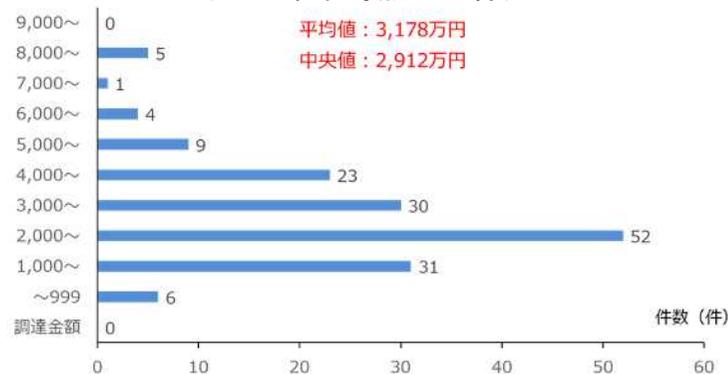
※なお、有価証券届出書の提出要件(1億円以上)における合算規定は、募集・売出しのみを合算の対象としており、私募で発行した有価証券の総額を対象としていない。

1. 投資型CF (3)① 発行可能総額(1億円未満)の算定方法の見直し(ii)

3. 見直しのニーズ

- これまでの投資型CFにおける資金調達額は、平均3,000万円程度であるが、投資型CF以外の資金調達と合算すると発行可能総額に近い資金調達を実施している例もある。
- また、1億円を超える必要資金について、VC調達と投資型CFを併用して調達したいとのニーズも寄せられている。

＜投資型CFにおける有価証券発行総額の分布＞
(2020年末時点・161件)



【出典】日本証券業協会資料を基に金融庁にて作成

＜発行可能総額に近い資金調達の実施例＞

業種	CF以外の 資金調達額①	CFの 調達金額②	①と②の 合計	上限1億に 対する割合
A社(情報サービス業)	¥89,998,650	¥10,000,000	¥99,998,650	99.9%
B社(卸売業)	¥0	¥99,900,000	¥99,900,000	99.9%
C社(製造業)	¥86,840,000	¥13,050,000	¥99,890,000	99.9%
D社(情報サービス業)	¥49,750,000	¥50,000,000	¥99,750,000	99.8%
E社(インターネットサービス業)	¥34,100,000	¥65,000,000	¥99,100,000	99.1%
F社(製造業)	¥28,009,454	¥71,050,000	¥99,059,454	99.1%
G社(スポーツ業)	¥76,026,000	¥23,000,000	¥99,026,000	99.0%
H社(製造業)	¥55,000,000	¥44,000,000	¥99,000,000	99.0%
I社(インターネットサービス業)	¥50,546,000	¥48,060,000	¥98,606,000	98.6%
J社(情報サービス業)	¥52,422,540	¥44,880,000	¥97,302,540	97.3%

【出典】株式会社日本クラウドキャピタル資料を基に金融庁にて作成

4. 検討の方向性

- 投資型CFの発行可能総額(1億円未満)の潜脱を防止し、発行体破綻時等の投資型CF投資家の損失を1億円未満に限定する観点からは、発行可能総額算定にあたり、合算の対象を投資型CFで調達した金額に限定することが考えられるがどうか。

1. 投資型CF (3)② 投資家の投資上限額(50万円)のあり方の見直し(i)

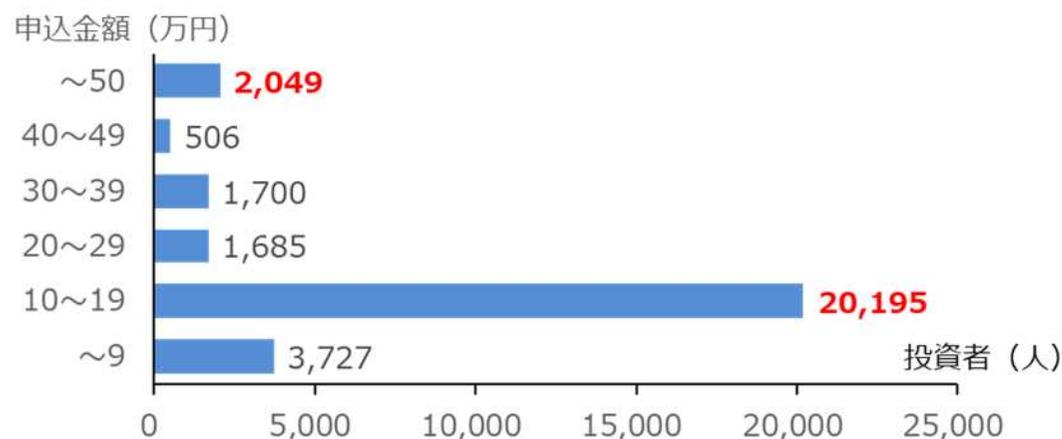
1. 制度の概要

- 投資型CFでは、発行体が破綻した場合等に投資家の損失額を限定することなどを目的として、投資家の投資上限額が設けられており、現行制度上、1案件あたり50万円とされている。

2. 利用状況・ニーズ

- これまでの投資家の投資状況を見ると、全体の70%弱が10万円台に集中している一方、上限の50万円を投じる投資家も一定数存在する。
- 投資型CF仲介業者によると、投資型CFを利用する一部の投資家において50万円を超える金額を投資したいとのニーズがある。また、事業会社が投資型CFを利用して投資を行う場合、50万円以下の投資は現実的ではないとの声もある。

<投資家1人当たり投資金額の分布>



※ 2020年11月末までの成立案件151件、投資者計延べ29,862人の実績

【出典】日本証券業協会資料を基に金融庁にて作成

1. 投資型CF (3)② 投資家の投資上限額(50万円)のあり方の見直し(ii)

3. 海外の状況

- 日本の投資型CFにおける投資上限額は、案件ごとに一律50万円となっているが、米国・英国の投資上限額は、年収や純資産を基準に年間通算の投資上限額が定められている。

※日本の投資型CF創設時の検討では、投資家の年収・純資産による段階的な上限額設定は投資型CF仲介業者による要件の確認作業が煩雑であることから、簡便な定額設定が望ましいとされた。

- また、日本では投資家の属性に区別なく一律に投資上限額が定められているが、米国・英国においては、いわゆるプロ投資家については投資上限額が設けられていない。

＜日米英の投資型CFにおける投資上限額の状況＞

	日本	米国	英国
一般投資家	50万円 ※案件ごと 一般投資家と同様	年収・純資産により決定 ※年間通算 (a) 年収または純資産が10.7万ドル未満の場合、年収または純資産の大きい方の5%(2,200ドルを下限) (b) 年収および純資産が10.7万ドル以上の場合、年収または純資産の大きい方の10%(10.7万ドルを上限)	純資産の10% ※年間通算
プロ投資家		accredited investorについて制限なし	self-certified sophisticated investor、 富裕層等について制限なし

【出典】野村資本市場研究所「英国の株式投資型クラウドファンディングー拡大の背景にある政府・業者の取り組みー」、SEC資料を基に金融庁にて作成

4. 検討の方向性

- 投資型CF仲介業者や投資型CF利用企業からは、投資上限額の引上げニーズが寄せられている。また、海外ではプロ投資家については投資上限額の制限は設けられていない。こうした状況を踏まえ、いわゆるプロ投資家である特定投資家については、自身でリスクを踏まえた適切な投資額を判断できると考えられることから、投資上限額を見直すことが考えられるがどうか。

※特定投資家の要件等に関する論点は、次回以降の会合において議論を予定。

- 他方、多くの投資家の投資金額は10万円台に留まっており、また、投資型CFによる投資のリスク等を検証するには時期尚早であることから、一般投資家の投資上限額の見直しについては、今後の投資状況等を見極める必要があると考えられるがどうか。

※海外との比較において、米英は年間通算の上限額である一方、日本は案件ごとの上限額であり、必ずしも日本の投資上限額が限定されているわけではない。

1. 投資型CF (3)③ 少人数私募の人数算定方法の見直し(i)

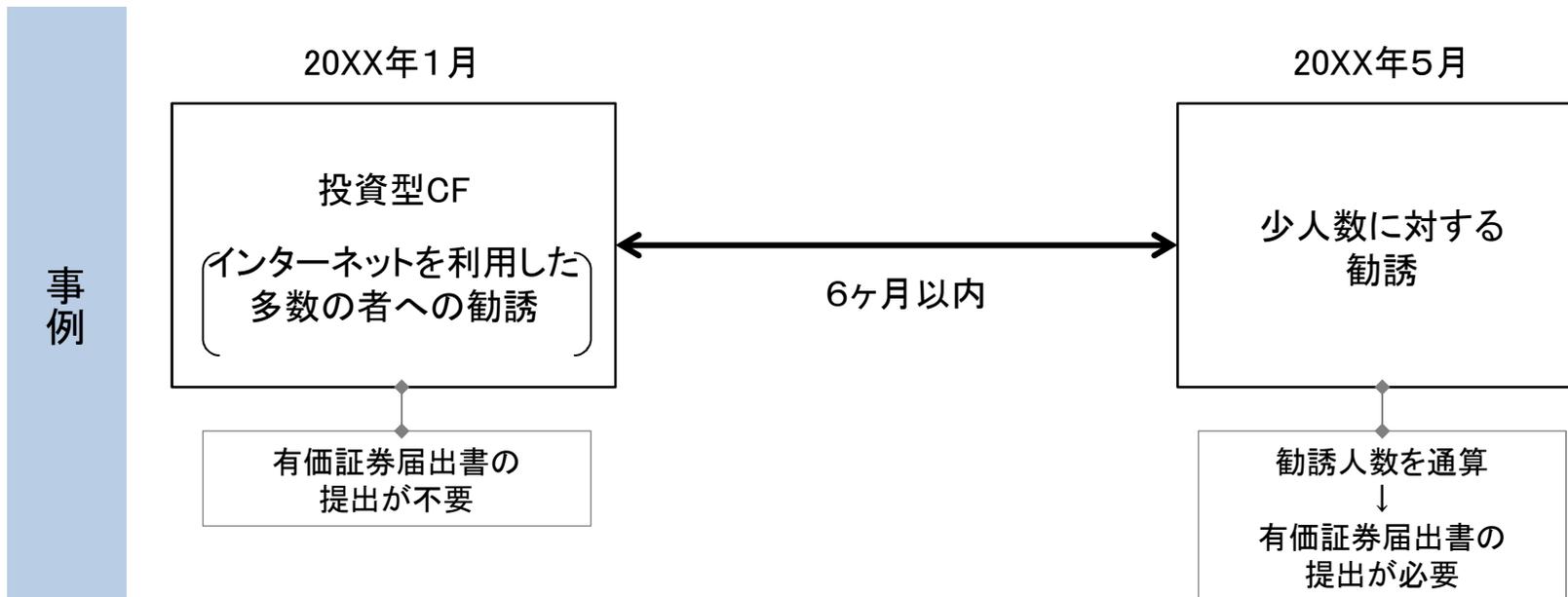
1. 現行制度の概要・趣旨

少人数私募
の概要と
人数通算

- 50名未満の者を相手方とする少人数向けの勧誘については、基本的に開示規制が免除される
- 過去6ヶ月以内の勧誘対象者数を通算して、50名以上となるかを判断する（金商法施行令第1条の6）

2. 現行制度の課題・見直しのニーズ

- 投資型CFの後6ヶ月間に勧誘を行うと、勧誘対象が少人数であっても有価証券届出書の提出が必要になるため、機動的な資金調達を妨げているとの指摘がある。



1. 投資型CF (3)③ 少人数私募の人数算定方法の見直し(ii)

3. 米国の状況

米国の 規則改正 と 人数通算

- 米国では2020年11月に「少人数向け募集」や投資型CF等について、人数算定方法等に関する見直しが行われた。
 - ✓ 「少人数向け募集」は、従前、過去6ヶ月の「少人数向け募集」の取得者数を合算する規定があったが、改正により、当該通算期間が**6ヶ月から90日に短縮**された。
 - ✓ 投資型CFの後に「少人数向け募集」を行う場合、従前、6か月空けば別個の募集として扱われていたが、改正により**両者の間の期間を問わず、個別具体的な事情(注)に基づき判断される**ことになった。

(注) 個別具体的な事情に基づき、

- (i) 投資型CFとして広く一般に声掛けした結果を利用して「少人数向け募集」の取得者を勧誘していない、又は
- (ii) 発行者と「少人数向け募集」の取得者が既に実質的な関係を有している(例:取得者が既存投資家である場合など)と発行体が合理的に信じていれば、投資型CFと「少人数向け募集」は別個の募集と考えられる。

4. 検討の方向性

- 技術革新や事業環境の変化が加速する中で、非上場企業を含めた企業の競争力の維持・強化のためには、より機動的な資金調達が必要となることから、米国におけるルール変更を参考に(注)、少人数私募の人数通算期間を6ヶ月から3ヶ月に短縮することが考えられるがどうか。

(注) 米国では個別具体的な事情を基に判断することを基本としているが、日本の規制の枠組みを踏まえると、投資型CFの後に少人数私募の勧誘を行う場合であっても、3ヶ月間の人数通算期間を適用することが考えられるがどうか。

目次

I. 非上場企業への成長資金供給に関する課題(全体像)

1. 第3回市場制度WG(2020年11月13日)における委員の主な意見

2. 非上場企業への資本性資金の流れ

- (1) 非上場株式の発行・流通の状況 …… p.4
- (2) 非上場企業への資本性資金の流れ …… p.5

II. 個別制度に関する論点(一般投資家関係)

1. 株式投資型クラウドファンディング(投資型CF)

- (1) 制度の概要 …… p.7
- (2) 利用状況 …… p.9
- (3) 更なる機能発揮に向けた論点 …… p.12
 - ①発行可能総額(1億円未満)の算定方法の見直し …… p.13
 - ②投資家の投資上限額(50万円)のあり方を見直し …… p.15
 - ③少人数私募の人数算定方法の見直し …… p.17

2. 東証「ベンチャーファンド市場」

- (1) 市場の概要 …… p.20
- (2) 利用活性化に向けた論点 …… p.21

III. 個別制度に関する論点(プロ投資家関係)

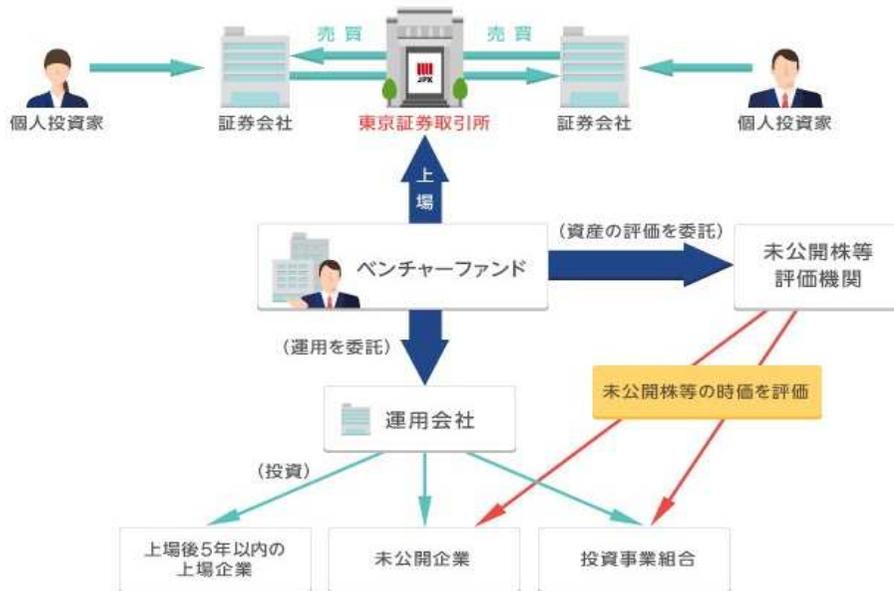
※ 次回以降の会合にて検討する予定

2. 東証「ベンチャーファンド市場」(1) 市場の概要

1. 制度概要

- 東証「ベンチャーファンド市場」は、ベンチャー企業への新たな資金供給スキームを確立するとともに、個人投資家に未公開企業への投資機会を提供する等の観点から、広く一般投資家から資金調達を行い、投資法人を通じて非上場企業を中心としたベンチャー企業等へ投資を行うための市場として、2001年12月に開設された。
- 過去に2つの投資法人が上場されたものの、既に運用期間満了に伴い償還されており、現在、上場銘柄は存在していない。

<東証「ベンチャーファンド市場」の概要>



【出典】(株)日本取引所グループホームページ

<過去に上場していた銘柄の概要>

銘柄	ベンチャー・リヴァイタライズ証券投資法人	ベンチャービジネス証券投資法人
コード	8721	8720
運用会社	SBIアセット	三井住友アセット
上場日	2004年3月26日	2002年1月15日
上場廃止日	2017年7月26日	2015年1月27日
廃止理由	運用期間の満了により償還	

【出典】(株)日本取引所グループ資料

2. 東証「ベンチャーファンド市場」(2) 利用活性化に向けた論点

2. 利用活性化に向けた論点

- 東証「ベンチャーファンド市場」については、投資法人の新規上場を目指す動きもあるところ、東証「ベンチャーファンド市場」の利用活性化に向け、上場するファンドの柔軟な運営を可能とする観点から、現行の東証規則に関し、以下のような課題が指摘されている。
 - ① 現行の規則では、未公開株投資にあたって過大なリスクを抑制するため、デットの資金調達が禁止されているが、機動的な投資の実行、分配や税金の支払い等のため、一時的に借入れが必要な状況も生じうる。
 - ② 未公開株への投資ファンドという特性を維持するため、上場後の継続保有可能期間は5年間に限定されているが、上場後の企業価値の上昇を十分に享受できない可能性があるほか、上場株式の売却期限が他の市場参加者に知られることで、運用に悪影響が及ぶ可能性がある。
 - ③ 証券投資法人のリスク分散の観点から、特定の投資先への投資割合は純資産総額の10%以下に制限されているが、成長可能性の高い優良な投資先については、機会を捉えて一定規模の投資を行うことが望ましい場合もあり、投資割合制限が投資機会獲得の制約になりうる。

3. 対応の方向性

- 上記のような指摘について、JPXにおいて、現行の規則の趣旨等も踏まえつつ、東証「ベンチャーファンド市場」の活性化に向けて規則の見直しを検討することが考えられるか。