■論 文――■

「上場ベンチャーファンド市場」の再整備

東京証券取引所 上場推進部課長
小阿瀬　達彦

1．はじめに

株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）は、2022年から本年にかけて、非上場企業への資金供給手段の多様化及び個人を含む投資者への投資機会の提供の観点から、上場ベンチャーファンド市場（以下「本市場」という。）の制度改正（以下「本制度改正[注1]」という。）を行った。

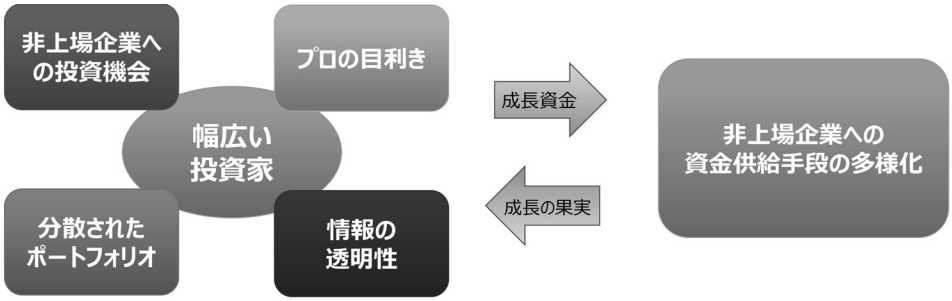
〈目　次〉

1．はじめに
2．仕組み
3．投資対象資産・比率
4．特定の投資先への投資制限
5．資本政策・財務戦略
6．その他の上場基準
7．上場審査の内容（実質審査基準）
8．情報の開示
9．投資に当たっての留意事項
10．売買制度等
11．おわりに

2001年12月に創設された本市場は、上場銘柄は２社（いずれも現在、上場廃止）と、これまで広く利用が進むことはなかった。

しかし、近年、成長力のあるスタートアップ企業の資金調達ニーズや、投資家による投資意欲の高まりを受け、本市場を取り巻く環境に変化が見られる。2021年９月、本市場への上場を計画した投資法人が新たに設立され、金融審議会では「市場制度ワーキング・グループ第二次報告」（2021年６月18日）等において、本市場の利用活性化への期待や制度の見直しに関する提言が示された。2023年６月16日に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023改訂版」では、年間約１兆円の個人資金が上場ベンチャーファンドに投資されている英国の事例を踏まえた制度の見直しに関する提言がさ

（図１）上場ベンチャーファンド市場の特徴



れるなど、本市場の活用に向けた機運が高まっている。東証は、本制度改正において、こうした議論を踏まえ制度整備を行った。

本稿では、本制度改正の要点を解説する中で、あまり知られていない本市場の上場制度全体が理解できるよう努めた。なお、文中の意見にわたる部分は、筆者の私見である。

２．仕組み

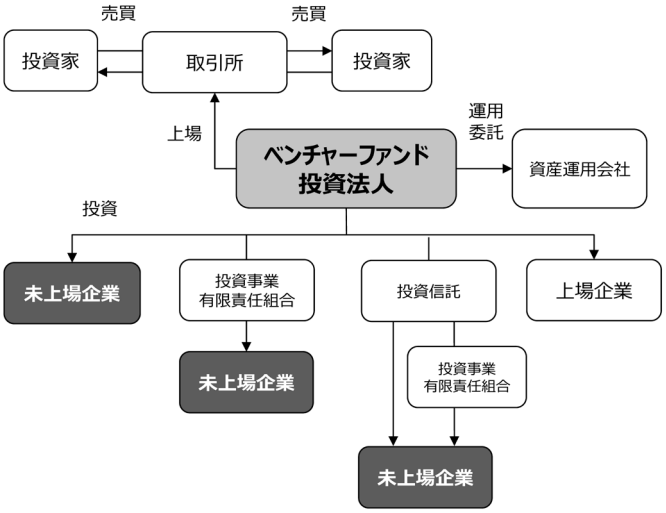
本市場は、プロ（資産運用会社）の目利きで選ばれた、多数の未上場企業に分散されたポートフォリオを、適時開示制度により情報の透明性を担保した上で、個人投資家を含めた幅広い投資家に提供するものである。

上場対象は、現在、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）第２条第12項に規定する投資法人（会社型）に限られており、投資信託（契約型）は上場できない。

上場基準では、投資法人の規約に「投資主の請求による投資口の払戻しをしないこと」の記載を求めている（クローズドエンド型）。このため、ベンチャーファンドが上場することで、投資主は専ら流通市場（取引所）での売買を通じて投下資本を回収することになる。一般の個人投資家が投資可能な類似の商品としては、非上場の公募投資信託（オープンエンド型）も存在するが、公募投資信託は、原則、未公開株の組入れを純資産総額の15％以下に制限することで受益者の換金請求に備えている。一方、上場ベンチャーファンドは、払戻しのために組入資産を売却する必要はないため、未公開株の組入比率を高位（50％超）とした組成が可能である点に特徴がある。

投資法人は、資産運用のための器（ビークル）であり、投信法上、資産の運用に係る業務を資産運用会社に委託しなければならない。上場基準上、資産運用会社は、一般社団法人投資信託協会（以下「投信協会」という。）の会員であることが求められ、同協会の自主ルールを遵守する必要がある。

（図２）上場ベンチャーファンドのスキーム図



■３．投資対象資産・比率

⑴　主な投資対象資産

ベンチャーファンドは、上場基準により、運用資産等の総額に占める未公開株等及び継続保有株券等への投資額の比率（以下「未公開株等投資比率」という。）が50％を超えていることが求められる。

⒜　未公開株

未公開株とは、「国内の金融商品取引所に上場されている株券（注２）又は外国金融商品取引所等において上場若しくは継続的に取引されている株券以外の内国株券又は外国株券」をいう。本制度改正により未上場の外国株券も未公開株に含まれることとなった。

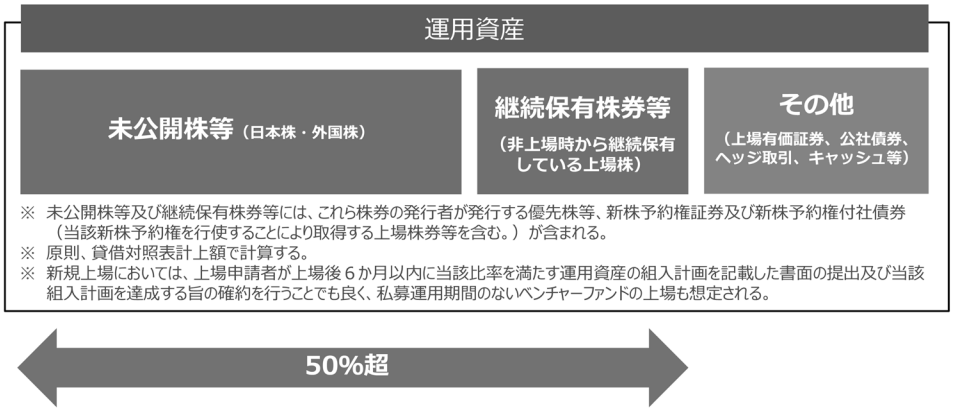
⒝　継続保有株券

本制度改正により、未公開株等投資比率の計算に継続保有株券等を含むこととした。継続保有株券とは、「国内の金融商品取引所に上場されている株券又は外国金融商品取引所等において上場若しくは継続的に取引されている株券となる前から継続保有していた株券で、現に上場又は継続的に取引されている内国株券又は外国株券」をいう。これにより、上場ベンチャーファンドは、投資先企業の株式を上場後も中長期で保有でき、ゴーイング・コンサーン（継続企業の前提）のビークルの特徴を生かして、クロスオーバー投資家としての強みを発揮しやすくなった。

⒞　未公開株等関連資産

投資法人は、未公開株等関連資産（主として未公開株等及び継続保有株券等に対する投資として運用する匿名組合契約に係る出資の持分、投資事業有限責任組合契約に係る出資の持分、受益証券、投資証券並びに外国の法

（図３）未公開株等投資比率の概要



令に基づく権利及び外国の者の発行する証券で当該権利及び証券の性質を有するものをいう。）への投資も可能である。この場合には、未公開株等関連資産のうち未公開株等及び継続保有株券等に相当する部分の額について、ルックスルーして未公開株等投資比率に含めて計算することとなる。例えば、未公開株投資への知見を有するベンチャーキャピタルが運営する投資事業有限責任組合を介したファンド運用等が想定される。

⑵　その他の資産

主な投資対象資産以外への投資については、従来、流動資産等の保有及びヘッジ取引に限る旨の規約記載を求めていたが、本制度改正により、換価の容易な資産（投資信託及び投資法人に関する法律施行規則（以下「投信法施行規則」という。）第19条第３項各号に掲げるもの）を投資対象へ追加した。これにより、投資法人は、主な投資対象資産以外の、内外の上場有価証券及び公社債券等への投資が可能となった。

■４．特定の投資先への投資制限

投資法人は、上場基準において「未公開株等又は未公開株等関連資産については特定の投資先に取得時における純資産総額の15％を超えて投資せず、その他の資産については特定の投資先に取得時における純資産総額の10％を超えて投資しない旨」等の規約記載が求められる。本制度改正では、未公開株等又は未公開株等関連資産に関して取得時の投資制限を純資産総額の10％から15％まで拡大した。

取得時に算定で使用する純資産総額は、原則として直前営業期間の末日における貸借対照表計上額による。また、特定の投資先への投資額は、同一企業が発行する未公開株等及

び未公開株等関連資産のうち同一企業が発行する未公開株等に相当する部分の投資額の合計額である。

5．資本政策・財務戦略

⑴　資金の借入れ及び投資法人債券の発行

本制度改正では、資金の借入れ及び投資法人債券の発行を解禁した。投資法人は、規約等（運用ガイドラインや内部規程を含む。）において、原則として総資産有利子負債比率が20％以下となる運用方針であること、資金の借入れ又は投資法人債券の発行に係るリスク管理方針並びに資金の借入れ又は投資法人債券の発行に係る目的、限度額及び使途に関する事項を定める必要がある。

投資法人の規約等における前述の定めがなくなる場合の他、営業期間の末日に総資産有利子負債比率が20％を超えた場合に、１年以内に総資産有利子負債比率が20％以下とならないときも、投資法人は上場廃止となる。

⑵　ライツ・オファリング

本制度改正では、上場ベンチャーファンドに係る新投資口予約権証券を、新たに上場対象に追加した。これにより、上場ベンチャーファンドが、投資主全員に対して新投資口予約権の無償割当てを行い、一定の期間内に新投資口予約権の行使に伴う出資を受けることにより資金調達を行う手法を利用する環境が整った。

⑶　金銭の分配

ベンチャーファンドは、投資先企業が上場やM&A等を行った際に投資資金の回収を図ることが多く恒常的な配当を見込む商品ではないことから、上場基準において金銭の分配の継続性を求めることはしていない。

なお、上場ベンチャーファンドに係る投資法人は、内国法人であり、法人税課税の対象となるが、投資法人と投資家で課税が二重にされることを回避するため、一定の要件の下、投資法人の課税所得の計算上、金銭の分配の額を損金算入することが認められている（ペイ・スルー課税）。これは、他の上場投資法人（REIT）と同様である。

また、本制度改正では、柔軟な分配方針を選択できるようする観点から上場ベンチャーファンドにおける利益超過分配を解禁した。

⑷　自己投資口の取得

2025年２月、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令及び投信法施行規則が改正され、上場ベンチャーファンドが、インサイダー取引規制の対象となるとともに、自己投資口の取得が可能となった。投資主の換金の場を流通市場（取引所）に限る上場ベンチャーファンドにとって、流通市場の流動性確保は商品性を保つ重要な要素であり、投資法人の取り得る資本政策の幅が広がった。

6．その他の上場基準

上場の時までに純資産総額（30億円以上）、上場投資口口数（2,000単位以上）、大口投資主の所有比率（80％以下）、投資主数（300人以上）、定める営業期間（６か月以上）、財務諸表の適正性（会計監査）、指定振替機関の取扱い及び投資主名簿管理人の設置等の要件を満たす必要がある。これは数値基準に違いはあるが、他の上場投資法人（REIT）と同様である。

7．上場審査の内容（実質審査基準）

上場審査は、これまで主に説明した形式要件の他に、以下の実質審査基準に基づいて行われる。

⑴　資産運用等の健全性

本制度改正では、本市場の健全な発展に資すべく、投資法人及び資産運用会社（以下「ベンチャーファンド発行者等」という。）が、「資産の運用等を健全に行うことができる状況にあること」を確認することとした。具体的には、資産運用会社において、未公開株等に係る専門的経験等を有する人材が配置されているか否か、投資先候補企業の選定、投資先企業の評価、投資先企業に対するモニタリング及び投資資金の回収等といった一連の適切な投資プロセスを経て資産の運用を行う体制が整備されているか等の確認が行われる。

その他、スポンサー（注３）の企業グループとの間で取引行為その他の資産の運用等を通じて不当に利益を供与又は享受していないこと、内部管理体制及び法令遵守体制の整備、運用状況等についても確認が行われる。

⑵　開示の適正性

ベンチャーファンド発行者等が、「ベンチャーファンドに関する情報の開示を適正に行うことができる状況にあること」を求めている。また、上場ベンチャーファンドがインサイダー取引規制の対象となったことから、本制度改正により、ベンチャーファンド発行者等にも、内部者取引の禁止及び内部者取引等の未然防止に向けた体制整備に努めることが求められることとなった。

⑶　未公開株等の評価の適正性

投資法人の財務報告では、未公開株等が、原則、取得原価で評価されるため投資者がその運用状況を把握しにくいことから、これまで、後述の情報開示（８-⑵c）において、未公開株等評価機関（未公開株等及び未公開株等関連資産の評価を業として行っている者をいう。）が未公開株等及び未公開株等関連資産を評価し、投資法人が「１口当たり純資産額（評価額）」を開示する制度とし、上場審査基準では「運用資産等である未公開株等及

び未公開株等関連資産の評価を適正に行うことができる状況にあること」を認めるため、未公開株等評価機関への評価の委託を求めてきた。しかし、以下のとおり、制度環境の変化を踏まえた制度改正を行った。

⒜　公正価値評価

2024年２月、投信協会の「投資信託財産の評価及び計理等に関する規則」（以下「投信計理規則」という。）では、基準価額の算出における未上場株式の評価方法が公正価値測定を用いた時価評価に改正された。これを踏まえ、本制度改正では、未公開株等評価機関への評価の委託を不要とし、ベンチャーファンド発行者等が、後述の情報開示（８-⑵c）のために投信計理規則に規定する方法による評価を行う旨を確約することで、未公開株等の評価の適正性を充足することとした。

⒝　未公開株等評価機関による評価

本制度改正により⒜の制度整備を行ったが、投資法人は、投信計理規則に規定する時価評価の方法を採用しないことも可能であることから、これまでどおり、未公開株等評価機関に評価を委託することで、未公開株等の評価の適正性を充足することも可能とした。この場合は、未公開株等評価機関が、ベンチャーファンド発行者等からの独立性が確保されている状況にあることや、適正な評価を行うことができる社内体制が整備されている状況にあることが必要である。

⑷　その他公益又は投資者保護

反社会的勢力による経営活動への関与を防止するための社内体制を整備し、当該関与の防止に努めていること等が求められる。また、投資法人が未公開株等の取得等を通じて公序良俗に反する事業及び法令等に抵触する可能性のある事業を行う企業等の経営に関与、協力することとなるおそれがないことも求められる。

８．情報の開示

⑴　適時開示

上場ベンチャーファンドがインサイダー取引規制の対象となったため、本制度改正では、金融商品取引法に定められた重要事実等に関する項目を適時開示事項に追加した。この重要事実及び適時開示事項は、基本的に他の上場投資法人（REIT）と同様であるため、本稿での説明は割愛し、以下、上場ベンチャーファンドに特有の適時開示事項に絞って説明する。

ベンチャーファンド発行者等は、運用資産等について、以下の①から③までに掲げる事実等が発生した場合、直ちにその内容を開示しなければならない（①未公開株等が上場されることとなった場合、②上場株券等が上場廃止されることとなった場合、③未公開株等又は未公開株等関連資産の発行者の破産手続開始、再生手続若しくは更生手続開始の申立てが行われた場合）。これは、上場ベンチャ

ーファンドにおいて、運用する有価証券の上場や上場廃止等の情報が、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす可能性が高いため、特に定めているものである。

⑵　3か月ごとに1回開示する事項

従来、以下⒜及び⒝の事項は月1回、⒞の事項は週1回の開示を求めてきたが、本制度改正では、情報開示の頻度等が過度な負担とならないよう、いずれの事項も、3月に1回の開示を求めることに変更した。

⒜　ポートフォリオ情報・運用方針

保有する運用資産について、銘柄名、数量、取得価額、記載日の前月末における時価（未公開株等及び未公開株等関連資産においては、記載日の直前の営業期間の末日における貸借対照表計上額）が記載される。

また、各資産クラスの直近3か月の運用状況や短期的な運用方針も記載される。継続保有株券等については、継続保有の理由の説明も必要である。

⒝　未公開株等及び未公開株等関連資産の発行者の概要

未公開企業の商号、設立年月日、本店所在地、代表者の役職氏名、事業の内容、資本金及び発行済株式総数並びに直前期及び直前々期に係る売上高、経常利益、当期純利益、配当総額並びに総資産の額、総負債の額及び純資産の額を記載することとし、公認会計士等による監査の有無も注記がされる。

ただし、本制度改正により、直前期及び直前々期に係る売上高、経常利益、当期純利益及び配当総額については、記載しない理由を注記する場合には、記載しないことができることとなった。

⒞　上場ベンチャーファンドの1口当たり純資産額

未公開株等及び未公開株等関連資産への投資額（貸借対照表計上額）、継続保有株券等への投資額、その他の資産の合計額、負債総額及び上場投資口口数を記載し、これらの情報をもとに「1口当たり純資産額」を開示することになる。

また、参考情報として開示する旨を注記の上で、未公開株等及び未公開株等関連資産への投資額の合計値について、上述の公正価値評価による評価額又は未公開株等評価機関による算定数値を用いて、「1口当たり純資産額（評価額）」を開示することとなる。

⑶　ベンチャーファンドに係る運用体制、商品特性、未公開株等の評価方法等に関する報告書（以下「運用体制等に関する報告書」という。）

本制度改正では、運用体制等に関する報告書の公衆縦覧制度を新設した。REIT等にも導入されている制度であり、投資法人、資産運用会社及びスポンサーとの人的、物的、資本的関係、これらを踏まえた利益相反取引への対応方針及び運用体制並びに利害関係法人等といった特別な利害関係にある者との具体的な取引状況等を記載することにより、投資

情報として重要と考えられるベンチャーファンド発行者等の運用体制等の情報を投資者に対して継続的に提供しようとするものである。

特に、上場ベンチャーファンドでは、非上場企業への投資という商品特性を踏まえ、「投資方針、分配方針、投資対象、投資リスク及びこれらを踏まえた想定投資者属性」の記載や、未公開株等及び未公開株等関連資産について、前述の公正価値評価又は未公開株等評価機関の評価に係る評価体制及び評価方法等の記載を必要としている。

9．投資に当たっての留意事項

一般的には、上場ベンチャーファンドは、主に、投資先企業の上場・M&A等によるエグジットにより投資回収を図ることが想定される商品であることから、中長期の資産形成を目的とする投資家向きの商品と言える。また、投資先である非上場企業は、財務基盤・事業基盤が弱く、売上が僅少であり収益が安定していないことも多く、事業リスクや経営の不確実性が高いため、リスク性商品への投資に充てるための余裕資産を十分に保有してない投資者や投資経験や知識が十分ではない投資者に適した商品とは言えないだろう。投資判断を行うに当たっては、実際のポートフォリオやトラックレコードの情報を取得した上で検討を行うことが推奨され、投資方針や分配方針、投資対象、投資リスクについて十分理解した上で投資を検討することが肝要である。東証としては、ベンチャーファンドに特有の投資リスクのうち特に留意すべきと考えられる事項について、ウェブサイトの「投資のリスク」のページ（注4）等で必要な周知を図っていく。

10．売買制度等

上場ベンチャーファンド特有のルールはなく、個人投資家を含め幅広い投資家が、通常の内国株式と同様に売買可能である。決済についても証券保管振替機構における口座振替により行うものである。

11．おわりに

本市場は、非上場企業への新たな資金供給スキームを確立し、個人投資家に非上場企業への投資機会を提供することを目的に創設された。近年、社会課題解決と経済成長の主体としてスタートアップ企業に対する期待が高まっており、これを資金面から支える制度となることを期待する。また、個人投資家にとって未上場企業の情報収集や選別は容易ではない。本市場を利用することで、有望なスタートアップ企業の成長可能性にアクセスでき、上場株式への投資を補完する形で資産形成の一助となれば幸いである。

本制度改正により、投資法人を利用してシ

ードからレイター、上場後（クロスオーバー）、事業承継・再編まで、プライベート領域での多様な運用戦略の選定が可能となった。資産運用会社やベンチャーキャピタルにおいては、自社の強みを活かした運用戦略を駆使し、その運用能力を存分に発揮することが期待される。東証は、継続的に本市場の利用活性化に向けた取組みを行っていきたい。

（注１）本制度改正とは、2022年３月及び12月、2024年３月並びに2025年２月に施行されたベンチャーファンドに係る有価証券上場規程等の一部改正をいう。

（注２）特定取引所金融商品市場に上場する企業の発行するものは除くため、本市場の制度上、TOKYO PRO Marketに上場する株券は、未公開株として扱われる。

（注３）投資主、資産運用会社の株主その他の新規上場申請銘柄の関係者であって、運用資産の取得その他の新規上場申請銘柄に係る資産の運用等に主導的な立場で関与する者をいう。

（注４）https://www.jpx.co.jp/equities/products/vf/risk/index.html