金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」（第15回）

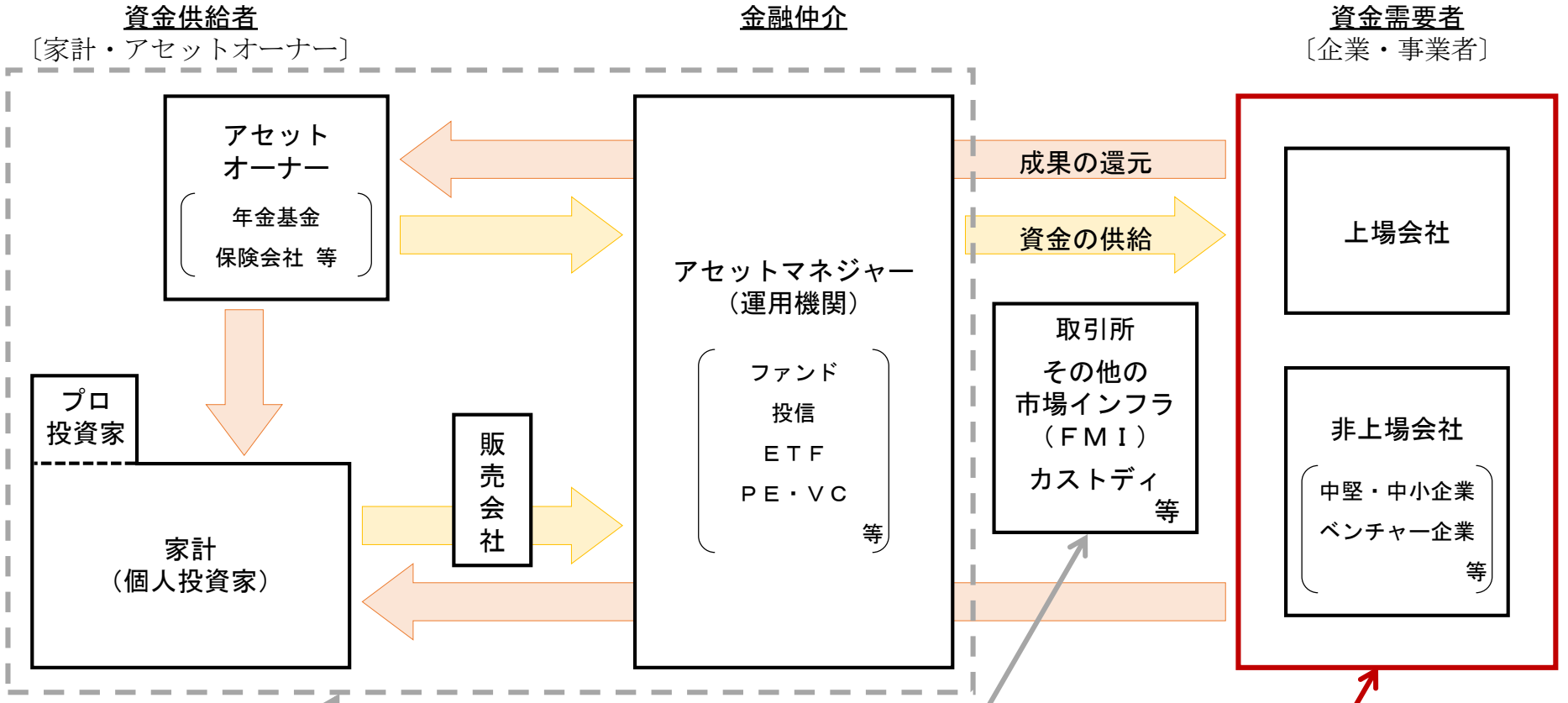
資料１

事務局説明資料（成長・事業再生資金の円滑な供給）

2022年２月17日

金融庁
Financial Services Agency

資金需要者への資金供給と経済成長の成果の家計への還元



１．経済成長の成果の家計への還元促進

・　経済成長の成果の家計への還元を促し、家計の安定的な資産形成を実現していくため、販売会社による顧客に対する勧誘・助言・説明のあり方、アセットオーナー・アセットマネジャーの役割、家計の金融リテラシーの向上のための取組について検討する。

２．市場インフラ機能の向上

・　デジタル化やサステナビリティへの関心の高まりといった世界の潮流の中で、デジタル・トークン等新たな商品を含む多様な金融商品がより円滑・安定的に取引されていくよう、市場の機能やレジリエンスの向上について検討する。

３．成長・事業再生資金の円滑な供給

・　スタートアップや事業の再構築等に資する多様な形態による資金供給を促進することにより、企業活動やこれを支援する資金供給の成果が適切にステークホルダーに還元される方策について検討する。

目次

● これまでの取組（市場制度WG第二次報告（2021年６月18日））　・・・　３

● 成長・事業再生資金の円滑な供給に向けた問題意識と課題

Ⅰ．全体像・問題意識　・・・　６

Ⅱ．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　・・・　10

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　・・・　13
② 金融サービス・支援の高度化　・・・　17

Ⅲ．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　・・・　23
② 上場審査のあり方　・・・　25

２）上場を含むエグジット

① ダイレクトリスティング　・・・　26
② M&A　・・・　27
③ SPAC（特別買収目的会社）　・・・　28

● 討議事項　・・・　36

これまでの取組（市場制度WG第二次報告（2021年６月18日））

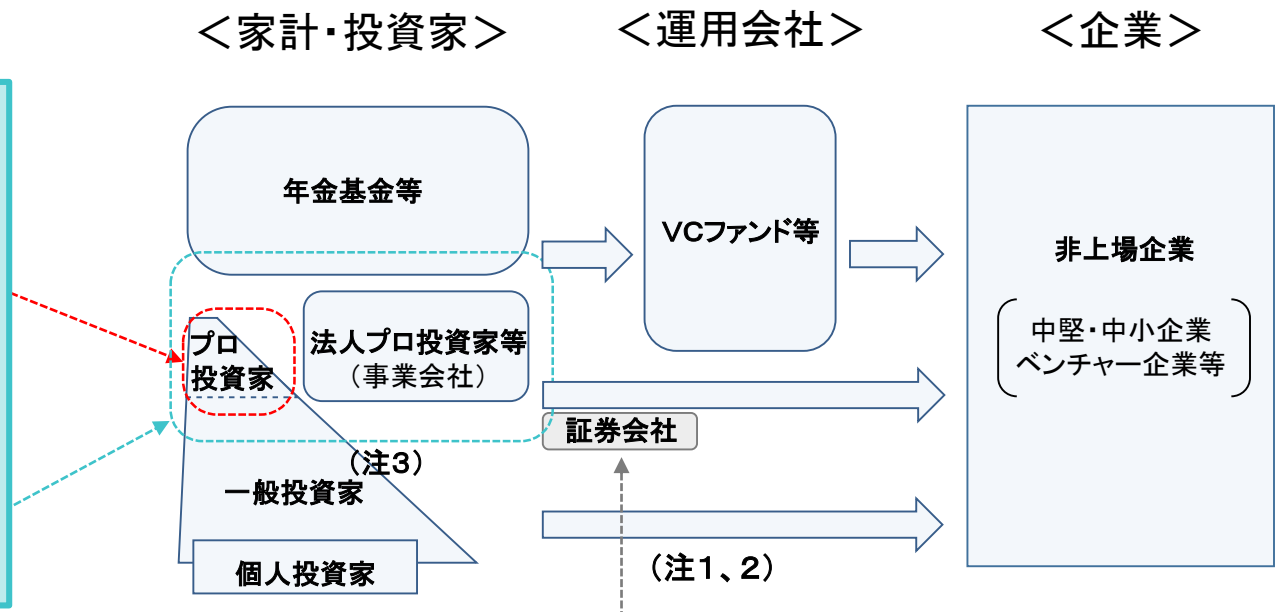
一般投資家の保護を徹底しつつ、プロ投資家がリスクテイクを行いやすい環境を整備する観点から、非上場企業に対する成長資金の円滑な供給に向け、以下の制度整備を行う。

〇特定投資家（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



〇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

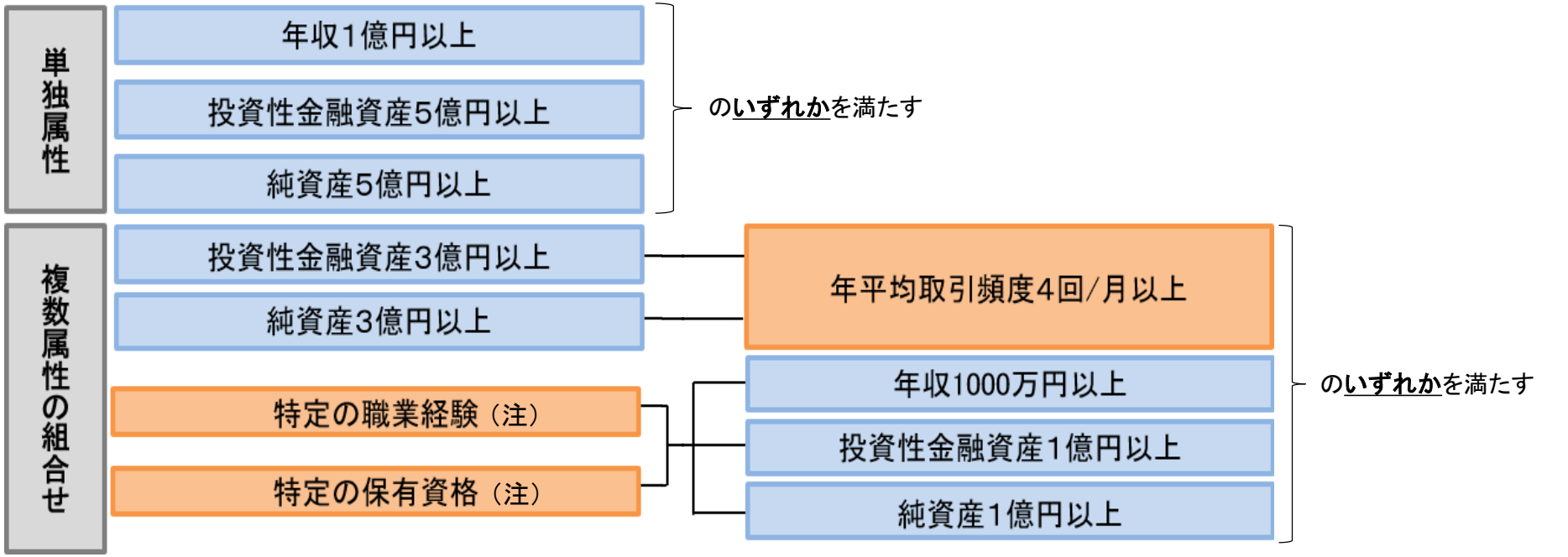
（注2）東証ベンチャーファンド市場の利用活性化【本年３月東証規則改正予定】

（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】

（参考）個人の特定投資家の要件の弾力化

○　特定投資家に移行可能な個人の要件について、一定の金融リテラシーやリスク耐久力を有することが推定される要素として、現在、純資産額、投資性金融資産額及び取引経験を勘案（純資産・投資性金融資産ともに3億円以上かつ取引経験1年以上）。

○　特定投資家となりうる投資家の範囲を適切に拡大する観点から、現行要件の要素以外に同様の金融リテラシーを推定しうる要素を特定するための実証事業の結果を踏まえ、新たに年収・職業経験・保有資格・取引頻度を勘案するよう見直す。



（注）市場制度WG第二次報告（2021年6月18日）において、実証事業の結果、純資産及び投資性金融資産ともに3億円以上かつ取引経験1年以上である投資家と同等以上の金融リテラシー（平均正答率）があると推定される投資家として、以下の属性を提示。

①職業経験のうち、以下のものに1年以上従事

- 金融機関業務（金融商品の販売・商品企画業務/法人への投融資業務/金融資産の運用業務/金融資産の運用アドバイス業務/その他業務）
- 会社経営のコンサルティング・アドバイス/経済・経営に関する教職・研究職

②保有資格のうち以下のもの

- 証券アナリスト/証券外務員（1種、2種）/1級・2級FP技能士・CFP・AFP/中小企業診断士

このうち、下線部分の属性は、財産・年収要件にかかわらず、同等以上の平均正答率となる（下線部分以外の属性は、財産・年収要件との組合せにより、同等以上の平均正答率となる）。

● これまでの取組（市場制度WG第二次報告（2021年６月18日））

● 成長・事業再生資金の円滑な供給に向けた問題意識と課題

Ⅰ．全体像・問題意識

Ⅱ．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

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
② 金融サービス・支援の高度化

Ⅲ．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
② 上場審査のあり方

２）上場を含むエグジット

① ダイレクトリスティング
② M&A
③ SPAC（特別買収目的会社）

● 討議事項

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

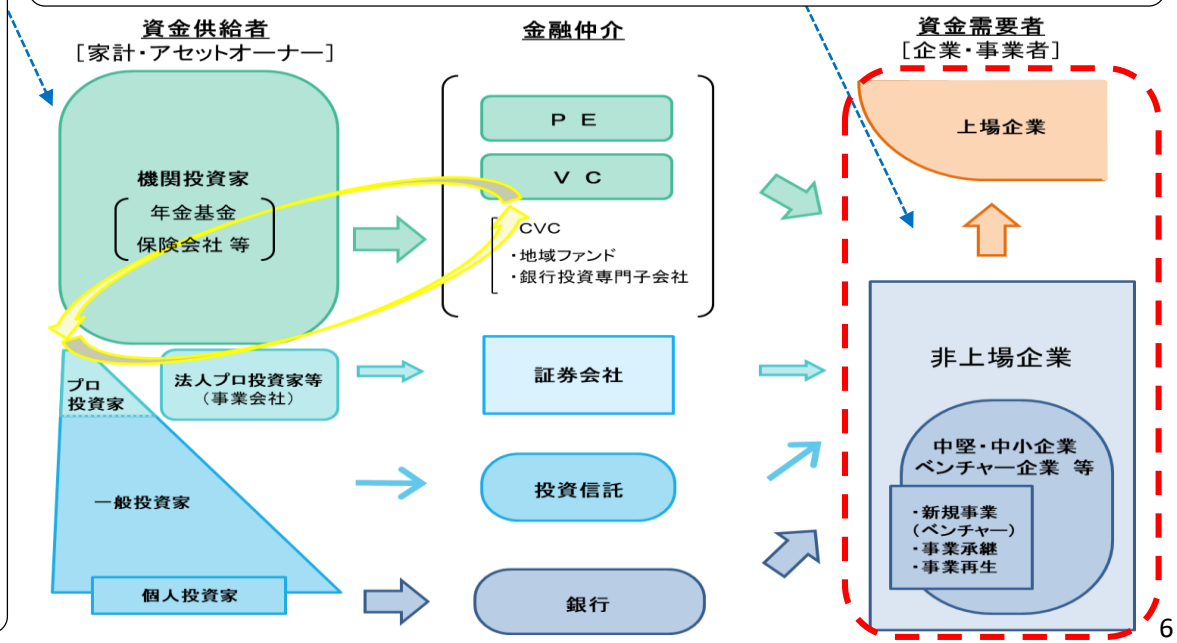
米国では証券会社の引受けを伴わずに直接取引所に上場する手法も存在。

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。



Ⅰ 成長・事業再生資金の円滑な供給に向けた問題意識と課題①

問題意識	課題
・　日本の資本市場が経済全体のイノベーションや産業構造の変革を力強く後押しし、日本の経済成長を牽引し得る新たなビジネス・産業を創出するうえで、企業が非上場・上場を問わず、大きく成長できる環境を整備していくことが求められる。 ・　足元、イノベーションの担い手である国内スタートアップへの資金供給は増加しているが、欧米と比べて未だその規模は小さい。その背景として、欧米と比べて国内の年金基金等のアセットオーナー等による資金供給が限定的との指摘がある。また、日本では非上場段階で大きく成長しないまま小規模なIPOを行う企業が多く、上場後も大きく成長する企業が少ないとの指摘がある。 ・　また、コロナの影響も長期化する中、地域の中堅・中小企業等に対し、コロナ後を見据えて、足元の資金繰り支援にとどまらず、事業再生・事業承継の支援を行っていくことが重要。	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 日本のアセットオーナー等による資金供給の拡大に向けて、どのような対応が考えられるか。また、アセットオーナー以外にどのような資金供給の担い手が考えられるか。 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 スタートアップの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ため、例えば米国で見られるクロスオーバー投資の拡充が考えられるが、どのような対応が考えられるか。 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、非上場株式のセカンダリー取引の円滑化など、どのような対応が考えられるか。 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の高度化に向け、どのような対応が考えられるか。 また、スタートアップ等へのエクイティ以外の成長資金の供給のあり方についてどのように考えるか。 コロナ後を見据えた地域の中堅・中小企業等の事業再生・事業承継の円滑化に向け、取引金融機関等としてどのような取組が考えられるか。

Ⅰ 成長・事業再生資金の円滑な供給に向けた問題意識と課題②

問題意識	課題
	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があるが、企業の成長に資するIPOプロセスのあり方についてどのように考えるか。 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、革新的な技術を用いるなど、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あり方についてどのように考えるか。 ２）上場を含むエグジット ①　ダイレクトリスティング 証券会社の引受けを伴わずに直接取引所に上場するダイレクトリスティングについてどのように考えるか。 ②　M&A 上場企業とのM&Aを通じたエグジットを促進するため、どのような対応が考えられるか。 ③　SPAC（特別買収目的会社） SPAC（特別買収目的会社）制度の導入及び制度のあり方についてどのように考えるか。

- これまでの取組（市場制度WG第二次報告（2021年６月18日））
- 成長・事業再生資金の円滑な供給に向けた問題意識と課題

Ⅰ．全体像・問題意識

Ⅱ．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

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
② 金融サービス・支援の高度化

Ⅲ．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
② 上場審査のあり方

２）上場を含むエグジット

① ダイレクトリスティング
② M&A
③ SPAC（特別買収目的会社）

- 討議事項

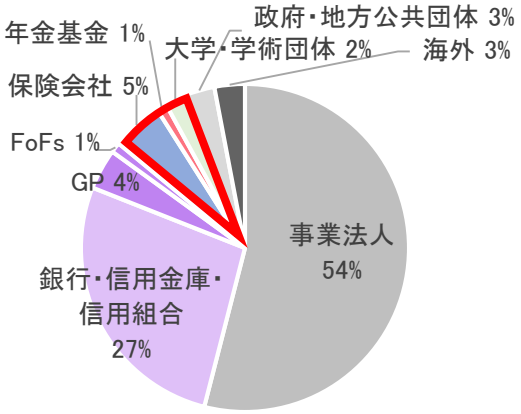
アセットオーナー等による資金供給の拡大①（VC・PEへの資金供給の実態）

○ 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）

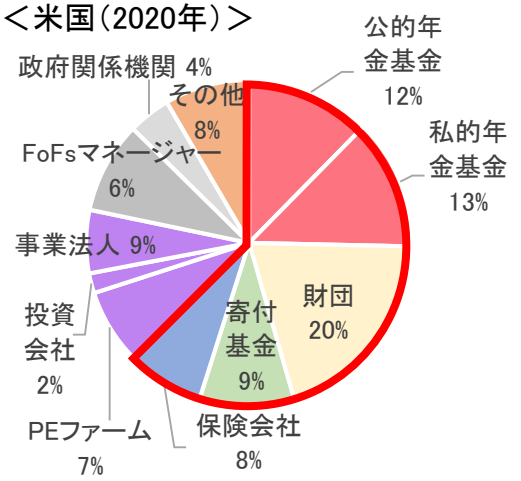
(1)VCへの資金供給主体

＜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」

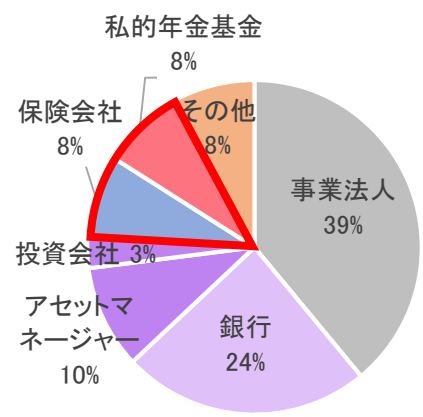
＜米国（2020年）＞



（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」

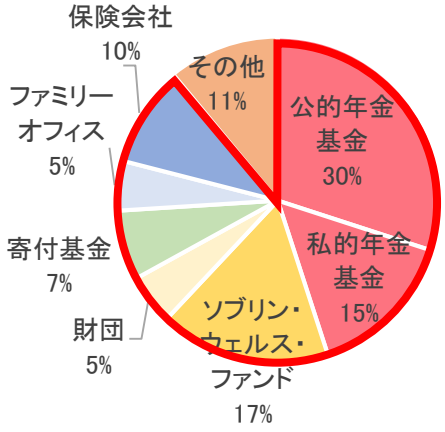
(2)PEへの資金供給主体

＜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」

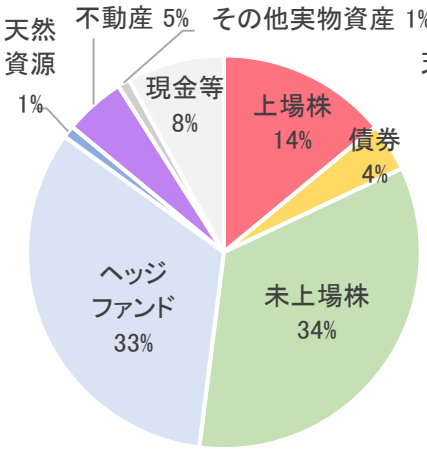
(3)主要な国内外年金基金による非上場株式投資

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

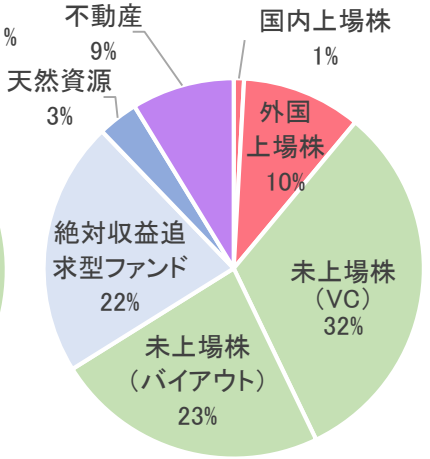
（注）GPIFの数値は111.71円/米ドルを用いドル建てに変換。
（出典）各ホームページより金融庁作成

(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

アセットオーナー等による資金供給の拡大②（課題）

○ 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

アセットオーナー等による資金供給の拡大③（ファンドの課題）

○ 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

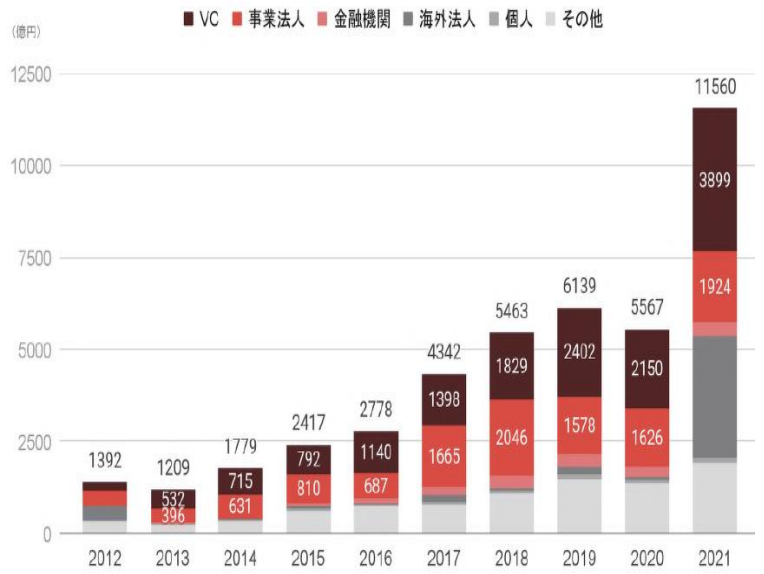
Ⅱ 2 ① レイターステージにおける資金供給の拡大①（国内におけるエクイティ供給の状況）

○ 近年、国内スタートアップの資金調達額は増加傾向にある。足元では国内スタートアップによる大型資金調達も行われており、海外のVCやクロスオーバー投資家(注)の資金が流入している。（(1)・(2)参照）

(注)上場前の段階から非上場企業に投資し、上場後も投資を継続する投資家。

○ ユニコーン企業の創出や上場後の持続的な成長を支えるため、国内資金についても、レイターステージにおける大規模な資金調達ニーズに応え、上場前後の市場の分断を乗り越えるクロスオーバー投資の拡充が期待される。（(3)参照）

(1)国内スタートアップへの投資額の推移



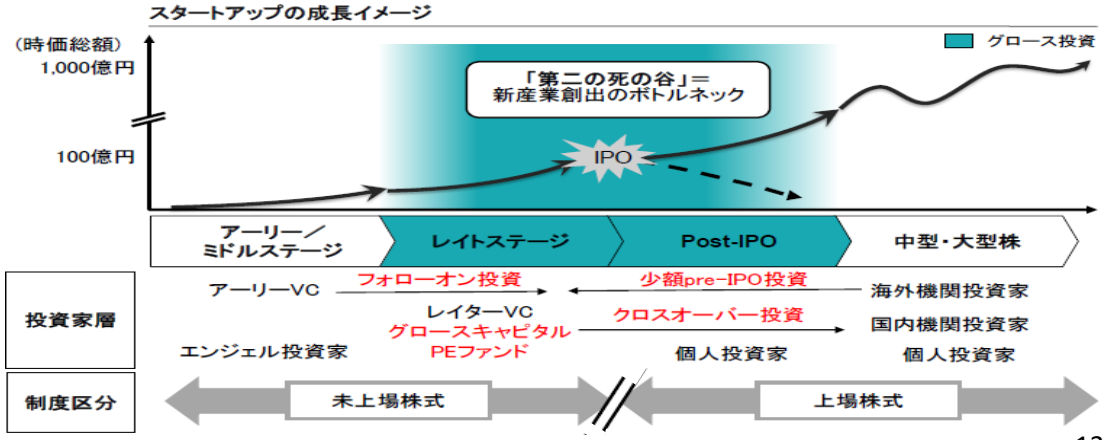
(注1)2022年1月25日時点（各年の値は基準日時点までに観測されたものが対象）。
(注2)スタートアップの定義は日本国内の未上場企業（外国人が起業した国内の会社及び日本人が起業した海外の会社を含む）、その他㈱ユーザベースが対象と判断した企業等を含む。
(注3)事業法人にはCVCを含まない。海外法人は海外金融機関及び海外事業法人。その他にはSPC（特別目的会社）、クラウドファンディング、地方公共団体・大学・財団・その他基金、その他不明なものを含む。
(注4)投資額は㈱ユーザベースによる推測を含む。
(出典)㈱ユーザベース,「2021年 Japan Startup Finance ～国内スタートアップ資金調達動向～」

(2)国内スタートアップの大型資金調達へのクロスオーバー投資家参加事例

企業名	調達金額	投資家＜下線はクロスオーバー投資家として公表された投資家＞
スマートニュース	251.2億円	Princeville Capital（米）、Woodline Partners（米）、ACA Investments（星）、JICベンチャー・グロース・インベストメンツ（日）、Green Co-Invest Investment（日）、Yamauchi-No.10 Family Office（日）、SMBCベンチャーキャピタル（日）、他数社
SmartHR	156.5億円	Light Street Capital（米）、THE FUND（日）、Sequoia Heritage（米）、Sequoia Capital Global Equities（米）、Arena Holdings（米）、Greyhound Capital（米）、Whale Rock Capital Management（米）、他1社（米）
Spiber	143.9億円	Carlyle（米）、海外需要開拓支援機構（日）、他数社

(注)調達額は資本増加を伴う資金調達のみ対象。
(出典)㈱ユーザベース,「2021年 Japan Startup Finance ～国内スタートアップ資金調達動向～」を基に金融庁作成

(3)クロスオーバー投資の意義



(出典)市場制度WG（第9回）シニフィアン株式会社提出資料

Ⅱ 2 ① レイターステージにおける資金供給の拡大②（クロスオーバー投資：非上場株式の投資信託組み入れ）

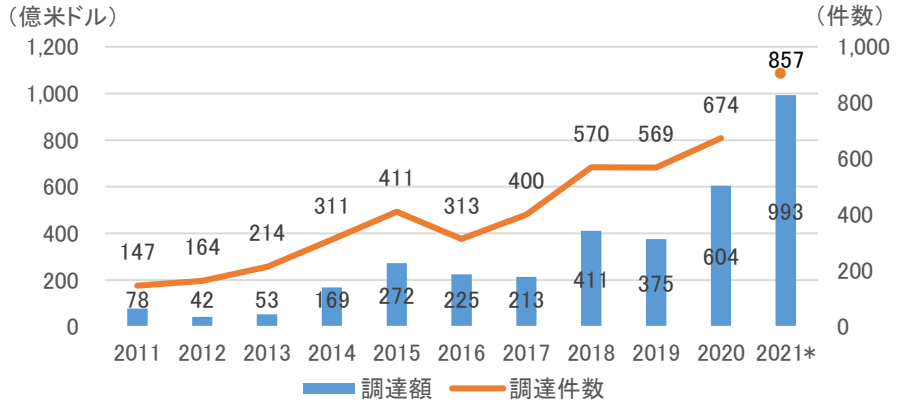
○ 米国では上場までの平均期間が長期化し(注)上場前に大きく成長する企業が増える中、ミューチュアルファンド等が企業の上場前の成長収益を得る目的等で非上場株式にも投資しており、クロスオーバー投資が増加。（(1)・(2)参照）

(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。

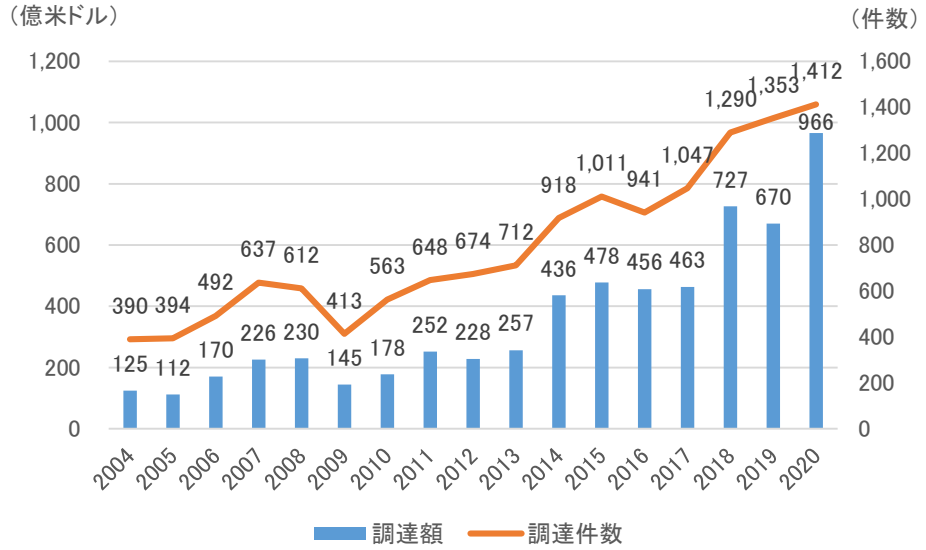
Ⅱ 2 ① レイターステージにおける資金供給の拡大②（クロスオーバー投資：グロース・エクイティ）

○ 米国では、上場／非上場問わず、一定の事業基盤を構築した企業が更に成長することを後押しするグロース・エクイティ投資が増加。（(1)・(2)参照）

○ 日本では、一般的に上場株投資と非上場株投資の担い手が分かれており、グロース・エクイティ投資が限られているが、近年、上場前のスタートアップに出資を行い、上場後も出資を継続して成長支援を行うファンドを設立する動きが見られる。（(3)参照）

(1)米国でのグロース・エクイティ投資の状況

＜グロース・エクイティ投資家が参画した資金調達ラウンド＞



（出典）NVCA（2021）「NVCA 2021 Yearbook」

(2)米国の主要グロース・エクイティ・ファンド・マネージャー

グロース・エクイティに投資を行うファンド・マネージャー	グロース・エクイティ累積投資額
Insight Partners（米）	254億米ドル
TA Associates Management（米）*	215億米ドル
Summit Partners（米）*	173億米ドル
TPG Growth（米）*	100億米ドル
Olympus Partners（米）*	69億米ドル
The Rohatyn Group（米）	61億米ドル
Lime Rock Partners（米）*	60億米ドル
Kohlberg Kravis Roberts（米）	44億米ドル
Cathay Capital Private Equity（仏）	43億米ドル
Spectrum Equity（米）*	43億米ドル

（注1）「*」はグロース・エクイティを中心に扱うファンド・マネージャー。
（注2）累積投資額は2020年5月5日時点。
（出典）PitchBook（2020）「Q2 2020 Analyst Note：Growth Equity Overview」及び各ファンド・マネージャーHPを基に金融庁作成

(3)国内のグロース・エクイティの事例

2019年に国内の独立系VCと金融機関系投資子会社が共同でグロースファンドを設立（ファンド総額200億円）。新たな産業創出を目指す株式上場前のグロースステージのスタートアップ企業に対して出資を行い、株式上場後も出資を継続し、経営面・財務面での支援を行う。

Ⅱ 2 ① レイターステージにおける資金供給の拡大③（非上場株式のセカンダリー取引の円滑化）

○ 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

Ⅱ 2 ② 金融サービス・支援の高度化①（VCの運用力強化と出資契約の適正化）

○ 海外VCからの資金が流入する中、国内VCにおいても投資先に対する経営支援を強化する等、運用力を高める必要があるとの指摘がある。（（1）参照）
○ また、スタートアップとVC等の出資者との出資契約の適正化に向けて、指針の策定が進められている。（（2）参照）

（1）VCの高度化の必要性に関する指摘

＜GPの能力向上＞

国内VCに対するLP投資として海外の厳格な投資家からの出資は少なく、GPが鍛えられていない。ファンド運営をグローバル水準に引き上げ、海外投資家の出資を呼び込む必要がある。VC（GP）の意識改革の観点で、VCのあるべき姿に関する共通の目線を設計する等、国内VC間での対話を促すことも重要ではないか。 *（国内スタートアップ）*

日本の多くのVCはスタートアップへの投資自体に意義を見出しており、リターン・ドリブンではない。米国ではリターンを追求する年金基金がVCに投資しているが、日本では年金基金による投資が限られており、スタートアップ投資が応援資金のような位置づけとなっている。プロの機関投資家の資金がVCに入れば、VCも起業家にプロとしての経営を求めることとなり、全体の底上げを図ることが可能。 *（海外運用会社）*

海外VCや海外機関投資家による日本市場への参入が進めば、特にレイトステージ領域において、資金力に欠ける国内VCの競争力が問われることになる。国内外の機関投資家から大型資金を受諾できるよう、体制整備・強化が必要。 *（国内運用会社）*

＜VCによる経営支援＞

VCはリターンを最大化して資金を投資家に返すのが使命。その観点では、投資先に対するガバナンスをきかせて共に成長を目指す関係性を構築することが重要であるが、出来ていないことが多い。 *（海外運用会社）*

（2）VC等の出資契約慣行の見直し（公正取引委員会と経済産業省の取組）

- オープンイノベーションの促進及び公正かつ自由な競争環境の確保の観点から、スタートアップが出資者から一方的な契約上の取決めを求められたりしないよう、問題事例とその具体的改善の方向性を整理。
- スタートアップと出資者との出資契約の適正化に向けて、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」（案）を策定（パブリックコメントを終え、公表準備中）。

＜指針（案）で示されている考え方＞
株式の買取請求権
- 買取請求権を濫用してはならず、行使条件は十分協議の上、重大な表明保証違反等に明確に限定するべき。
- 買取請求対象から個人を除くことが望ましい。

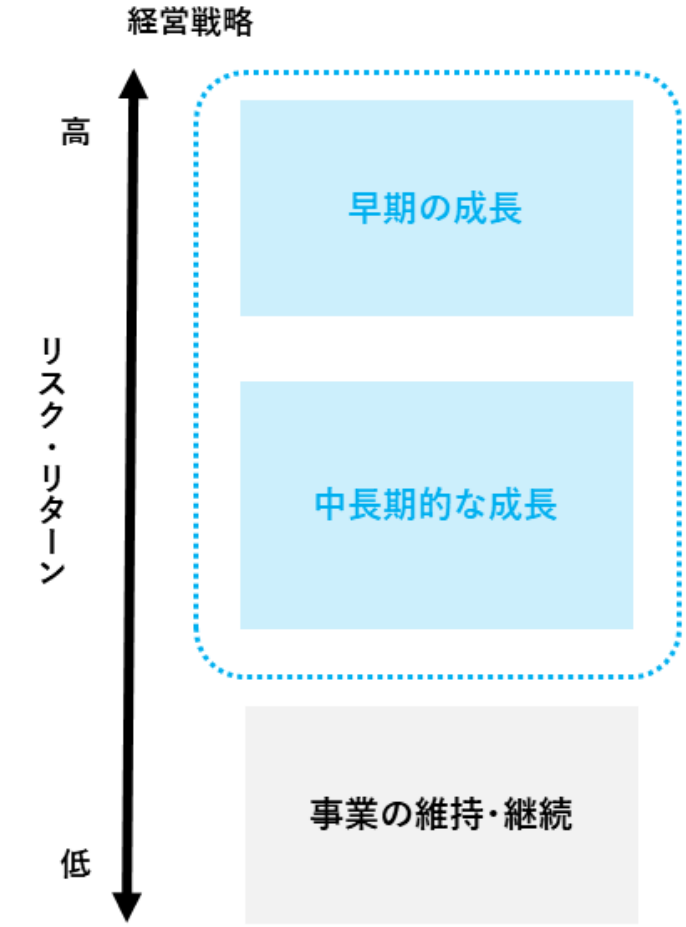
（出典）金融庁によるヒアリングベース

金融サービス・支援の高度化②（デットファイナンスの拡充：課題）

○ スタートアップ等の経営者が描く望ましい規模拡大の程度やスピードは様々で、IPOの要否やタイミングを含め、こうした経営者の意向に応じて、成長資金を最適な方法で調達できるよう、環境を整備する必要。

○ 金融機関には、不動産担保や経営者保証ではなく、事業そのものを評価し融資することが求められている。

○ 特に、産業構造の変化で、工場等の有形資産を持たない産業の重要性は一層拡大。スタートアップ支援等の局面での円滑な資金調達のニーズも高まっている。



【課題】

- エクイティによる資金調達だけでは、経営者・VCの持分を希薄化
- 早期上場以外の多様な成長の形を目指す企業は、VC等のエクイティのリターンの目線と合いにくい

⇒ デットの選択肢も必要。しかし、現状、不動産担保・個人保証なしには難しいとの指摘

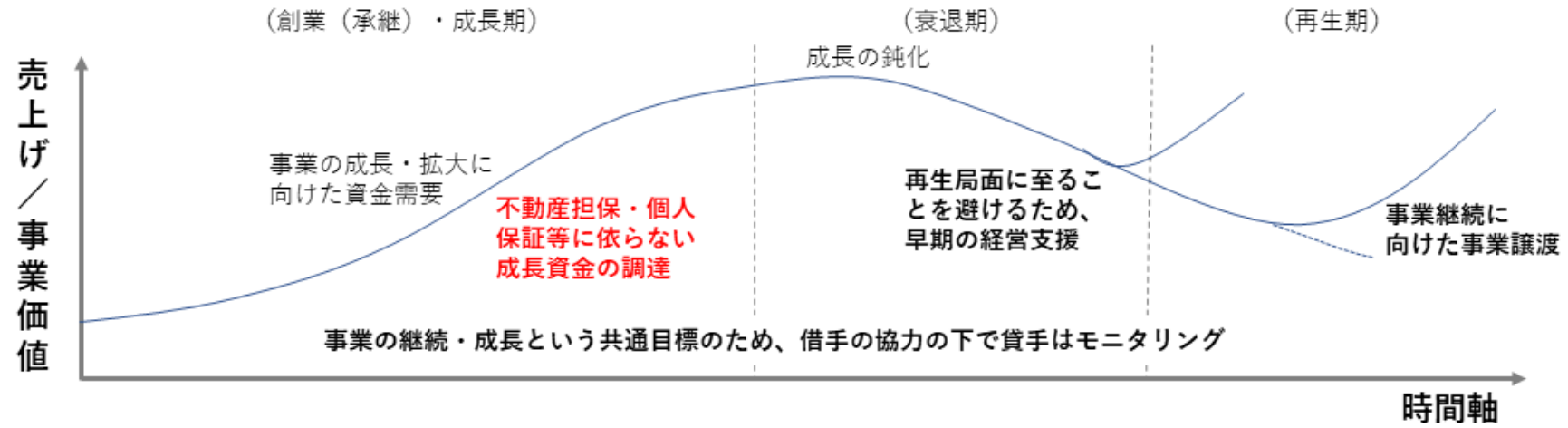
Ⅱ 2 ② 金融サービス・支援の高度化②（デットファイナンスの拡充：事業成長担保権）

○ 金融庁では、金融機関・事業者双方に事業の継続や発展への適切な動機付けをもたらし、資金供給・調達の可能性を広げる担保制度（事業成長担保権（仮称））等につき、有識者研究会において検討を進め、その成果を「論点整理」としてとりまとめ（一昨年12月公表、昨年11月改訂）。

○ スタートアップ等において、足元の財務状況が良好でなく、担保となる有形資産を持たない場合でも、事業成長担保権の活用により、貸手の目線が事業価値やその将来性に向けられ、エクイティと組み合わせたデットでの成長資金の調達が可能となる。

○ 昨年４月より、法務省・法制審議会担保法制部会において、担保法制の見直しが議論され、事業成長担保権も取り扱われている（金融庁も議論に参画）。

現在	新たな選択肢
個別資産に対する担保権のみ	**事業全体に対する担保権を選択肢に**
・担保権の対象は土地や工場等の有形資産	・担保権の対象は無形資産も含む事業全体
（ノウハウ、顧客基盤等の無形資産が含まれず、事業の将来性と乖離）	（ノウハウ、顧客基盤等の無形資産も含まれ、事業の将来性と一致）



（参考）米国では、全資産（all assets）に対する担保権の活用が統一商事法典第９編によって可能となっており、ベンチャーデットの手段の一つとして活用されている。

金融サービス・支援の高度化③（事業再生・事業承継ニーズへの対応①）

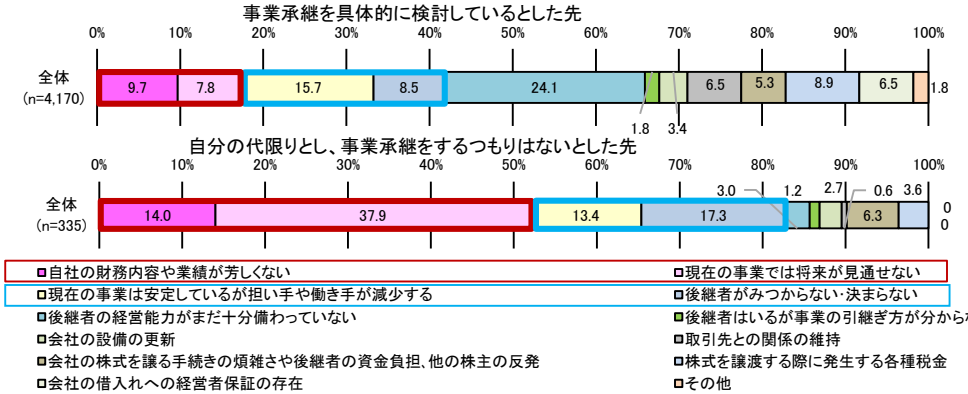
○ 経営者の高齢化が進む中、足元の資金繰り支援にとどまらず、事業承継が社会的な課題となっている。金融庁の「企業アンケート調査」（主として中小・小規模企業が対象）によると、事業承継上の課題として、人材面の課題（後継者未定等）と並んで、事業そのものに関する課題（財務内容、業績等）が挙げられている。また、事業承継に関してメインバンクに相談する企業が一定数存在し、第三者承継の場合は5割程度を占めている。（（1）参照）

○ 日本商工会議所のアンケートによると、買収を実施・検討した会員企業の買収先について、7割強が小規模企業（従業員20名以下）であり、6割強が同一市区町村・同一都道府県に所在。買収先を探す際の主な紹介者・相談者は、取引金融機関が最も多い。（（2）参照）

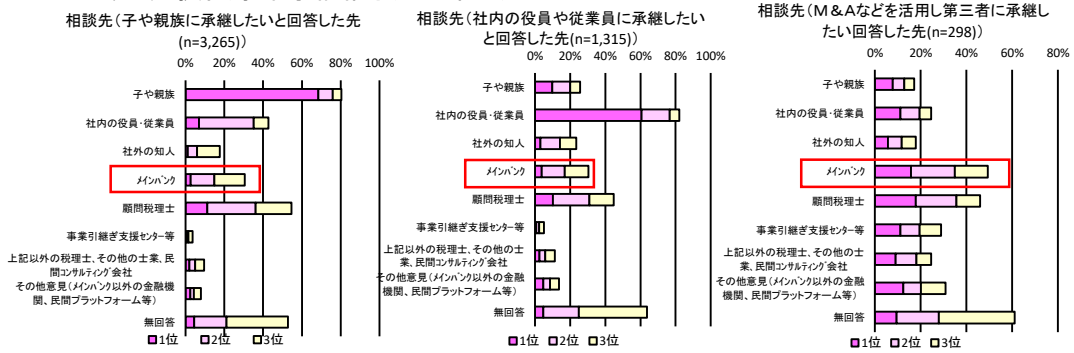
○ 地域企業の事業再生・事業承継ニーズに対し、取引金融機関等が総合的に対応することが期待される。

（1）事業承継に関する課題と相談相手

Q1．貴社において事業承継上の課題は何ですか（上位3個選択）。



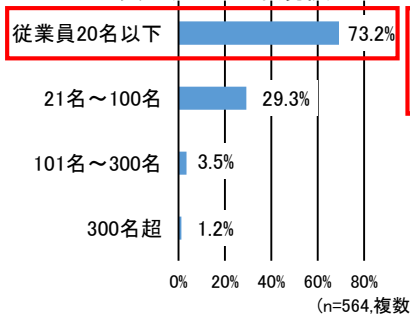
Q2．事業承継について、誰に相談しますか（またはしましたか）1～3位まで順位付けのうえ選択。（事業承継相手別の集計）



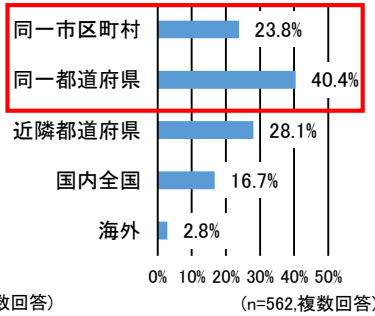
（出典）金融庁「企業アンケート調査の結果」（2021年8月31日）

（2）買収を実施・検討した会員企業の買収先・相談相手

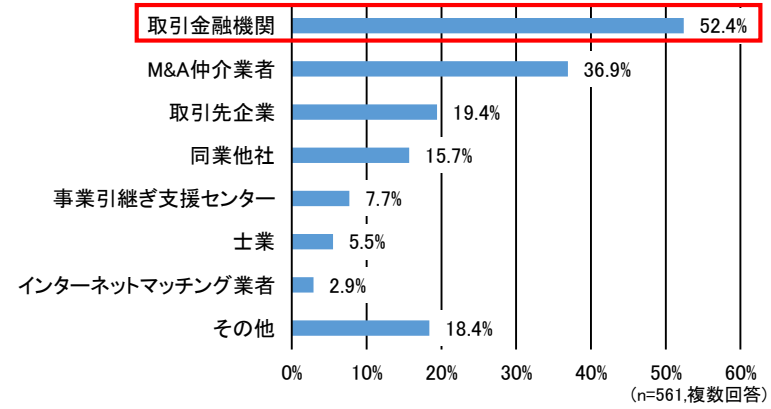
Q1．買収先の企業規模



Q2．買収先の地域



Q3．買収先を探す際の主な紹介者・相談者



（出典）日本商工会議所「『事業承継と事業再編・統合の実態に関するアンケート』調査結果」（2021年3月5日）

Ⅱ 2 ② 金融サービス・支援の高度化③（事業再生・事業承継ニーズへの対応②）

○ 地域企業の事業再生・事業承継ニーズに対し、取引金融機関等による総合的な対応が期待されるが、日本証券業協会の自主規制規則により、原則として、非上場株式の投資勧誘が禁止されている。

○ 例外として、証券会社等は、経営権の移転等を目的とした非上場株式の取引に係る投資勧誘を行うことは認められているほか、現在、日本証券業協会では、「プロ向け市場」以外での特定投資家私募が利用できるよう制度整備が進められている。

非上場株式（注1）の投資勧誘ルール（自主規制規則）

<table>
<tr><th colspan="2">開示・情報提供</th><th>特定投資家</th><th>一般投資家</th></tr>
<tr><td colspan="2" rowspan="2">なし</td><td colspan="2">経営権移転目的の場合、投資勧誘可能 【セカンダリーのみ】（注2）</td></tr>
<tr><td>企業価値評価可能な
特定投資家へ
投資勧誘可能 （注3）</td><td rowspan="2">自主規制規則により投資勧誘禁止</td></tr>
<tr><td rowspan="2">あり</td><td>特定証券
情報等</td><td>特定投資家私募制度により、
投資勧誘可能

（日証協で検討中）</td></tr>
<tr><td>有価証券
報告書等</td><td colspan="2">投資勧誘可能 （店頭取扱有価証券の投資勧誘）</td></tr>
</table>

（注1）適格機関投資家に対する投資勧誘、株主コミュニティ銘柄、株式投資型クラウドファンディング業務等を除く。

（注2）自主規制規則上、取引前調査が行われた場合、その結果を投資家に提供することとされている。

（注3）特定投資家のうち、申出により特定投資家になった個人（プロ成り個人）を除く。自主規制規則上、企業概要、事業内容、財務情報を投資家に提供することとされている。

- これまでの取組（市場制度WG第二次報告（2021年６月18日））
- 成長・事業再生資金の円滑な供給に向けた問題意識と課題

Ⅰ．全体像・問題意識

Ⅱ．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

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
② 金融サービス・支援の高度化

Ⅲ．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
② 上場審査のあり方

２）上場を含むエグジット

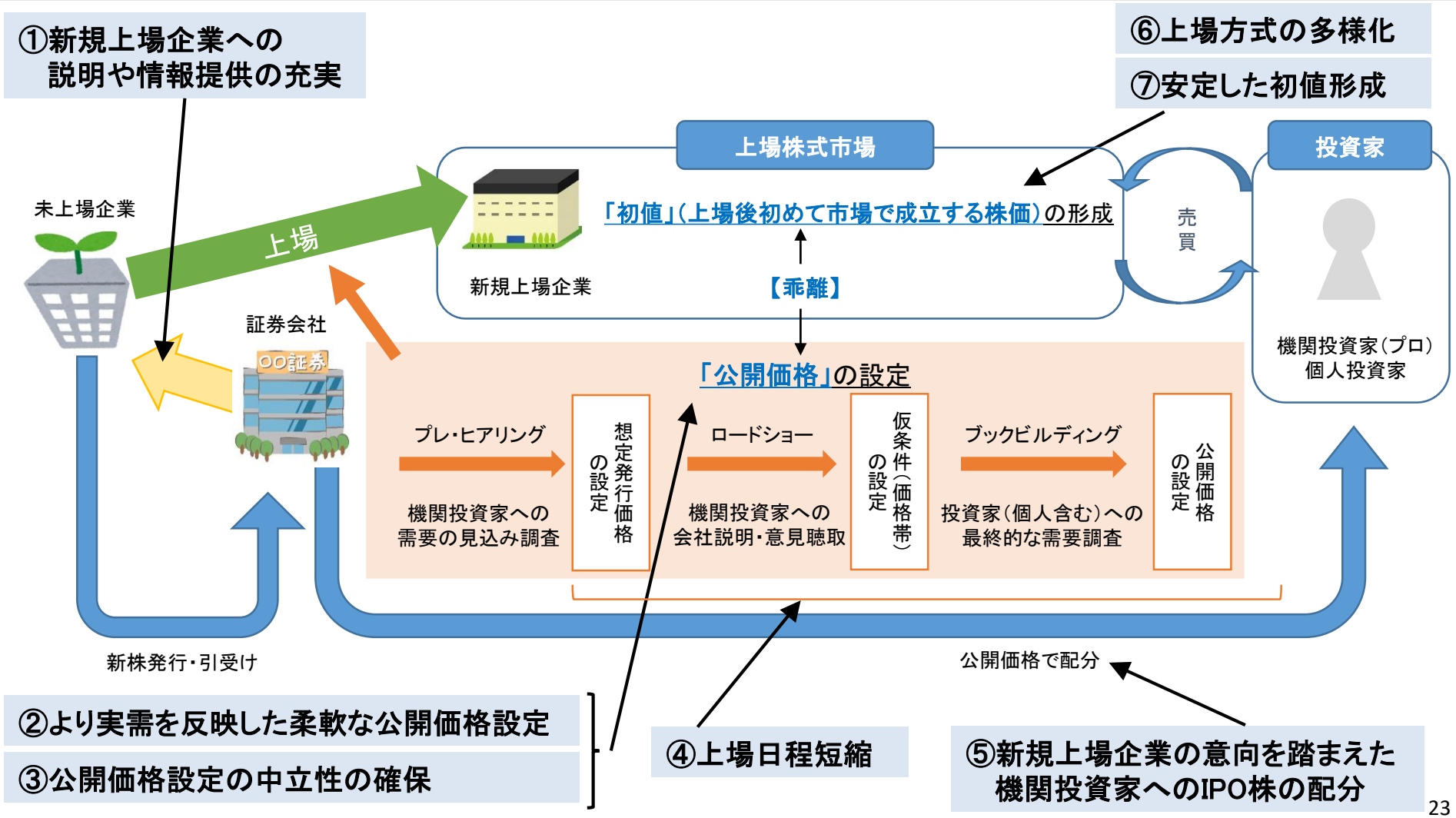
① ダイレクトリスティング
② M&A
③ SPAC（特別買収目的会社）

- 討議事項

公開価格設定プロセスの見直し①（検討の背景）

○ IPOにおいて、新規上場企業は公開価格で新株を発行し資金調達。

○ 「成長戦略実行計画」（2021年６月）及び「緊急提言」（2021年11月）では、諸外国に比べ、初値が公開価格を大きく上回っており、IPOによる資金調達額が少ないとの指摘。これを踏まえ、日本証券業協会において、公正な価格発見機能の向上や新規上場企業及び投資家の納得感の向上に向け、IPOにおける公開価格設定プロセスの見直しを検討中。



Ⅲ 1 ① 公開価格設定プロセスの見直し②（日証協WG報告書（案）（注）における改善策の主なポイント）

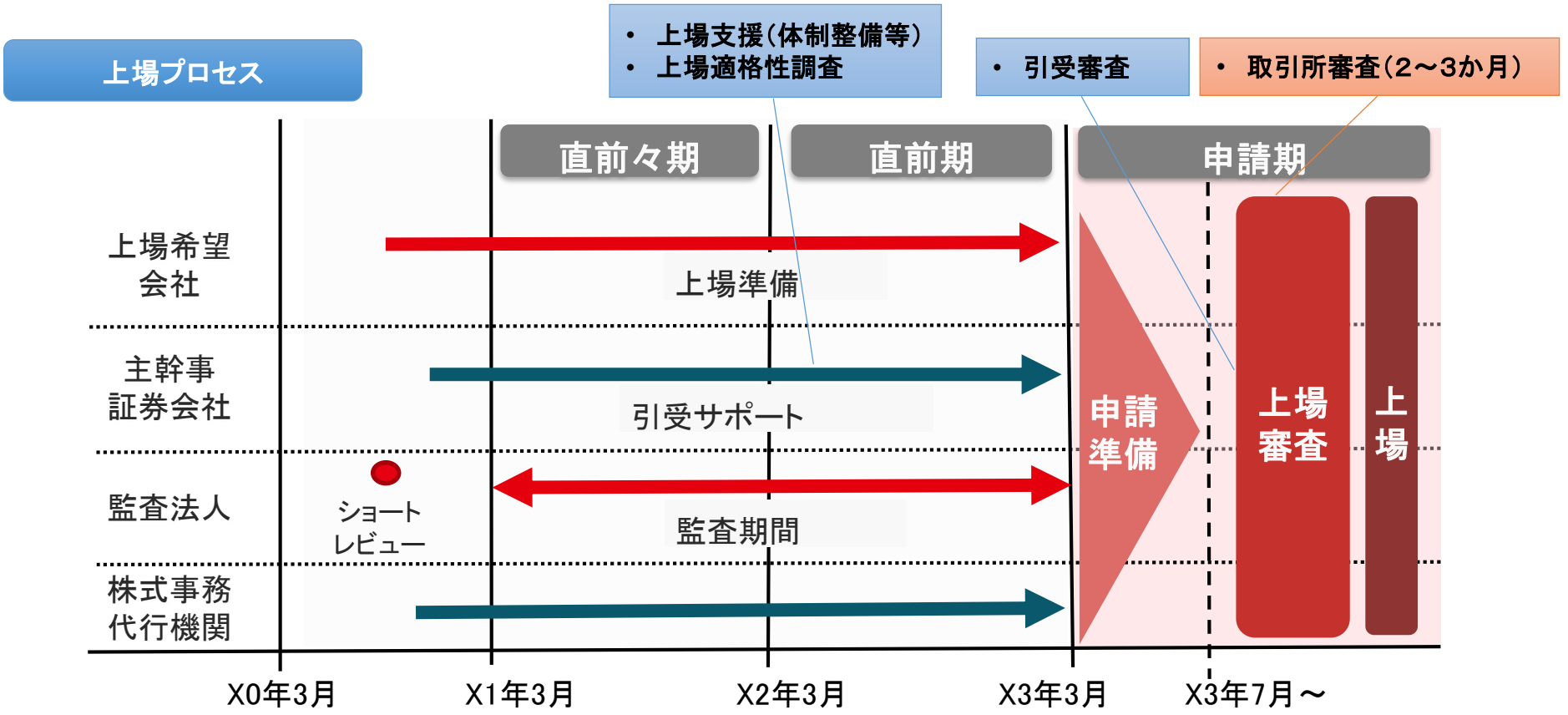
	現状	改善策のポイント
①新規上場企業への説明や情報提供の充実	・新規上場企業からは、公開価格設定プロセスにおいて、**証券会社による説明や情報提供が不十分であり、納得感がない**との声がある。	・公開価格等の設定における根拠の説明や機関投資家の需要情報の提供を規則化するなど、**証券会社による説明や情報提供を充実**させる。 ・新規上場企業が主幹事証券会社を選定する際の参考となるよう、主幹事証券会社ごとに**公開価格と初値の乖離率**等を**日証協ウェブサイトで公表**する。
②より実需を反映した柔軟な公開価格設定	・想定発行価格や仮条件の設定時に機関投資家の需要を十分に聞き取れていないとの指摘がある中、仮条件の範囲内で公開価格が決定される実務となっており、**仮条件の範囲を超えた投資家の需要を公開価格に反映できていない**。	・機関投資家へのプレ・ヒアリングの推奨等により、機関投資家の需要を十分に聞き取る。 ・投資家が仮条件を超えて需要申告を行うことを可能とし、**仮条件の範囲外でも公開価格を設定できる**よう、実務運用を見直し、ルールを明確化する。
③公開価格設定の中立性の確保	・公開価格等の設定に当たり、証券会社には利益相反管理体制の整備が求められているが、**投資家への営業のために割安に設定しているのではないかとの指摘**がある。	・多数の案件において公開価格と上場後の株価との著しい乖離があるなど、利益相反管理体制の**実効性が疑われる場合には、体制の見直しを求める**。
④上場日程短縮	・**上場までの日程が長い**ことにより、マーケット変動リスクが織り込まれ、**公開価格のディスカウント**に繋がっている。	・紙で交付していた公開価格決定時の訂正目論見書の交付省略により、公開価格決定後、より速やかに上場することを可能とするなど、**上場日程を短縮**する。
⑤新規上場企業の意向を踏まえた機関投資家へのIPO株の配分	・株の配分先につき、新規上場企業からの具体的な指示（親引け）に基づき不公正な配分を行うことは禁止されている中、**どのような場合に新規上場企業の意向を踏まえた配分が許容されるかが不明確**。	・**コーポレートガバナンス向上や企業価値向上に資する機関投資家**であれば、**新規上場企業の意向を踏まえてIPO株を配分できる**ことを明確化する。
⑥上場方式の多様化	・近年の全てのIPO案件でブックビルディング方式で公開価格が設定されており、**入札方式やダイレクトリスティングは利用されていない**。	・企業が上場する際の選択肢を増やす観点から、**入札方式やダイレクトリスティングのあり方の検討**について、取引所と連携する。
⑦安定した初値形成	・初値形成時、価格を指定しない成行注文は、初値が高騰する原因となっている可能性がある。	・**初値形成時の成行注文のあり方の検討**について、取引所と連携する。

（注）日本証券業協会「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（案）（2022年1月31日公表）を基に、金融庁において整理。日証協WGは、2月中に報告書をとりまとめる見込み。

上場審査のあり方

○ 上場に当たって取引所及び主幹事証券会社が行う審査では、投資家保護の観点から、企業の上場適格性の確保のため、形式基準への充足性の確認のみならず、例えば企業の継続性・収益性や事業計画の合理性等について実質審査を行っている。

○ これまで上場審査の効率化や透明性向上の取組等が行われてきたが、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、革新的な技術を用いるなど、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求められている。



（出典）東京証券取引所資料を基に金融庁作成

ダイレクトリスティング

○ ダイレクトリスティングとは、証券会社による引受けを伴わずに直接取引所に新規上場する方式。米国では、比較的知名度の高い大型スタートアップにおいて、主に既存株主のエグジットを目的として利用されている（(1)・(2)参照）。日本では、利用実績はほとんどない。

○ 上場を含むエグジットを多様化する観点から、ダイレクトリスティングを利用しやすくするための方策について、投資家保護上の課題と併せて検討することが考えられる。スタートアップが主に上場しているマザーズ市場では、資金調達を行うことが上場の要件とされているため、ダイレクトリスティングを利用して上場することができない。

(1)米国におけるダイレクトリスティングによる上場実績

2018年	1件	Spotify Technology
2019年	2件	Slack Technologies 等
2020年	3件	Asana、Palantir Technologies 等
2021年(9月まで)	6件	Coinbase Global 、Roblox 等

(出典)Initial Public Offerings: Direct Listings Through September 29, 2021 (Jay R. Ritter)を基に金融庁作成

銘柄名	事業内容	上場時時価総額
Spotify Technology	音楽ストリーミングサービス	約265億ドル
Slack Technologies	ビジネスチャットサービス	約195億ドル
Coinbase Global	暗号資産取引所	約654億ドル

(出典)公表資料、Bloombergを基に金融庁作成

(2)米国で指摘されているメリット・デメリット等

発行体・既存株主のメリット	• 通常のIPOでは一般的に行われている既存株主に対するロックアップ(上場後一定期間の保有株式の売却禁止)がない • 公開価格がないため、アンダープライシング(公開価格が初値を下回る問題)が発生しない • 引受証券会社への引受手数料支払いが不要(財務アドバイザーへのフィーは必要)
発行体・既存株主のデメリット	• 引受証券会社が主導するロードショーを行わないため、機関投資家に対する情報提供や需要喚起が不十分となるおそれ • ロックアップがないこと等により、株価のボラティリティが高くなるおそれ • 株主数等の上場基準を、引受証券会社による引受けと配分なしに満たす必要がある
投資家保護上の課題	• 引受証券会社による審査がない

M&A

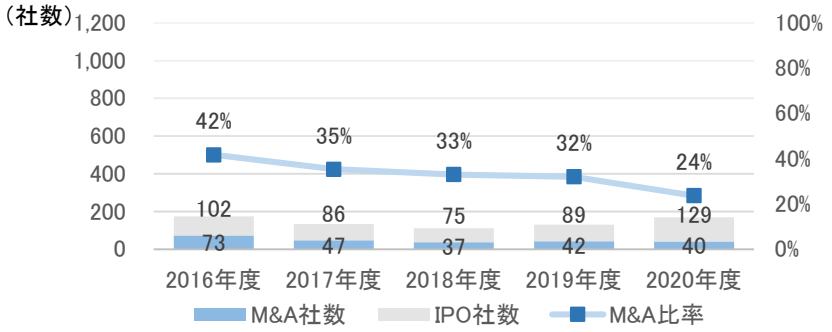
○ 日本ではIPOによるエグジットが主流であり、米国と比べて大企業等とのM&Aによるエグジットを行う非上場企業が少ない。（(1)参照）

○ M&Aを資金使途として国内で公募増資を行う場合、日本証券業協会の規則において、企業は原則1年以内にM&Aに資金を充当することやM&Aに充当されない場合の代替使途を公表することが求められており、公募増資によるM&A資金の調達が行いづらいとの指摘がある。（(2)参照）

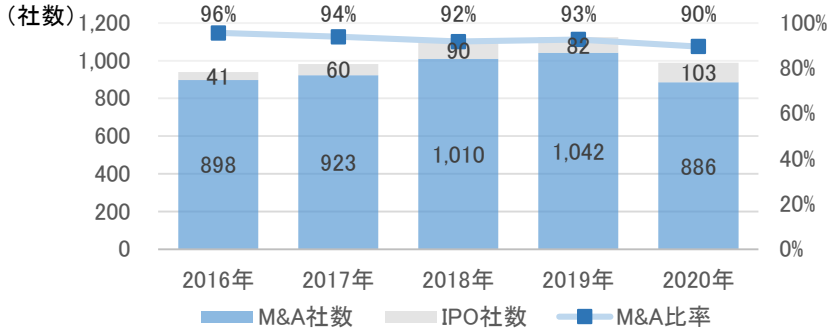
○ 現在、日本証券業協会において、投資判断に有用な情報が提供されるよう留意しつつ、原則１年以内とされている資金の充当期限等を見直す方向で検討が行われている。

（1）VC出資先企業のエグジット状況の日米比較

＜日本＞



＜米国＞



（出典）一般社団法人VEC「ベンチャー白書2021」より金融庁作成

（2）M&Aを資金使途とする国内公募に係る日証協規則

■ 有価証券の引受け等に関する規則 （抄）

第 20 条　主幹事会員は、株券等の募集の引受けを行うに当たっては、当該募集に係る具体的な資金の使途及びその効果を確認するため、当該発行者の資金繰り状況等について報告を求めるとともに、当該発行者に対し調達する資金の使途等について、次の各号に掲げる事項を細則で定める発表資料（以下「発表資料」という。）において公表するよう要請しなければならない。

１・２ （略）

２ 主幹事会員は、前項に規定する資金の使途がM＆A（企業買収、資本提携等をいう。以下同じ。）である場合には、当該M＆Aの実現可能性及び実現がなされなかった場合の合理的な代替使途について、当該M＆Aを予定している分野、規模及び時期等から確認するとともに、同項第１号に掲げる調達資金の使途の具体的な内容等として、次の各号に掲げる事項について当該発行者に対し発表資料において公表するよう要請しなければならない。

１ （略）

２ 資金充当の期限及びM＆Aに資金が充当されなかった場合の代替使途
　原則として1年以内の期限並びに代替使途の具体的な内容及び金額の表示

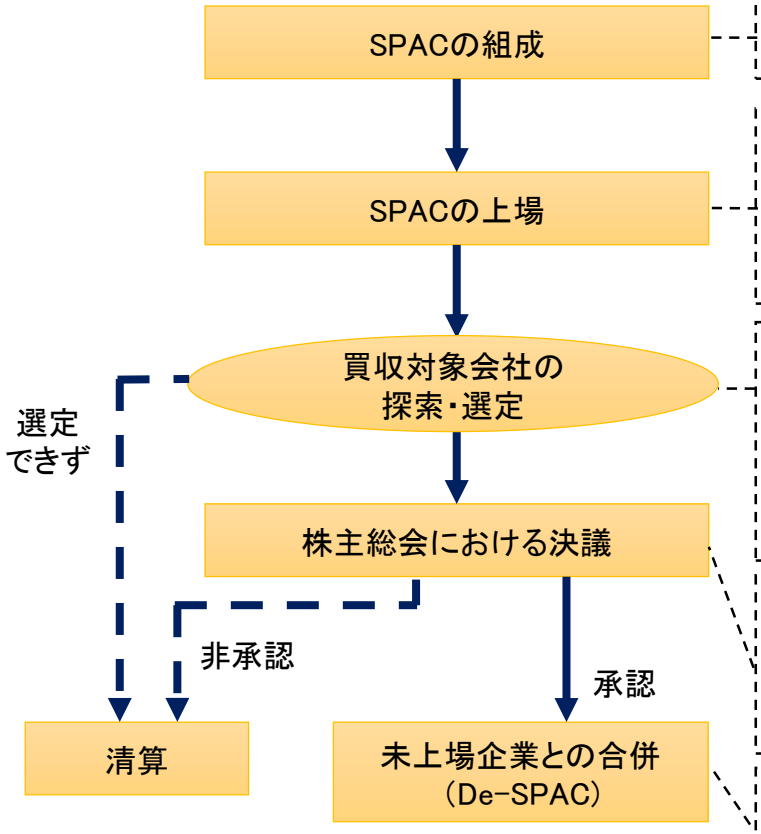
３～５ （略）

SPAC（特別買収目的会社）①（制度の概要）

○ SPAC（Special Purpose Acquisition Company：特別買収目的会社）は、それ自体は特定の事業を持たずに、未上場企業を買収することのみを目的とした会社。SPACは上場後、未上場企業（通常１社）を買収。その後、当該企業の事業を営む上場企業として存続。

○ 「成長戦略実行計画」（2021年６月）及び「緊急提言」（2021年11月）において、米国をはじめ諸外国でSPAC制度が導入・活用されていること等を踏まえ、SPACを導入した場合に必要な制度整備について検討することとされた。これを踏まえ、東京証券取引所において、SPACの導入の意義・必要性や制度構築を行う場合の課題について検討中。（注）

米国SPACのプロセス



- PEファンド・ヘッジファンドや企業経営者等の個人等が組成
  （米国ではSPACの運営者に要件はないが、香港や韓国では当局からの免許等を有する業者が運営者に含まれることなどの要件を設定）
- 通常、運営者は報酬としてSPAC株式20%（プロモート）を額面出資（25,000ドル）で取得

- 通常、1ユニット（普通株式1株＋端数のワラント）10ドルで上場
  （通常、上場から一定期間後、普通株式とワラントは分離譲渡が可能）
- SPACへの投資判断材料は運営者の実績・資質等
- 買収完了までIPO調達資金の90%以上を信託（実務上は100%信託）

- SPACと買収対象会社（通常は1社）間で買収価格を交渉
- 買収価格は信託財産の80%以上（2021年平均ではIPO調達資金の約5倍）
- 買収に際して、通常機関投資家等から追加で資金調達（PIPEs）
  （2019年1月～2020年6月に買収完了したSPAC47社のうち約8割が実施）
- 買収完了期限（通常2年、最大3年）までに買収完了しない場合は、信託財産を通常1株10ドル相当額で株主に償還（SPAC運営者には償還されない）

- 米当局（SEC）が委任状勧誘書類（買収対象会社の監査済財務諸表等を含む）をレビュー（買収対象会社の情報について、通常のIPOと同等の開示）
- 株主総会で株主から過半数以上の承認が必要
  （通常、買収への賛否に関わらず、現金償還（買戻し請求）が可能）

- 合併企業は、通常の上場企業と同等の上場基準を充足する必要
- 実務上、運営者の保有株式には通常、買収完了後1年のロックアップが存在

（注）東京証券取引所「SPAC制度の在り方等に関する研究会」は、SPAC上場制度の投資家保護上の論点整理を公表（2022年2月16日）。

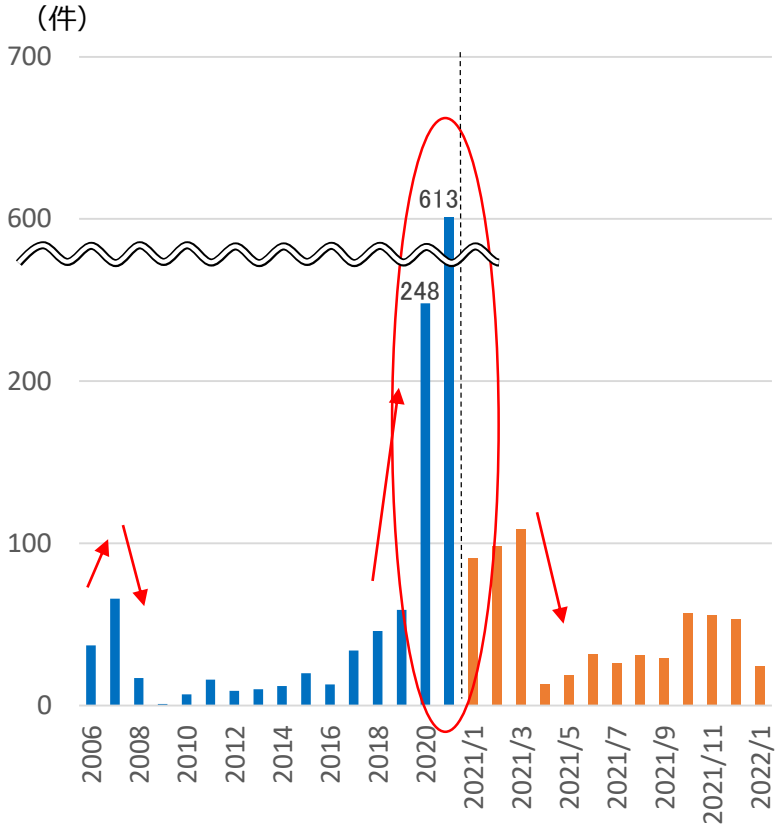
SPAC②（米国における動向①）

○ 米国では、過剰流動性等を背景に2020年にSPACの上場が急増。その後、米当局（SEC）の監視・規制強化等の動き（次頁参照）があり、2021年４月以降上場ペースは低下。2021年10月以降、SECの規制強化に先駆けて増加したが、足元では買収先候補の減少・市況の変化等によりSPAC上場を撤回する事例が増加しているとの報道（出典：CNBC・Financial Times）。（（1）参照）

（注）買収先を選定中のSPACは595社（保有資金は約18.5兆円（2022年２月15日時点））。SECは投資家に対し、買収先を選定中のSPACの増加に伴い、魅力的な買収案件が減少することを考慮するよう注意喚起（2021年５月）。

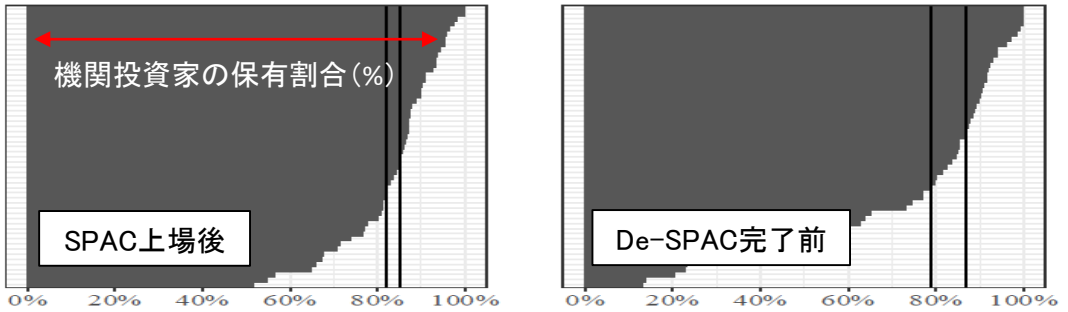
○ 米国におけるSPAC上場からDe-SPAC完了までの投資家層は、ヘッジファンド等の機関投資家が約8割。（（2）参照）

（1）SPAC上場件数



（出典）SPAC Researchを基に金融庁作成

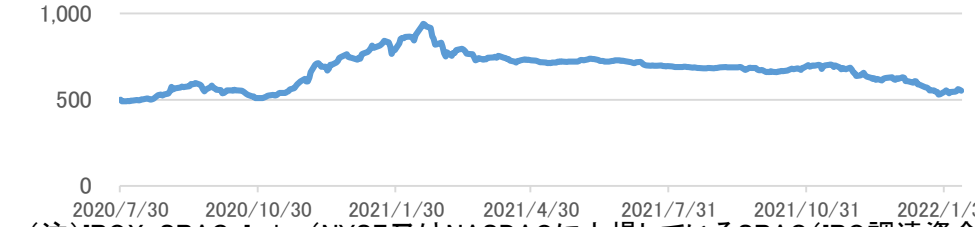
（2）米国SPACの投資家層（機関投資家の保有割合）



（注１）2019年１月～2020年６月に合併完了したSPAC47件を対象。
（注２）SECへのForm13Fの提出義務がある運用資産100億円以上の機関投資家の割合。（したがって、日本における「特定投資家（個人）」は機関投資家以外（白ヌキ部分）に含まれる。）

（出典）“A Sober look at SPACs”（Klausner, M. and Ohlrogge , M.（2022年1月））

（3）SPACの株価動向（指数）



（注）IPOX SPAC Index（NYSE又はNASDAQに上場しているSPAC（IPO調達資金２億ドル以上）が含まれる。2020年７月30日の数値を500として算出。）
（出典）Bloombergを基に金融庁作成

SPAC②（米国における動向②）

○ SPACは、テクノロジーやヘルスケア分野の未上場企業との合併事例が多い。買収対象会社との合併後の株価（パフォーマンス）は、一般上場企業（ナスダック市場）と比較して低調との指摘。（（1）・（2）参照）

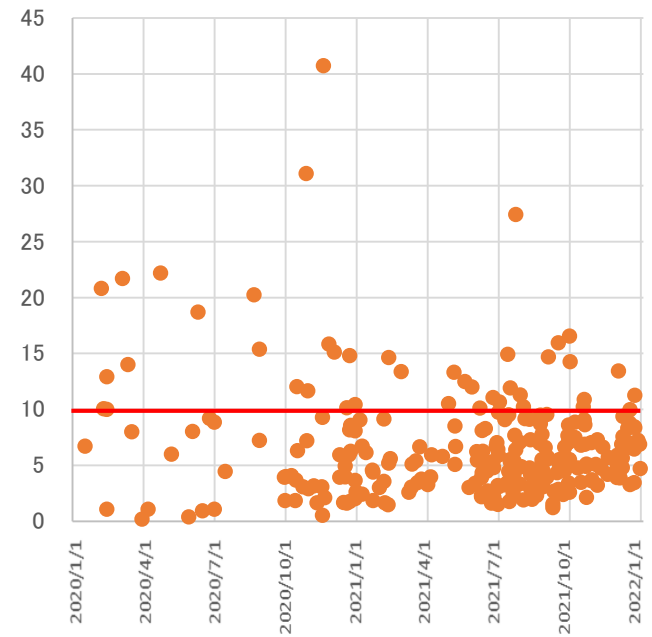
○ 不正事案の発生（注1・2）や訴訟の増加が見られる中、米当局（SEC）は、SPAC運営者の報酬・手数料・将来情報・利益相反等の開示、買収に係る適切な情報提供、引受責任等に関する規制強化の見込み（2022年春までに予定）。

（注1）2020年10月、ヘルスケア関連のテクノロジー企業MultiplanはSPACと合併したが、財務報告の虚偽疑惑により株価が下落（（3）参照）。当該SPACの運営者が買収対象会社に関する重要事実を隠蔽したとして信認義務違反を追及する集団訴訟が提起されている。

（注2）2020年6月、電気自動車メーカーNikolaがSPAC上場（NASDAQ）。時価総額は一時Fordを上回ったが、電動化技術に関する虚偽説明等の疑惑が発覚し、株価急落・創業者辞任。SEC・司法省が起訴し、2021年12月、1.25億ドル（約140億円）の罰金支払いを合意。

（1）合併企業の直近株価（分布）

※2020年1月～2021年12月に合併完了した企業263社を対象

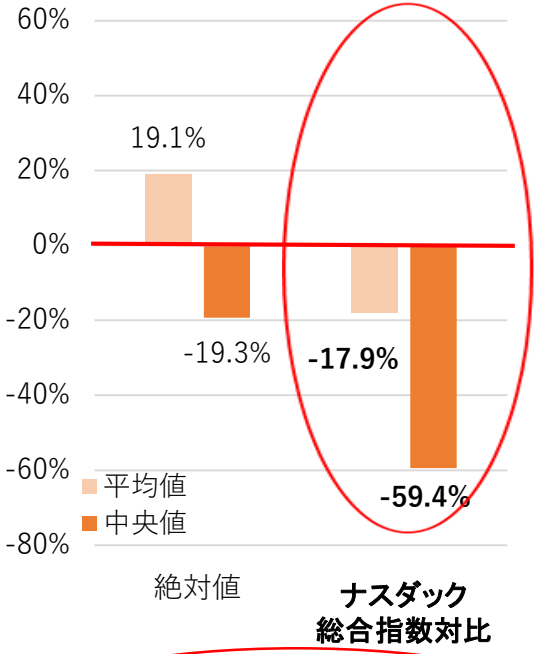


（注1）縦軸：株価（2022/2/15時点）、横軸：合併完了日。（注2）上場時の公開価格が10ドルでないものも含む。

（出典）SPAC Researchを基に金融庁作成

（2）合併完了12か月後のリターン

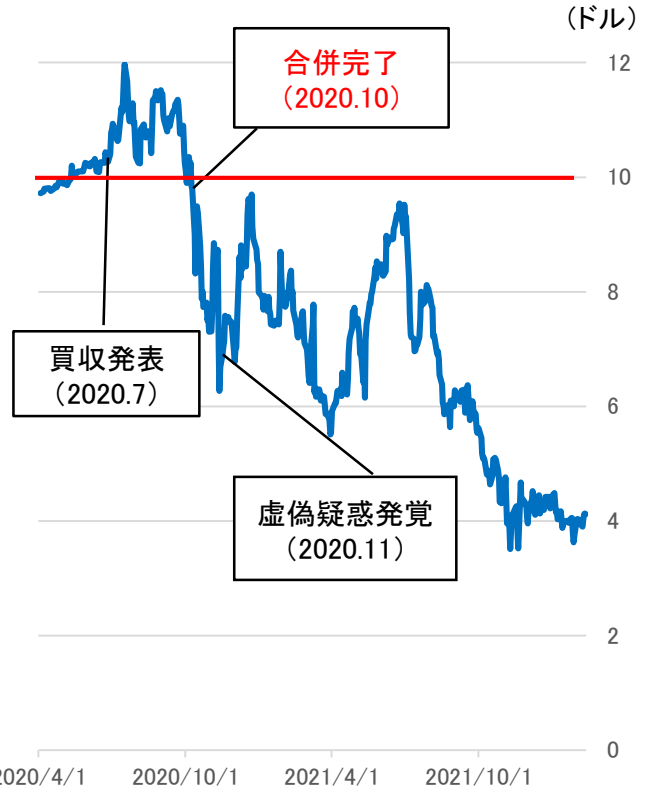
※2019年1月～2020年6月に合併完了したSPAC47社を対象



SPAC運営者のリターンは平均値549%、中央値257%（絶対値）

（出典）“A Sober look at SPACs”
（Klausner, M. and Ohlrogge , M. (2022年1月)

（3）Multiplanの株価推移



（出典）Bloombergを基に金融庁作成（2022/2/11時点）

SPAC③（米国以外における動向）

○ 諸外国でSPAC導入などの動きがある一方、米国における不正事例や訴訟の増加等を踏まえ、海外の規制当局は、SPACのリスクに関する投資家への注意喚起や、SPACに対する規制・監視を強化。

欧州

- ESMA（EUの証券市場の規制・監督当局）は以下を表明（2021年7月）。
  - EU域内当局が監視すべき開示内容を明確化。
  - SPAC は複雑なリスクを内包しており必ずしも全ての投資家にとって適切な投資対象ではなく、SPACの販売者等は、個人投資家を対象顧客として含めるかどうかプロダクトガバナンス規制に基づき判断を行うべき。

（※）フランス（パリ）ではプロ投資家向け市場に上場。

- 2021年におけるSPAC上場は蘭・仏・伊の3取引所で計22件。
- 英国では、一定の投資家保護策及び買収対象会社の情報開示が確保されている場合、買収発表後の取引一時停止を免除（2021年8月）。

香港

- SPAC運営者の要件やDe-SPAC完了までの対象投資家をプロ投資家に限定する等、米国よりも投資家保護策を強化して導入（2022年1月）。

（※）SPAC3社が上場申請中との報道（2022年1月末時点）。

シンガポール

- SPAC運営者の報酬規制や独立した買収価格の算定機関の選任義務等、米国よりも投資家保護策を強化して導入（2021年9月）。

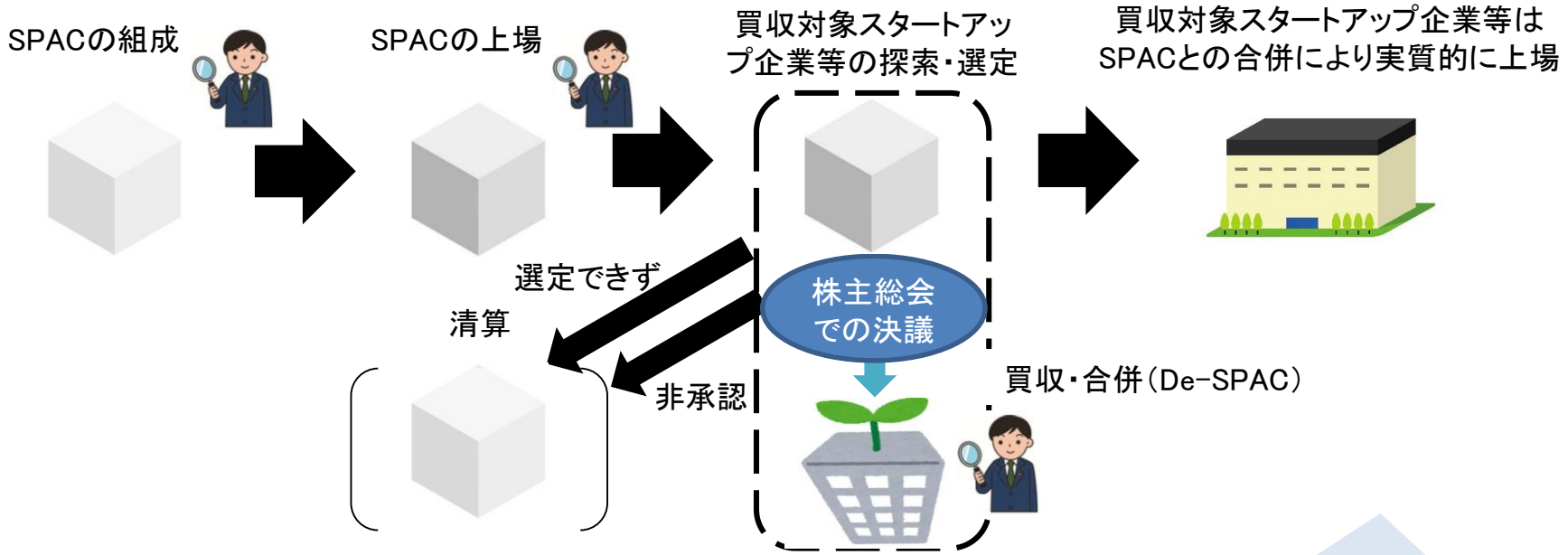
（※）SPAC3社が上場（2022年1月末時点）。

（注）上記以外のSPAC導入国は、カナダ・韓国・マレーシア等。

SPAC④（これまで指摘されている主な論点①）

1.（1）SPAC運営者の資質・開示・報酬等のあり方

1.（2）買収対象会社（未上場企業）に関する情報開示（買収価格の妥当性などの確保）



1.（3）合併後の企業の上場適格性の確保

2. 対象投資家層に関する論点

SPAC上場時からDe-SPAC完了までの対象投資家の適切な設定

SPAC④（これまで指摘されている主な論点②）

1. 制度設計の論点

（1）SPAC運営者の資質・開示・報酬等のあり方

SPAC運営者とSPAC株主との利益相反（注）を抑制する仕組みが必要

（注）SPAC運営者（SPAC株主よりも著しく低い価格で株式を取得）には、SPAC株主（株式を10ドルで取得）に損失が生じる買収でも実行するインセンティブあり。

（2）買収対象会社（未上場企業）に関する情報開示（買収価格の妥当性などの確保）

De-SPAC（実質的なIPO）の際、買収対象の未上場企業について投資家保護に十分なレベルの開示が必要

（注）仮にDe-SPAC以前の段階での個人投資家の参加を認める場合（下記論点2）、少なくとも通常の届出書と同レベルの開示が必要。

（3）合併後の企業の上場適格性の確保

De-SPACに伴い一般市場に上場する際、上場適格性を確保する仕組みが必要（通常のIPOでは取引所等が審査）

2. 対象投資家層に関する論点

SPAC上場時からDe-SPAC完了までの対象投資家の適切な設定

○ SPACへの投資判断は、「運営者の資質や利益相反」、「運営者の報酬やワラント等による株式の希薄化」、「買収対象会社の価格の妥当性」など一般の株式投資と比較して複雑な評価が必要。

○ 従来SPACを導入している多くの法域では、個人投資家の参加が認められている一方、近年公表された枠組みでは参加を制限・禁止する傾向にあり、実態上、機関投資家中心に取引が行われている傾向にある。

○ SPAC上場時からDe-SPAC完了までの対象投資家について、「一般の個人投資家も含めるべき（注1）」、「適切なリスク管理が可能なプロ投資家（特定投資家）に限定すべき（注2）」との意見。

（注1）従来、日本のIPO市場は個人投資家中心であり、それを除外するとSPAC制度が利用されなくなるとの指摘がある。

（注2）一般投資家を対象とする場合に比べ、柔軟な制度設計が可能となるとの指摘がある。

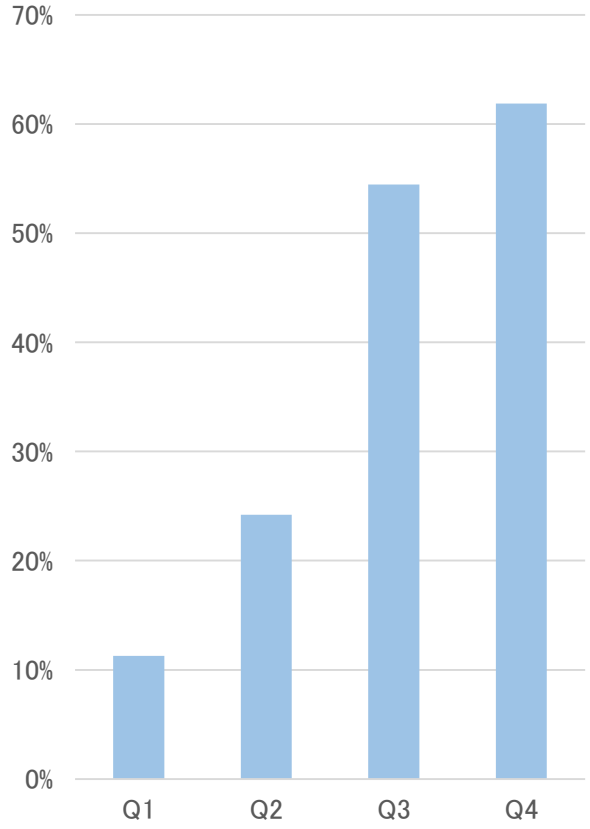
（参考）米国におけるSPACの足元の動向

○ 2021年以降、De-SPAC時における株主の現金償還の比率が増加傾向にあり、2020年～2021年に合併完了した案件を見ると、償還率が高い案件には合併後の直近の株価が低い案件が多い。（（1）・（2）参照）

○ 2021年第１四半期以降、機関投資家等によるPIPEsを通じた追加の資金供給は減少傾向にある（（3）参照）。こうした中、PIPEs以外の資金調達手法（転換社債の発行等）の活用が増加しているとの報道。

（1）償還率の推移

※2021年に合併完了した企業199社を対象

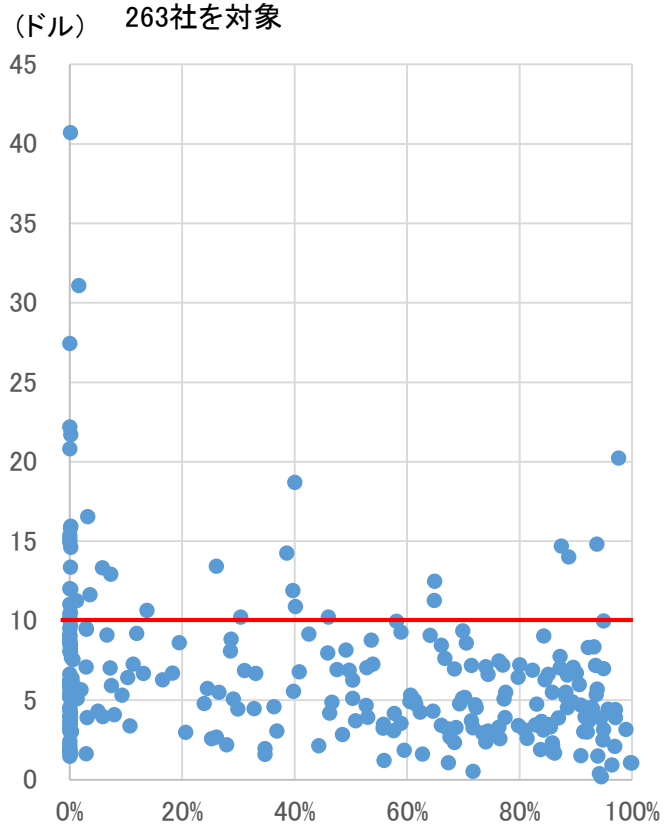


（注）各四半期の償還率の平均値。

（出典）SPAC Researchを基に金融庁作成

（2）償還率と直近株価（分布）

※2020年１月～2021年12月に合併完了した企業263社を対象

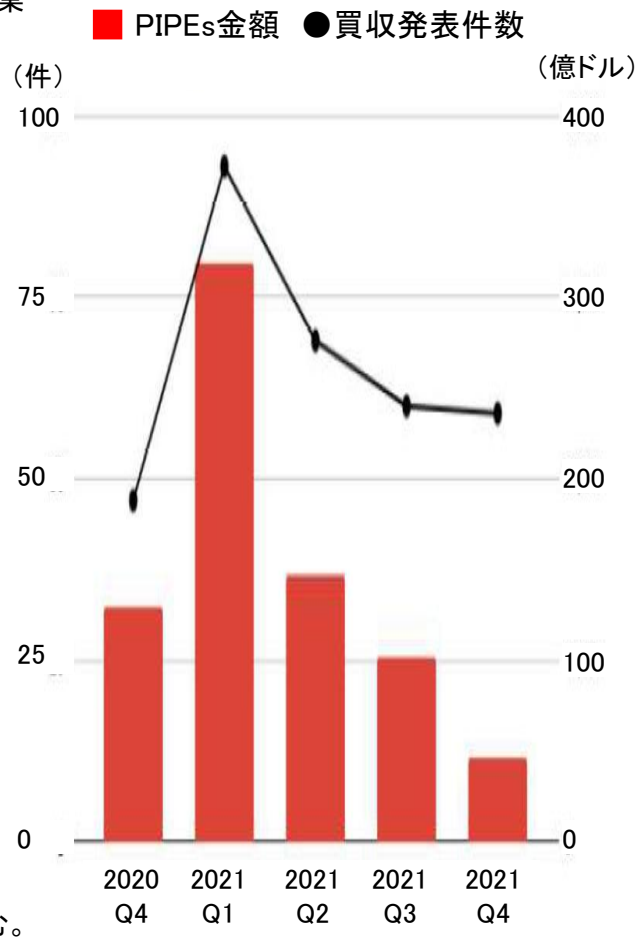


（注１）縦軸：株価（2022/2/15時点）、横軸：償還率。

（注2）上場時の公開価格が10ドルでないものも含む。

（出典）SPAC Researchを基に金融庁作成

（3）PIPEsの動向



（出典）SPAC Researchを基に金融庁一部加工

● これまでの取組（市場制度WG第二次報告（2021年６月18日））

● 成長・事業再生資金の円滑な供給に向けた問題意識と課題

Ⅰ．全体像・問題意識

Ⅱ．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

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
② 金融サービス・支援の高度化

Ⅲ．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
② 上場審査のあり方

２）上場を含むエグジット

① ダイレクトリスティング
② M&A
③ SPAC（特別買収目的会社）

● 討議事項

討議事項

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

日本のアセットオーナー等による資金供給の拡大に向けて、どのような対応が考えられるか。また、アセットオーナー以外にどのような資金供給の担い手が考えられるか。

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

スタートアップへの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ため、例えば米国で見られるクロスオーバー投資の拡充が考えられるが、どのような対応が考えられるか。

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、非上場株式のセカンダリー取引の円滑化など、どのような対応が考えられるか。

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の高度化に向け、どのような対応が考えられるか。

また、スタートアップ等へのエクイティ以外の成長資金の供給のあり方についてどのように考えるか。

コロナ後を見据えた地域の中堅・中小企業等の事業再生・事業承継の円滑化に向け、取引金融機関等としてどのような取組が考えられるか。

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があるが、企業の成長に資するIPOプロセスのあり方についてどのように考えるか。

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、革新的な技術を用いるなど、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あり方についてどのように考えるか。

２）上場を含むエグジット

①ダイレクトリスティング

証券会社の引受けを伴わずに直接取引所に上場するダイレクトリスティングについてどのように考えるか。

②M&A

上場企業とのM&Aを通じたエグジットを促進するため、どのような対応が考えられるか。

③SPAC（特別買収目的会社）

SPAC（特別買収目的会社）制度の導入及び制度のあり方についてどのように考えるか。