

2023 年 11 月号 (Vol.10)

## 資産運用に関するタスクフォースにおける議論状況 (VC 関連のトピックを中心に)

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. 政府の近時の動き	弁護士 前山 侑介
III. 資産運用タスクフォースにおける議論状況	TEL. 03 6213 8157
IV. まとめ	<a href="mailto:yusuke.maeyama@mhm-global.com">yusuke.maeyama@mhm-global.com</a>

### I. はじめに

2023 年 4 月の金融庁による「資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2023」の公表や、同年 6 月に閣議決定された政府の「経済財政運営と改革の基本方針 2023」における「資産運用立国」の実現についての言及を始めとして、本年においては政府内において資産運用業の制度整備等に関する議論が特に活発に行われています。そのような議論における中心的な役割を現在担っているのが、内閣官房の新しい資本主義実現会議・資産運用立国分科会、及び金融庁金融審議会・資産運用に関するタスクフォース（以下「資産運用タスクフォース」といいます。）の二つの会議体です。

特に、資産運用タスクフォースについては、資産運用業に関する各種のトピックのうちの一つとして、ベンチャーキャピタル（VC）に関連する議論が行われており、当該議論を踏まえて今後立法やガイドライン等の制定が実現すれば、VC を含むファンド実務に影響を与える可能性があります。

本 Newsletter では、資産運用に関するタスクフォースにおける現在までの議論のうち、特に VC に関連する事項について、その内容を概説いたします。

### II. 政府の近時の動き

#### 1. これまでの動き

本 Newsletter の発行日現在において、資産運用タスクフォースは第 4 回まで開催されています。以下の表は、本年における、本 Newsletter の発行日現在までの主要なイベントを時系列順に表にまとめたものです。

## PRIVATE EQUITY NEWSLETTER

日付	主な出来事
2023年4月21日	金融庁による「資産運用業高度化プロセスレポート2023」の公表 <sup>1</sup>
同年6月16日	「経済財政運営と改革の基本方針2023」（いわゆる「骨太方針」）につき閣議決定 <sup>2</sup> 。『資産運用立国』の実現を目指す旨が記載される
同年8月29日	金融庁による「2023事務年度 金融行政方針」（「金融行政方針」）の公表 <sup>3</sup> 。「資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化など、資産運用立国の実現に向けた取組を推進」する旨が表明される
同年10月3日	金融庁・金融審議会 資産運用に関するタスクフォース（第1回）の開催 <sup>4</sup>
同年10月4日	内閣官房・新しい資本主義実現会議 資産運用立国分科会（第1回）の開催 <sup>5</sup>
同年10月18日	金融庁・金融審議会 資産運用に関するタスクフォース（第2回）の開催 <sup>6</sup>
同年10月27日	内閣官房・新しい資本主義実現会議 資産運用立国分科会（第2回）の開催 <sup>7</sup>
同年11月6日	金融庁・金融審議会 資産運用に関するタスクフォース（第3回）の開催 <sup>8</sup>
同年11月15日	内閣官房・新しい資本主義実現会議 資産運用立国分科会（第3回）の開催 <sup>9</sup>
同年11月22日	金融庁・金融審議会 資産運用に関するタスクフォース（第4回）の開催（市場制度ワーキング・グループ（第25回）との合同開催） <sup>10</sup>

## 2. 今後見込まれる動き

上記の各会議体における議論を踏まえ、年内に一定の政策方針が示されることが予定されています。具体的には、上記の表内の2023年6月16日付「経済財政運営と改革の基本方針2023」において、「資産運用会社やアセットオーナーのガバナンス改善・体制強化、資産運用力の向上及び運用対象の多様化に向けた環境整備等を通じた

<sup>1</sup> [https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421\\_1.pdf](https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20230421/20230421_1.pdf)

<sup>2</sup> [https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/2023/2023\\_basicpolicies\\_ja.pdf](https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/2023/2023_basicpolicies_ja.pdf)

<sup>3</sup> [https://www.fsa.go.jp/news/r5/20230829/230829\\_main.pdf](https://www.fsa.go.jp/news/r5/20230829/230829_main.pdf)

<sup>4</sup> [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003.html)

<sup>5</sup> [https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou\\_dai1/index.html](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_dai1/index.html)

<sup>6</sup> [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231018.html)

<sup>7</sup> [https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou\\_dai2/index.html](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_dai2/index.html)

<sup>8</sup> [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231106.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231106.html)

<sup>9</sup> [https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou\\_dai3/index.html](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_dai3/index.html)

<sup>10</sup> [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/siryou/20231122.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20231122.html)

## PRIVATE EQUITY NEWSLETTER

資産運用業等の抜本的な改革に関する政策プランを年内に策定」する旨言及されています。またこれを受けて、資産運用タスクフォースにおいては同年 11 月 22 日開催の第 4 回において「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（案）」（以下「本報告書（案）」といいます。）を公開しています。

今後は、上記の本報告書（案）をベースとして、年内に最終版の報告書がまとめられるものと思われます。

### Ⅲ. 資産運用タスクフォースにおける議論状況

上記のとおり、資産運用タスクフォースにおいては資産運用業に関連する様々なトピックが取り上げられていますが、以下ではこれらのうち、特に VC に関して取り上げられている項目に主にフォーカスし、その議論の状況について概説します。

なお前提として、VC については、2022 年 11 月に内閣官房・新しい資本主義実現会議により公表された「スタートアップ育成 5 か年計画」<sup>11</sup>内の「第二の柱：スタートアップのための資金供給の強化と出口戦略の多様化」（「スタートアップ育成 5 か年計画」10 頁以下）において、一定の制度整備の方向性が示されていましたが、これを受けて資産運用タスクフォースの第 2 回においては、より具体的な制度整備の方向性が議論されており、また第 4 回において公表された本報告書（案）17 頁以下においても、第 2 回の議論内容を踏まえた、VC に関する今後の制度設計の方針が示されています。具体的な議論の内容及び制度整備の方向性については以下のとおりです。

なお、上記の「成長資金の供給等」以外の項目のうち、アセットマネジメントや投資信託等の制度整備に関連する事項については、当事務所の ASSET MANAGEMENT BULLETIN 2023 年 11 月号「資産運用業規制、投資信託・投資法人制度等の見直しの議論～資産運用に関するタスクフォースの設置～」<sup>12</sup>において解説しておりますので、併せてご参照ください。

#### 1. 「ベンチャーキャピタル・プリンシプル（仮称）」の策定

##### （1）国内の VC の運営に関する課題

資産運用タスクフォースの第 2 回においては、ベンチャーキャピタルに対する資金供給の促進が議題として取り上げられ、その中で、機関投資家（アセットオーナー等）による資金供給の拡大の必要性につき言及されました。具体的には、2022 年 6 月 22 日に公表された金融審議会市場制度ワーキング・グループ中間整理<sup>13</sup>において言及された「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は限定的である。これが、国内スタートアップへの資金供給の規模が欧米に比べて小さい要因となっている」との分析（市場制度ワーキング・グループ中間整理 3 頁以下）を引用

<sup>11</sup> [https://www.cas.go.jp/ip/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/pdf/sdfyplan2022.pdf](https://www.cas.go.jp/ip/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/sdfyplan2022.pdf)

<sup>12</sup> <https://www.mhmjapan.com/content/files/00069232/20231101-114220.pdf>

<sup>13</sup> [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20220622/houkoku.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220622/houkoku.pdf)

## PRIVATE EQUITY NEWSLETTER

した上で、現在における国内の VC のガバナンスや情報提供等の状況に対する課題として、以下のような機関投資家・ゲートキーパー・VC 等からの指摘を紹介しています。さらに、このような指摘を踏まえて、「機関投資家（アセットオーナー）の資金が VC を通じてスタートアップに円滑に供給されていくためには、国内の VC 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」との問題意識に言及しています。

### 機関投資家・ゲートキーパー・VC等からの指摘

情報提供	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 海外ではLPに提供される情報が日本では提供されないことがある。ILPA原則にあるような考え方が、日本のGPIにも広まっていけば、LPが不利になる状況が減らせるのではないかと。【機関投資家】</li> <li>● VCの情報の透明性に問題があるとする。日本のVCファンドはレポーティングの情報量が少ない。レポーティングを含めて、機関投資家の資金を受け入れられる体制が整っているVCに限られているため、裾野を拡大することが重要。【機関投資家】</li> </ul>
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>● VCのGPとして、利益相反管理を行うことが重要。投資価値最大化に向け、有限のリソースを分散させないよう、他のファンド運営や他の事業との兼業を行うべきではない。【VC】</li> </ul>
公正価値	<ul style="list-style-type: none"> <li>● VCファンドが海外投資家から投資を受けるには、公正価値評価の導入が必要。加えて、日本では公正価値評価のプラクティス蓄積が不十分であり、公正価値評価をどの水準で行う必要があるかについても検討していく必要がある。【VC】</li> </ul>
経済条件	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 投資契約において国際的には一般的な規定が、国内VCでは無いことがある。国内VCについて、規律を持たせつつ発展させるには、海外機関投資家の資金を取り込むことが重要だが、契約や報告様式を標準化してグローバル・スタンダードに近づけていくことが重要。【機関投資家】</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 海外の機関投資家等から話を聞くと、投資アセットクラスとして日本のVC投資の認知度は低いという実情があると認識。今後継続的に日本のVC投資の魅力を開内外のアセットオーナーに発信する必要があると考えている。【VC】</li> </ul>

（出典）金融庁「資産運用に関するタスクフォース 第2回 事務局説明資料」（2023年10月）36頁

### （2）ベンチャーキャピタル向けのプリンシプル

上記の国内 VC におけるファンドのガバナンス等に関する問題意識を踏まえて、資産運用タスクフォースの第4回で公表された本報告書（案）においては、VC 向けのプリンシプルを策定し、これによって、VC のガバナンス等の水準の向上を図ることが、方向性として示されています。すなわち、本報告書（案）の19頁以下では、特に「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」とした上で、「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」との記載がなされています。

上記の「ベンチャーキャピタル・プリンシプル（仮称）」としてどのようなものが想定されているかについては、本報告書（案）においては詳細な言及はなされてお

## PRIVATE EQUITY NEWSLETTER

らず明らかにされてはませんが、資産運用タスクフォースの第2回の事務局説明資料38頁において、ILPA<sup>14</sup>が公表しているPrivate Equity Principles<sup>15</sup>についての概要が紹介されていることを踏まえると、一つの可能性として、当該Private Equity Principlesのような内容のプリンシプルを将来的に策定することも想定しているのではないかと推察されます。

## 2. VCによる公正価値評価の推進

### (1) VCの保有資産の評価に関する問題意識

資産運用タスクフォースの第2回においては、国内のVCに関連する課題として、上記1.のガバナンス等の問題に加えて、VCによる非上場株式等の公正価値評価の論点に言及がされています。

ファンドが保有する非上場株式について、海外のファンドにおいては公正価値評価（時価評価）が行われているのに対して、日本のファンドでは取得原価での評価がなされている場合が多いという点については、上記の「スタートアップ育成5か年計画」においても言及されていた論点であり（「スタートアップ育成5か年計画」20頁）、このような保有非上場株式の評価方法の差異が、日本のVCのパフォーマンスについて国際間比較を行うことを困難にし、ひいては日本のVCが海外投資家から資金を獲得するに際しての障壁となっているのではないかという指摘が従前よりなされていました。また、上記の議論との関連で、2023年5月には日本公認会計士協会によって、業種別委員会実務指針第38号が改訂され、VCファンドの監査に関する監査上の留意点が整理される等、公正価値評価の実現に向けた一定の進捗も見られるところです。

そのような中で、上記の非上場株式等の公正価値評価について、資産運用タスクフォースは下記のとおりその問題状況を整理しています（「資産運用に関するタスクフォース 第2回 事務局説明資料」（2023年10月）34頁及び本報告書（案）18頁参照）。

#### ①二重管理（公正価値／取得原価）

日本基準（金融商品会計）では、LPのファンド持分は取得原価で評価することとされているため、ファンドに公正価値評価を導入すると、二重管理が必要

#### ②管理コスト等の負担

公正価値評価を導入すると、ミドルバックの人員の確保を含めた一定の管理コストや事務負担等が発生し、一定以上の規模が必要

#### ③監査法人への普及促進

業種別委員会実務指針第38号の改訂を実務に浸透させる必要

<sup>14</sup> Institutional Limited Partners Association の略称であり、非上場株式投資を行う機関投資家のために設立された国際的な非営利団体。「資産運用に関するタスクフォース 第2回 事務局説明資料」（2023年10月）39頁参照

<sup>15</sup> <https://ilpa.org/ilpa-principles/>



## PRIVATE EQUITY NEWSLETTER

## ④需要に対応した監査の担い手確保

将来的に公正価値評価の導入が増え、監査需要が高まった場合、監査法人内でのリソースの再配分や、新たなファンド監査の担い手が必要

## (2) 公正価値評価の促進

上記の問題意識を受けて本報告書（案）18頁以下においては、下記のとおり、国内 VC による保有非上場株式の公正価値評価のプラクティスの推進に向けた、今後の方向性が示されています。

- ・ 公正価値評価の導入については、海外投資家からの資金を得るなどしてファンド規模を拡大することや、有価証券の評価の透明性を向上させること等の利点もあり、引き続き推進するための環境整備を早急に進めるべきである
- ・ 同時に、今後、関係者と協力して（上記（1）記載の）課題を解決していくことが必要である
  - 具体的には、上記二重管理の問題について、本年7月、日本ベンチャーキャピタル協会が、財務会計基準機構の企業会計基準諮問会議において、上場企業等が保有する VC ファンドの出資持分に係る会計上の取扱いを見直すことを提案しており、議論の動向を注視していくべきである
  - 公正価値評価の導入に向けたコスト負担を軽減する観点から、VC ファンド間で同業他社が公正価値評価を導入した際の留意点を共有すること等も有用である
  - 今後日本公認会計士協会において業種別委員会実務指針第 38 号を監査法人の実務に浸透させていく活動を進めることが期待される

## 3. その他の論点

上記のほか、資産運用タスクフォースにおいて取り上げられているトピックのうち、VC に特に関連するものとして、以下が挙げられます。なおこれらについては、上記 ASSET MANAGEMENT BULLETIN 2023 年 11 月号（脚注 12）においてより詳細に解説しておりますので、併せてご参照ください。

## (1) ミドル・バックオフィスの外部委託

資産運用タスクフォースにおいては、資産運用業の高度化を図る上で、資産運用業への参入障壁を取り除いていく必要があるという考え方が示されています<sup>16</sup>、そのような参入障壁の一つとして、投資運用業の新規登録に際しての、登録要件を満たすためのミドル・バックオフィス業務に関する体制整備の負担が重いことが指摘されているという点に言及しています。

このような問題意識を踏まえて、本報告書（案）11頁では、①「適切な業務の質

<sup>16</sup> 本報告書（案）8頁

## PRIVATE EQUITY NEWSLETTER

が確保された外部委託先へミドル・バックオフィス業務を委託し、原則として自らが金銭等の預託を受けない場合には、投資運用業の登録要件（資本金・体制整備等）を緩和することが適当である旨、及び②「上記ミドル・バックオフィス業務の全部又は一部を受託する事業者について、参入規制、行為規制（善管注意義務等）を課すとともに、当局による監督の対象とすることによって、業務の質を確保することが適当である」旨が、それぞれ記載されています。

上記のようなミドル・バックオフィス業務の外部委託を許容する制度改革が実現した場合、既存の VC にとっても、現状の体制整備の負担を軽減することが期待できる可能性があり、この点についての制度整備の動向について、注視を要するものと思われま

## (2) 上場ベンチャーファンド

資産運用タスクフォースが掲げる、スタートアップ企業等への成長資金の供給という目的の実現のための施策の一環として、上記 1.及び 2.に加えて、上場ベンチャーファンド<sup>17</sup>の促進に関する議論も行われています。

上場ベンチャーファンドとは、上場投資法人という形態を用いてスタートアップ企業等の非上場株式に対して投資を行うストラクチャーをいいます。上場ベンチャーファンドについては、株式会社東京証券取引所においてベンチャーファンド市場が設置されていますが、本 Newsletter の発行日現在において上場銘柄が存在しておらず、利用が低迷している状況が続いています。

このような状況を受けて、本報告書（案）20 頁以下においては、「ベンチャーファンド市場の利用活性化に向け、ベンチャーファンドの柔軟な運営を可能とする観点等から、必要な規制等の見直しを検討していくことが重要である」との考え方が示されています。

今後、制度改革等を経てベンチャーファンド市場の利用活性化が実際に進むことになれば、非上場株式の投資及び運用に関する知見を有する VC にとっては、組合型ファンドに加えて、上場投資法人という新たな運用形態の選択肢を持つことが期待できるものと思われま

## IV. まとめ

以上のように、資産運用タスクフォースにおいては、国内の VC の運営や制度設計に関する議論がなされており、実現すれば、いずれも今後の国内 VC のプラクティスに一定の影響を及ぼすことが予想されます。

上記 II.2.で記載したとおり、本報告書（案）については年内に最終化されることが想定されています。その内容を踏まえて、今後具体的な法整備やガイドライン等の制定が

<sup>17</sup> 上場ベンチャーファンドの詳細については、当事務所の CAPITAL MARKETS/REIT NEWSLETTER 2022 年 2 月号「東証ベンチャーファンド市場に関する改正」(<https://www.mhmjapan.com/content/files/00064010/20220225-105222.pdf>) も併せてご参照ください。

## PRIVATE EQUITY NEWSLETTER

進められるものと思われることから、引き続き注視が必要となります。

本稿の内容に関してご不明な点等ございましたら、当事務所の弁護士にご相談ください。

## セミナー情報

- セミナー 『スタートアップの買収における留意点』  
開催日時 2023年12月12日(火) 10:00~12:00  
講師 岡野 貴明  
主催 金融財務研究会
  
- セミナー 『戦略的コーポレート・ファイナンスの法務と実務~新株予約権・CBによる第三者割当型ファイナンス、臨報方式の海外募集、ライツ・オフリングをはじめ最新手法を徹底検証~』  
視聴期間 2023年12月15日(金)~2024年2月14日(水)  
講師 根本 敏光  
主催 株式会社プロネクサス

## 文献情報

- 論文 「「企業買収における行動指針」の概要と今後の展望」  
掲載誌 旬刊経理情報 No.1691  
著者 保坂 泰貴
  
- 論文 「「企業買収における行動指針」について—公正な M&A ルールの進展に向けて—」  
掲載誌 月刊監査役 756号  
著者 保坂 泰貴
  
- 論文 「信託型ストックオプションの代替案に関する税務上の取扱い」  
掲載誌 旬刊商事法務 No.2340  
著者 大石 篤史、高橋 悠、間所 光洋(共著)
  
- 論文 「「企業買収における行動指針」の概説」  
掲載誌 企業会計 Vol.75 No.12  
著者 保坂 泰貴



## PRIVATE EQUITY NEWSLETTER

### NEWS

- Who's Who Legal: Japan 2023 にて当事務所の弁護士が選出されました  
Law Business Research が発行する Who's Who Legal: Japan 2023 にて、当事務所の弁護士が各分野にて National Leader に選出されました。

- ・ M&A and Governance

河井 聡、土屋 智弘、石綿 学、大石 篤史、松村 祐土、紀平 貴之、内田 修平、  
関口 健一

- ・ Private Funds

竹野 康造、三浦 健、小澤 絵里子、田中 光江