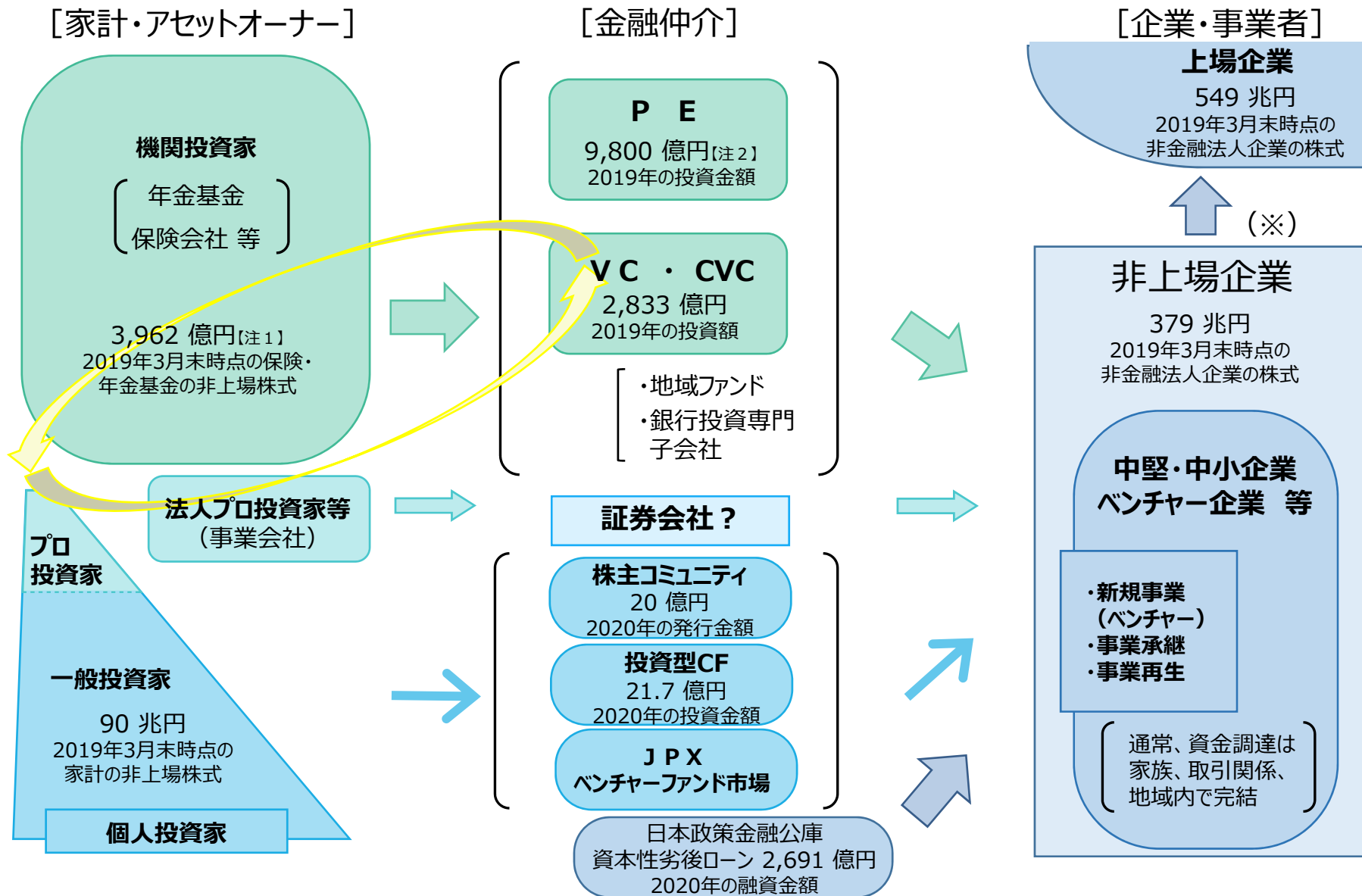


参考資料

令和3年3月
金融庁

非上場企業への資本性資金の流れ



(※) ベンチャー企業（非上場企業）の1つの目標として証券取引所への上場（IPO）があるが、伝統的なIPO手法のほか、ダイレクトリスティングやSPAC等の上場手法をどのように考えるか。

[注1] 非上場企業への直接投資による保有残高であり、投資信託・投資法人等を通じて間接的に保有する非上場株式は含まれていない。

[注2] PEの投資額はバイアウト取引による実績が主であり、非上場企業への新規資金流入の金額を示すものではない。

非上場企業への資本性資金の流れ

令和3年2月18日
金融審議会市場制度WG
第6回事務局説明資料より抜粋

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。

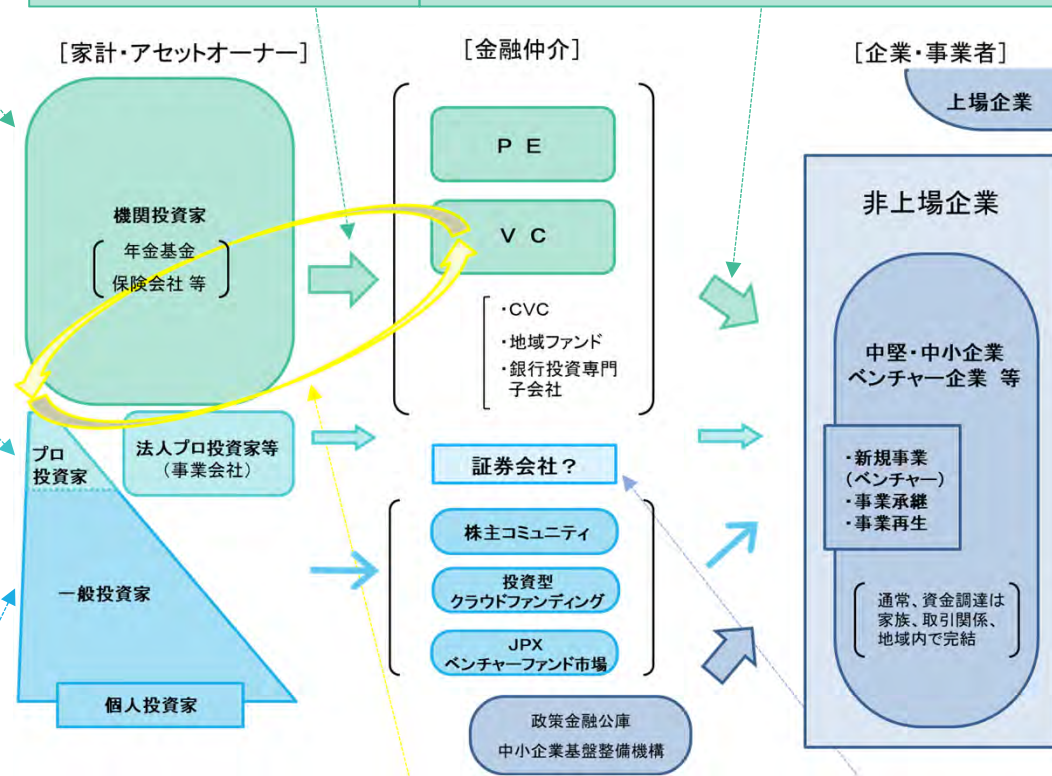
- ・投資型クラウドファンディング
- ・株主コミュニティ
- ・JPXベンチャーファンド市場

- 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と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（プライマリー）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。

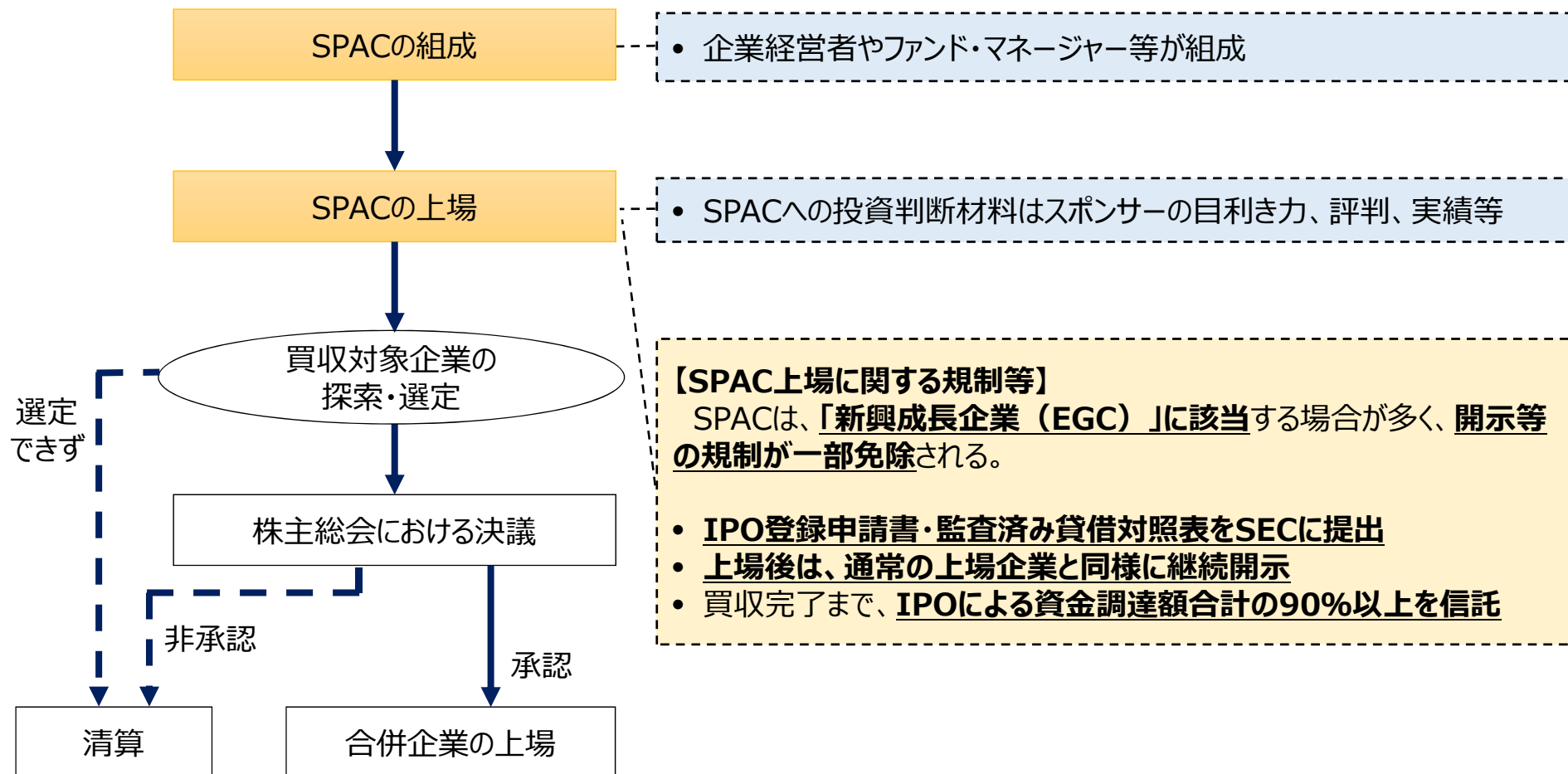
証券会社

- 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。

SPAC（特別買収目的会社）とは

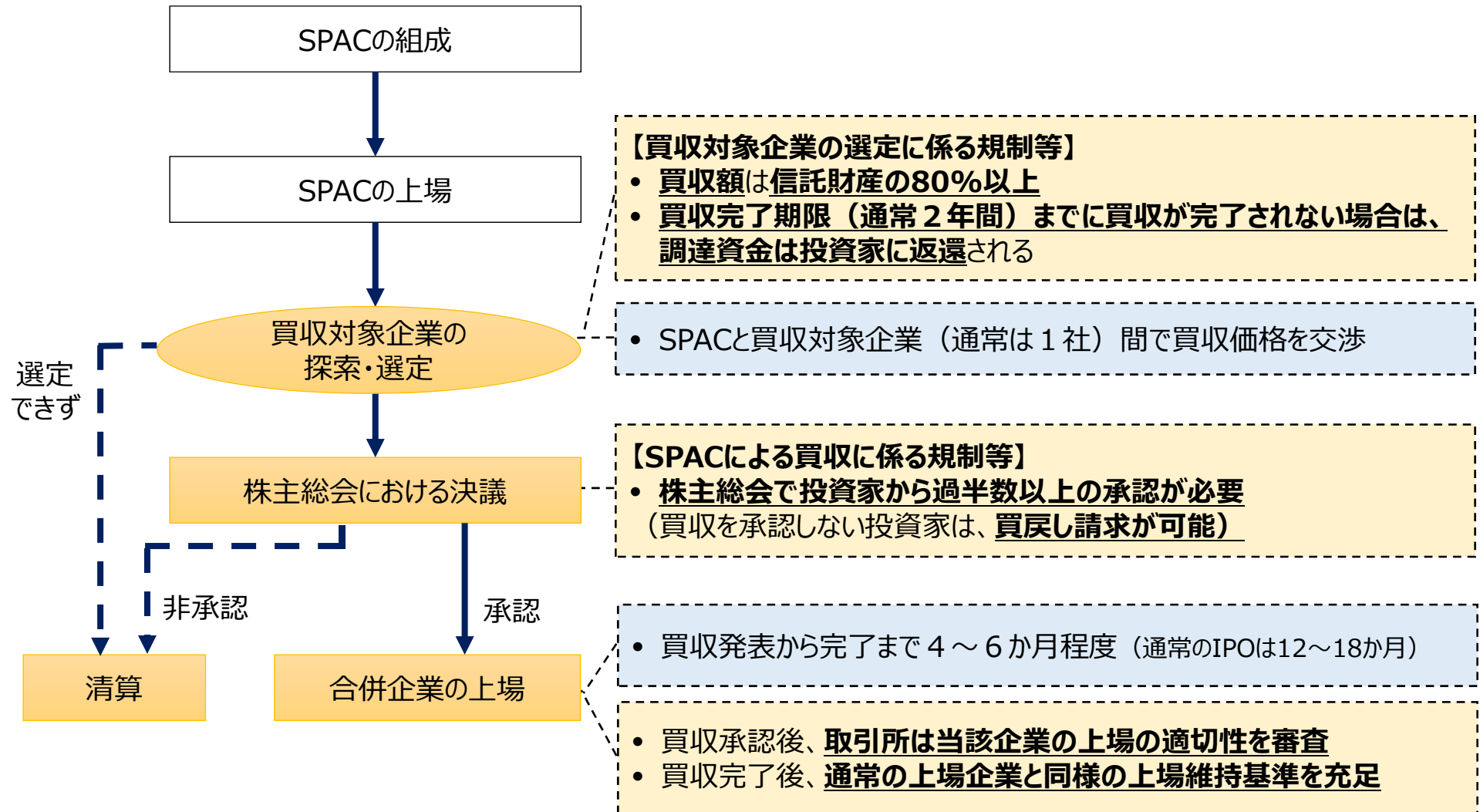
- SPAC（Special Purpose Acquisition Company：特別買収目的会社）は、それ自体は特定の事業を持たずに、主に未公開企業・事業を買収することのみを目的とした投資ビークル。買収後は、買収された未公開企業の事業を営む企業として上場。
- 上場対象となる未公開企業を、目利き力のあるスポンサーが選定することが通常のIPOとの基本的な相違点。

米国におけるSPACのスキーム及び主な特徴（SPAC上場時）



SPAC（特別買収目的会社）とは

米国におけるSPACのスキーム及び主な特徴（買収時）

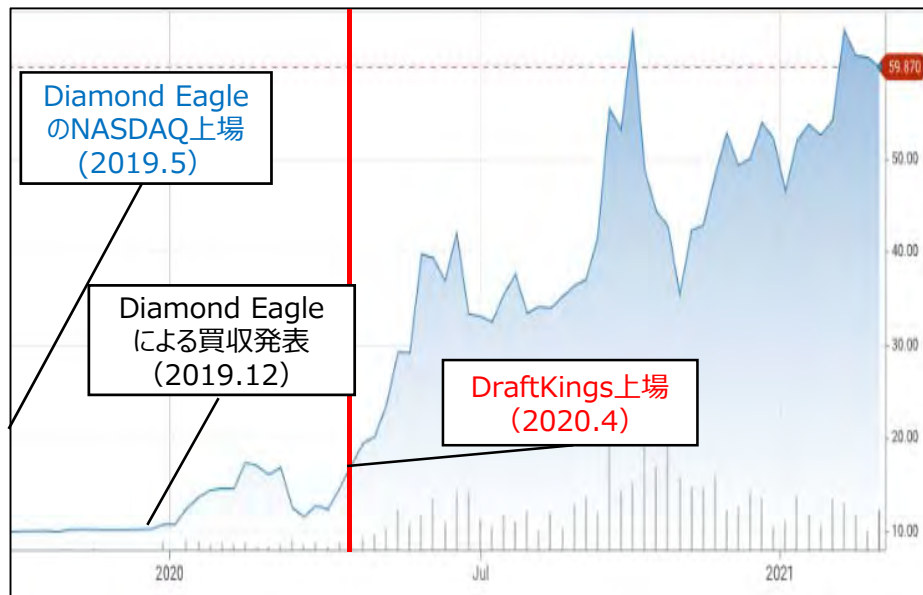


米国におけるSPAC上場に係る事例

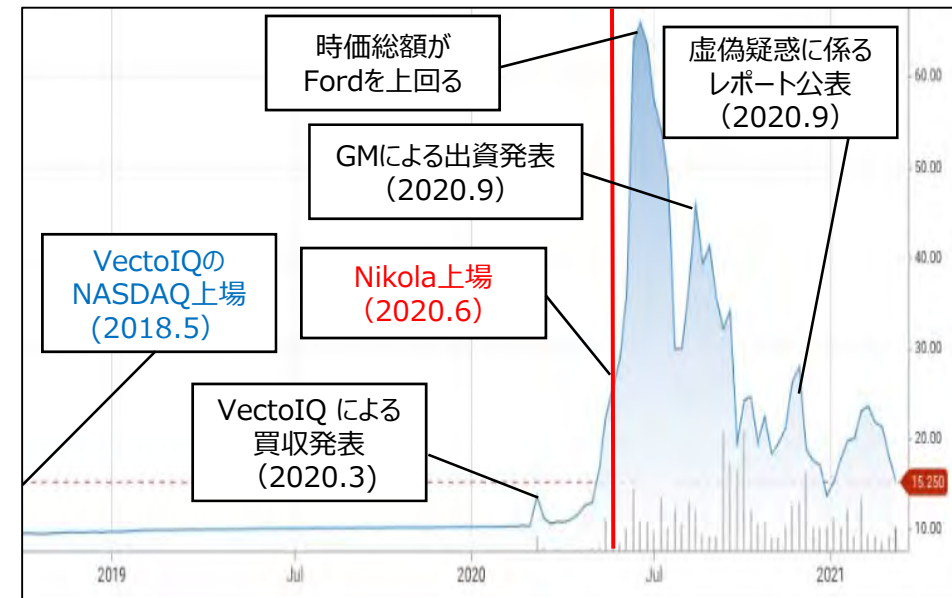
- 米国では、2019年5月にNASDAQに上場したDiamond Eagleは、仮想スポーツのオンラインゲーム会社DraftKingsの買収を発表。その後、**株価は概ね上昇傾向**。
- 一方、2020年6月に電気自動車メーカーNikolaがSPACを通じてNASDAQに上場し、一時時価総額がFordを上回ったが、**自社技術に係る過去の説明等の虚偽疑惑（SEC及び司法省が調査）が発生し株価が下落**。

(注) 2020年以降、SPACに関する訴訟件数が増加しているとの報道がある。

<DraftKingsの株価推移>



<Nikolaの株価推移>

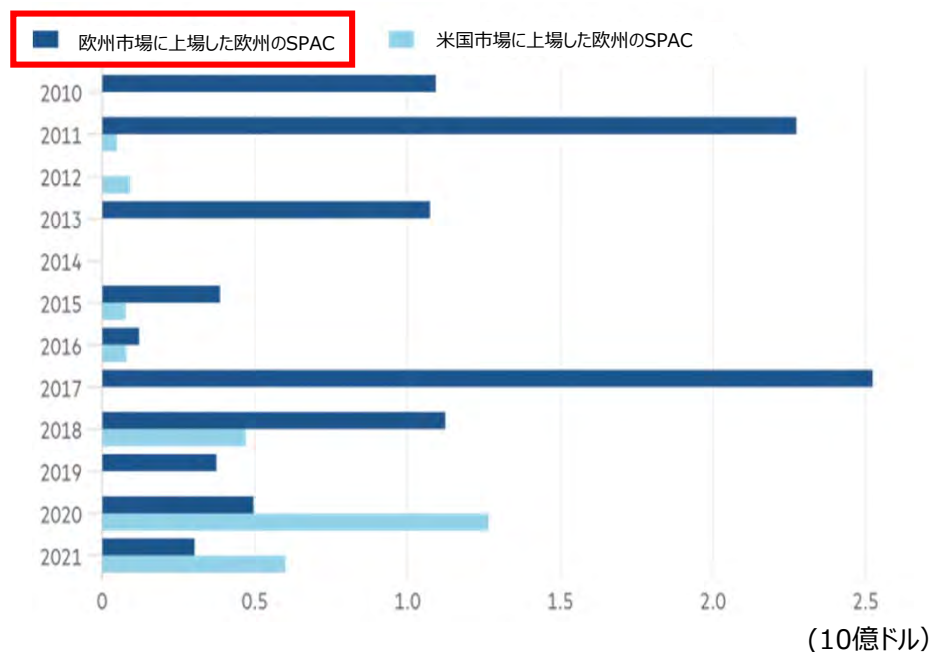


(出典) CNBC

諸外国（米国以外）におけるSPAC上場の動向

- 欧州において、**英国では**、Brexit後の国際金融センターの地位確保のため、昨年来、**SPACに関するルール改正を含む上場規則見直し論が台頭**（2021年3月、ジョナサン・ヒル上院議員による提言書公表）。**大陸欧州では**、オランダ・ドイツ・フランス・イタリアなどにおいてSPAC上場実績があり、**報道によると、10件程度のSPAC上場が見込まれている**。
- アジアでは、**韓国及びマレーシアにおいて規制を整備**（米国と比べて調達額は小規模であり、主な投資家は個人投資家）。**アジア拠点・太平洋を拠点とするSPACの上場が増加しており、香港及びシンガポールではSPAC導入を検討**。

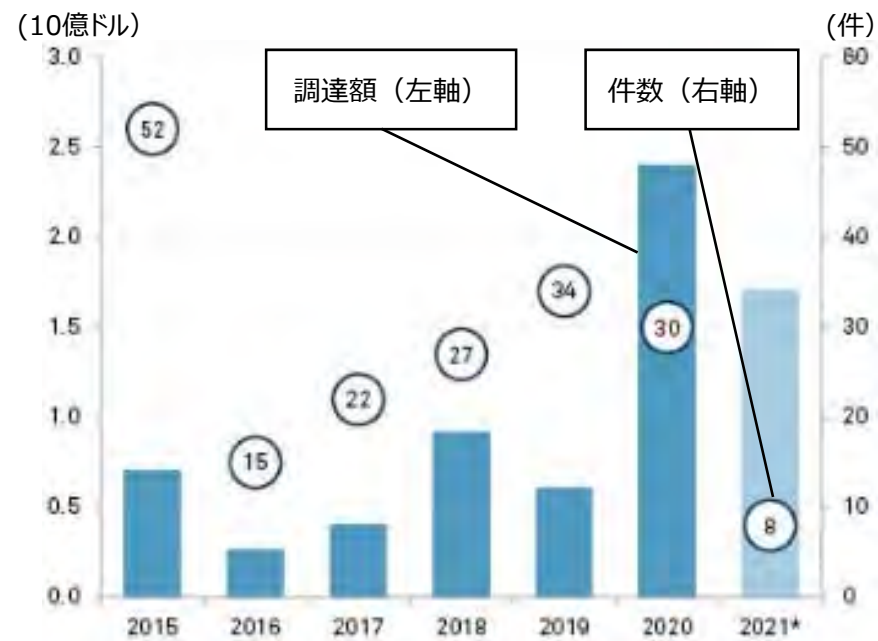
<欧州におけるSPAC IPOの調達額推移>



(注) 2021年は2月15日時点のデータ

(出典) FTを基に一部修正

<アジア・太平洋拠点のSPAC IPOの件数・調達額推移>



(注1) 2021年は2月2日時点のデータ

(注2) 米国市場への上場を含む

(出典) S&P Global Market Intelligence