

## 事務局説明資料

---

2024年5月28日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

# 目次

---

I.	前回会議の議論を踏まえたアウトプットの位置づけ等	P2
II.	「推奨・期待される事項」のアウトライン(案)	
1.	趣旨・位置づけ等	P6
2.	推奨される事項	P9
3.	期待される事項	P14

## I. 前回会議の議論を踏まえたアウトプットの位置づけ等

### II. 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案)

1. 趣旨・位置づけ等
2. 推奨される事項
3. 期待される事項

# アウトプットの位置づけ

(プリンシプルを定めることについて慎重な意見)

- 政府が何らかの指針を策定・公表することは、民間団体が主体の場合と比して重みを持つものであり、本有識者会議のアウトプットによりVCの多様性が失われることは避けるべき
- 規制当局が行為規範を定めることで一律の規制にならないよう、機関投資家がVCファンドに出資する際の留意事項について、本有識者会議で議論いただきたい
- VCが遵守すべきプリンシプルを金融庁が策定する、という形式ではなく、機関投資家の目線でどのような視点が重視されるのか、という留意事項という形も考えられるのではないか
- 事務局資料に記載されている各論点の内容を記載するにあたっては、行為規範としてのプリンシプルではなく、機関投資家が対応を期待する事項といった整理をし、GPとLPが交渉する際に参照される論点集として整備をしてはどうか

(プリンシプルを示すことに意義があるという意見)

- ベンチャーキャピタル・プリンシプルはソフトロー的な考え方であり、VCに対して何らか規制が設けられるとは認識しておらず、プリンシプルの策定に異論はない
- 機関投資家としては、高い水準のプリンシプルがVC業界には必要ではないかと思っている
- 日本のVCに投資を行う機関投資家は限定的であり、機関投資家の目線を前提に、LPがGPに対峙してあるべき姿に持っていくことをLPとGPの関係性に委ねることは難しく、必要となるガバナンス等の水準を示すことは意義がある

- 広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCについて、機関投資家が出資を行い、また、機関投資家から出資を受けるにあたっての、ファンドへの投資者(リミテッドパートナー、LP)及びファンド運営管理者(ゼネラルパートナー、GP)における推奨・期待される事項を定めるもの、としてはどうか。
- また、当該推奨・期待される事項については、(規制当局ではなく、)本有識者会議を作成主体としてはどうか。
- これにより、規制当局が事実上のルールを定め、VCの多様性を阻害するとの懸念を払拭する一方、広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCにおいては、LPが投資判断するに当たって自己の判断により推奨・期待される事項を考慮し、また、GP自身の判断により推奨・期待される事項を意識した運営がなされることによって、ファンドの資金調達・運用に係る実務において活用されるものとの位置づけとしてはどうか(政府により受入状況を集計・公表してフォローアップする位置づけではない)。本推奨・期待される事項のアップデートをしていくためにも、LPからVCへの出資状況等の実態調査等を行うことが考えられる。

# アウトプットのスコープ

- 事業会社からのVCへの資金流入や新興VCの設立が阻害されないよう、対象範囲には配慮いただきたい
- 機関投資家がVCに投資するにあたってのベストプラクティスを示すという前提で、CVCを対象に含めることも一案ではないか
- 純投資・シナジー目的等、多様な投資家が存在するが、最終的にフィナンシャルリターンを意識することは変わらないと思う。CVCとして、事業投資の戦略に沿うものでも長期のフィナンシャルリターンが損なわれる場合には、スタートアップのためにもならない。そのため、CVCであっても根底に横たわるものとして高いディシプリンを求めることは正当化されるのではないか
- 初期段階のVCとの関係では、将来的に当該初期段階のVCが実績を上げ、海外の機関投資家からも投資を受けるにあたって参照されるものという位置づけにすることが良いのではないか
- 初号ファンドを一度立ち上げてしまうと、後続ファンドの段階で機関投資家として投資リターン以前にクリアいただく必要がある事項を変更することの難易度は高いため、初期段階からそうした事項の重要性を理解いただく必要がある
- アウトプットの内容が、機関投資家等の個別の投資方針に一律に取り込まれる可能性が否定できず、結果として、特に初期段階のVCや特徴的な投資手法・戦略を持つVC等への資金供給が妨げられる結果となるのではないかという点が危惧される

広く内外機関  
投資家から  
資金調達を  
目指すVC

- そのVCの実態に応じ、LPが投資判断するに当たって自己の判断で「推奨・期待される事項」が考慮され、またGP自身の判断により「推奨・期待される事項」の活用が判断されるべき<sup>(注)</sup>。VC自らの規模や特性等(特にVCが初期的な段階にある場合など)により、「推奨・期待される事項」をすべて満たすには体制整備に相応のコストが必要となることも踏まえ、「推奨・期待される事項」を実施しない合理的な理由や将来展望について、LP及びGPの間で意思疎通することも考えられるのではないか。

CVC・  
金融系・  
大学系VC

- CVCや金融系・大学系VCは、一般にGP、LPにおける本業とのシナジーなどの要素を加味した運営が行われ、ガバナンスの在り方等について当事者の合意に基づく特殊性がある場合があり得ることに留意する必要がある。一方、当該VCについては、そのLPの意向等に応じて、GPによる「推奨・期待される事項」を意識したファンド運営が期待される場合等には、必要に応じて参照されることが望ましいのではないか。

初期段階の  
VC

- 初期段階のVCは、その規模や資金調達状況に応じた運営体制を取ることが想定される。将来的に広く内外機関投資家からの資金調達を視野に入れている場合には、将来に向けて体制の構築を図っていくことを視野に入れる等、初期段階のVCにおいても必要に応じて参照されることが望ましいのではないか。

(注) 多くのVCは金商法上の適格機関投資家等特例業者又は投資運用業者として、LPSとしてファンドを運営しているが、参入規制等の形態やファンドの法的位置づけ(LPSのほか匿名組合や合同会社等)にかかわらず、その実態に応じて、投資者が投資判断するに当たって考慮され、また、運営管理者により活用されるか判断されるべきものであるとの位置づけとしてはどうか。

# アウトプットに記載すべき事項

- 日本のVCの**アセットクラスとしての魅力**を考えるうえでVCが本来守るべき事項と、そのアセットクラスの中で機関投資家から個別の**投資対象としてVCが選ばれるために対応すべき事項**とに分類したうえで、後者については、機関投資家及びGPIにおける**ベストプラクティス**として示されることが良いのではないか
- **受託者責任・ガバナンス**や**投資家に対する情報提供**といった論点については、日本のVCが**アセットクラスとして認められるために必要**であり、そういった観点で示されるべきではないか。一方で、**投資先企業の価値向上**については、各GPがパフォーマンスを向上させるための**最適な戦略**を考え、LPと議論すべきであり、幅広く行動規範として定める必要はないのではないか
- **スタートアップの成長の果実(アップサイド)**をVC及び投資先の**スタートアップとで享受**することが重要であり、**スタートアップのアップサイドを実現**するために、海外での**ビジネス展開**や**海外投資家からの資金調達**等を実現すべく、VCとしてどのようにして寄与できるかという観点を加味いただきたい
- 広く内外の機関投資家から資金調達を目指すのであれば、事務局資料として提示された論点について、VCとして認識される必要があるという指摘については、その通りと考えている

- 「**受託者責任・ガバナンス**」、「**利益相反管理等**」、「**情報提供**」といった機関投資家の視点から基本的に備えるべきと考えられる事項と、「**投資先企業の価値向上**」、「**その他**」といったVCの戦略に応じた対応が考えられる事項とは、位置づけを分けてはどうか。
- 前者は、**広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCとして基本的に備えるべき「推奨される事項」とし、**後者は、**機関投資家から投資対象として選定されるとともに、スタートアップエコシステムの発展に寄与し、その結果としてリターン向上にもつながる事項としてLP及びGPIに「期待される事項」という位置づけとしてはどうか。**

## 推奨される事項

 受託者責任・  
ガバナンス

 利益相反  
管理等

情報提供

1. 受託者責任
2. 持続可能な経営体制の構築
3. コンプライアンス管理
4. LPの権限の透明性確保
5. 利益相反管理
6. GPとLPの利害の一致に向けた対応
7. 保有資産の公正価値評価
8. 情報提供の頻度・内容

## 期待される事項

 投資先企業  
の価値向上

その他

9. スタートアップとの投資契約
10. 投資先の経営支援
11. 投資先の資本政策支援
12. 投資先の上場後の対応
13. ESG対応・ダイバーシティの尊重等

I. 前回会議の議論を踏まえたアウトプットの位置づけ等

II. 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案)

1. 趣旨・位置づけ等

2. 推奨される事項

3. 期待される事項

## 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案) 趣旨・位置づけ等①

### 本「推奨・期待される事項」の目的

- 本「推奨・期待される事項」は、「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)」の提言を踏まえ、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べく、**広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCについて、ファンドへの投資者(リミテッドパートナー、LP)及びファンド運営管理者(ゼネラルパートナー、GP)における「推奨・期待される事項」を定めるものである。**
- VCのマーケットサイズは、この十数年で急速に拡大しており、VCには、スタートアップエコシステムの中で、代表的な資金供給主体として、ますます重要な役割を果たすことが期待される。他方、我が国のVCのファンドサイズについては、米国等のそれと比べると相対的に小さいとの指摘もある。現在、日本のVCへの資金供給額としては、事業法人等が多くを占めているが、本「推奨・期待される事項」が、国際的なプラクティスや、日本の商慣習・市場特性、各VCの特性等を踏まえつつ、VCにおける資金調達・運用に係る実務において必要に応じて柔軟に参照されることにより、VCのガバナンス等が向上することで、VCの新設や多様性を阻害することなく、**国内外の機関投資家の資金が更にVCに円滑に供給され、VCにおけるファンドサイズの拡大等を通じたレイター・ステージを含む全般的な出資機能の強化に寄与し、スタートアップエコシステムがより発展していくことが期待される。**

### 本「推奨・期待される事項」の採用するアプローチ

- 本「推奨・期待される事項」は、画一的に遵守を義務づけるルールベース・アプローチではなく、広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCについて、LP及びGPにおける「推奨・期待される事項」を示すことで、**LPが投資判断するに当たって自己の判断で「推奨・期待される事項」を考慮し、また、GP自身の判断により「推奨・期待される事項」を意識した運営がなされることにより、ファンドの資金調達・運用に係る実務において活用されることが期待される。**

## 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案) 趣旨・位置づけ等②

### 本「推奨・期待される事項」の対象

- 本「推奨・期待される事項」では、広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCにおいて、**そのVCの実態に応じ、LP及びGPにより「推奨・期待される事項」が活用**されることが想定される。VC自らの規模や特性等に照らして満たすことが望ましくない「推奨・期待される事項」があれば、一部の「推奨・期待される事項」を実施しないことも考えられる。その際には、**合理的な理由や将来展望等**について、LP及びGPの間で意思疎通されることが期待される。
- また、上記以外のVCは、
  - 1つ又は少数の事業会社等のLPとともに設立される**コーポレート・ベンチャーキャピタル(CVC)**、及び金融機関や大学がその本業との関係で戦略的に設立した**金融系・大学系VC**においては、**ガバナンスの在り方等について特殊性があり得る**ことに留意する必要がある。一方、そのLPの意向等に応じて、GPによる「推奨・期待される事項」を意識したファンド運営が期待される場合等には、**必要に応じて参照**されることも期待される。
  - **初期段階のVC**においては、**VCの規模や資金調達状況に応じた運営体制**を取ることが想定される。一方、将来的に広く内外機関投資家からの資金調達を視野に入れている場合には、LP及びGPにおいて、将来的に「推奨・期待される事項」を満たすよう体制の構築を図っていくことを視野に入れる等、**必要に応じて参照**されることも期待される。

### 本「推奨・期待される事項」の構成

- 本「推奨・期待される事項」は、
  - **広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCとして基本的に備えるべき「推奨される事項」**
  - **機関投資家から投資対象と選定されるとともに、スタートアップエコシステムの発展に寄与し、その結果としてリターンの向上にもつながる事項としてLP及びGPに「期待される事項」**

の二段構成とする。

I. 前回会議の議論を踏まえたアウトプットの位置づけ等

II. 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案)

1. 趣旨・位置づけ等

2. 推奨される事項

3. 期待される事項

推奨される事項		期待される事項	
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資先企業の価値向上 その他

## 1. 受託者責任

- GPはLPに対する**受託者責任を果たす**ために、投資先企業の企業価値最大化を通じ、**LPの持分価値の最大化に向けて**、VCを運営していくことが求められていることを十分に認識することが推奨される。

(注)VCは金商法上の適格機関投資家等特例業者又は投資運用業者として投資運用を行っているが、同事業者に対しても、金商法上、顧客等に対する忠実義務・善管注意義務が適用されるほか、昨年の中商法及び金サ法の改正により、顧客の最善利益を勘案しつつ誠実公正に業務を遂行する義務が課せられている。
- GPとLPの意思疎通を促進する観点から、GPに利益相反の可能性がある場合を含め、GPとLP間でファンド運営に関する重要な決定等が議論されるよう、「**LPによる諮問委員会(LPAC)**」を設置する等、**LPの意見が十分に反映される**ことが推奨される。

## 2. 持続可能な経営体制の構築

- GPはLPに対する受託者責任を果たす観点から、やむを得ない事情がある場合を除き、**キーパーソンはファンド運営に専念する体制を整備**することが推奨される。また、短期間でのキーパーソンの離反は、基本的には起きてはならない事象であるとの認識を持ち、万が一、キーパーソンが離反する場合には、**ファンドの新規投資の停止やLPによる出資コミットメントの再検討が可能とされる**ことが推奨される。
- VCのファンドとしての継続性を高める観点から、複数のキャピタリストやミドルバック担当者を備えるなど、**持続可能な体制を構築**されることが推奨される。

## 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案) 受託者責任・ガバナンス②

推奨される事項		期待される事項	
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資先企業の価値向上 その他

### 3. コンプライアンス管理

- **関連法令、ファンド契約等を遵守するため**、LPの要求水準に応じた適切な範囲において、コンプライアンスの責任者の明確化や非公表情報の取扱いその他業務運営に必要な規程を整備し、**コンプライアンス管理の体制を確保**することが推奨される。

### 4. LPの権限の透明性確保

- LPは**出資コミットメント額に応じた権利を平等に得ることができる**ことを前提とし、一部のLPが認識しないうちに不利益を被ることがないように、特定のLPに対し、他のLPに重大な影響を及ぼし得る個別権利の付与を行う場合には、**他のLPにも透明性が確保**されることが推奨される。また、ファンドサイズやLPの属性に応じ、LPは自身よりも出資コミットメント額が同等以下のLPに付与されている権利を求めることができるようにすることが推奨される。

# 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案) 利益相反管理等

推奨される事項		期待される事項	
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資先企業の価値向上 その他

## 5. 利益相反管理

- GPはLPに対する受託者責任を果たす観点から、ファンド組成時において、**利益相反が生じうる事項の特定とその管理体制に関する検討を行い**、LPに十分に説明することが推奨される。また、GPとLP間の利益相反事項については、**LPACに諮問を求める等**、利益相反のおそれに対処することが推奨される。
- 特に、GPが**他事業との兼任・兼業や複数ファンドの運営**を行う場合は、**利益相反管理を徹底**することが推奨される。他事業との兼任・兼業については、GP内のリソース配分やファンド運用との関係を明確にした上で、ファンドの運営に影響があり得る場合には、**投資先企業の価値向上につながるものなどLPのリターン向上に資するものに限定**することが推奨される。また、複数ファンドの運営については、ファンド間の**利益相反に関する明確な管理体制**(GP内のリソース、投資機会、エグジット時期等)を整備することが推奨される。

## 6. GPとLPの利害の一致に向けた対応

- **GPによるファンドに対する適切な出資コミットメント**が行われる等、GPとLPの利益を一致させるための対応を講じることが推奨される。
- GPは、投資先ごとの投資額に対するリターンよりも、LPの出資コミットメント額に対するリターンを最大化することが重要であることを意識することが推奨される。組合契約における**利益分配構造**等の主要な条件については、グローバルな機関投資家からの資金調達も見据え、**ILPA Private Equity Principles等のグローバル・スタンダードに配意したもの**とすることが推奨される。

# 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案) 情報提供

推奨される事項		期待される事項	
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資先企業の価値向上 その他

## 7. 保有資産の公正価値評価

- ファンドの資産の状況を算定するにあたり、保有する非上場企業の株式について公正価値評価を行った上で、LPに情報提供することが推奨される。また、公正価値評価における評価手法等についても情報提供することが推奨される。

## 8. 情報提供の頻度・内容

- ファンドの財務情報に関し、LPに四半期ごとに財務情報を提供することが推奨される。また、年次報告においては、ファンドの投資戦略の実現状況及び今後の方針を提供することが推奨される。

I. 前回会議の議論を踏まえたアウトプットの位置づけ等

II. 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案)

1. 趣旨・位置づけ等

2. 推奨される事項

3. 期待される事項

## 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案) 投資先企業の価値向上①

推奨される事項		期待される事項	
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資先企業の価値向上 その他

### 9. スタートアップとの投資契約

- スタートアップへの投資契約については、当該スタートアップのガバナンス体制・水準も考慮しつつ、エクイティ出資者として、業績のアップサイドを共有するものとの認識の下、事後の資金調達ラウンドでの円滑な資金調達(海外投資家の呼び込みも含む)や事業活動の展開に過度な制約とならないか、経営者による事業拡大・挑戦に向けたインセンティブ・意欲を適切に引き出すものとなっているかといった観点から、条件を設定することが期待される。

### 10. 投資先の経営支援

- 投資先企業への資金供給に加え、VCによる付加価値の提供が、投資先企業の成長とVCのリターン獲得にとって重要であるとの認識の下、VCの戦略や投資先企業の意向に応じて、投資先企業との建設的な対話・関係構築を通じ、投資先企業の事業目的達成を支援するべく、人材の紹介、ビジネスマッチング、ノウハウの提供・コーチング、M&Aの支援等の各種経営支援を提供することが期待される。
- VCから取締役を派遣する場合には、投資先企業の実業取締役として株主全体の利益のために企業価値を最大化させることが使命であることを認識し、ガバナンスの向上等に資する行動を行うことが期待される。

推奨される事項		期待される事項	
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資先企業の価値向上 その他

## 11. 投資先の資本政策支援

- 投資先企業の成長を支えるため、自身が参加した資金調達ラウンド以降においても、当該企業の成長に向けた資金調達に必要な協力を行うことが期待される。その際、VCの戦略や投資先企業の意向に応じ、必要性・合理性が認められる場面においては、フォローオン投資の実施や投資契約の修正等の相談にも応じることが期待される。また、ファンドの存続期間が課題となる場合もあり得るが、投資先企業の価値向上とLPのリターン最大化の視点を踏まえ、ファンド期間の延長にも柔軟に取り組むことが期待される。
- 投資先企業のエグジットについては、LPのリターン最大化を図る観点から、上場だけでなく、M&Aも含めた、最適なエグジットの方法・タイミングを検討し、投資先企業の企業価値向上に向けた対応を行うことが期待される。

## 12. 投資先の上場後の対応

- 投資先企業が株式を上場した後にVCが保有株式を売却する場合には、その売却価値が最大となるよう、売却時期や手法について、十分に検討することが期待される。
- 投資先企業が株式を上場した後も、例えば、レイター期から投資を行うVCなど、VCの戦略に応じ、当該企業のガバナンスを支え、更なる成長の果実を共有するために株式を保有し続けること(クロスオーバー投資)が期待される。

## 「推奨・期待される事項」のアウトライン(案) その他

推奨される事項		期待される事項		
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資先企業の価値向上	その他

### 13. ESG対応・ダイバーシティの尊重等

- LPを含むステークホルダーにおける**ESG（環境に関する対応等）・ダイバーシティの尊重等への関心の高まり**を踏まえ、VCの戦略に応じて、**ESG等のポリシーに応じたファンド運営を適切に行う**とともに、その状況をLPに報告することが期待される。