

REIT NEWSLETTER

2024年9月号 (Vol.32)

上場ベンチャーファンド市場の概要と実務上の留意事項について

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. 上場ベンチャーファンドの概要	弁護士 佐伯 優仁 TEL. 03-6266-8523 masahito.saeki@mhm-global.com
III. 上場ベンチャーファンド市場	
IV. 投資信託協会規則	弁護士 天野 園子 TEL. 03-6266-8713 sonoko.amano@mhm-global.com
V. 自己投資口の取得に関する今後の可能性	
VI. まとめ	弁護士 池田 創人 TEL. 03-5220-1842 souto.ikeda@mhm-global.com

I. はじめに

2022年2月号のニュースレター¹でご紹介のとおり、広く一般の投資家から非上場企業へのリスクマネーの供給を行うため、上場ベンチャーファンド市場の制度が順次見直されているところ、2023年6月16日閣議決定「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画改訂版」や同年12月12日公表の金融審議会「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」等の議論を踏まえ、投資家保護に留意しつつ、スタートアップへの資金供給の強化に向けて、東京証券取引所の有価証券上場規程（以下「上場規程」という。）のうち、上場ベンチャーファンドの運用資産等に関する開示基準について、2024年3月29日に改正がなされた。

上場ベンチャーファンド市場は、上場された投資法人を通じて、広く一般投資家が非上場のスタートアップ企業等へ投資を行うための市場として、2001年に開設され、現在は上場銘柄が存在していない²が、近時の上場ベンチャーファンド市場の制度に関する見直しにより、上場ベンチャーファンド市場の利用可能性が高まっていることに照らし、本ニュースレターにおいては、上場ベンチャーファンド市場の制度について概観するとともに、実務上の論点についてご紹介する。

¹ [CAPITAL MARKETS / REIT NEWSLETTER 2022年2月号](#)

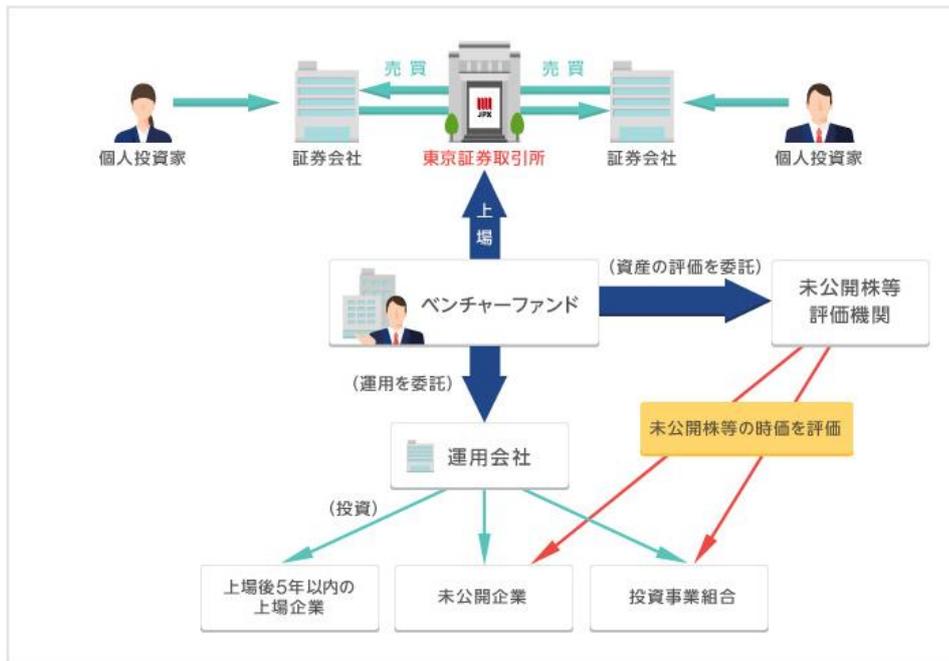
² 上場ベンチャーファンド市場には、ベンチャービジネス証券投資法人及びベンチャー・リヴァイタライズ証券投資法人が上場していたが、それぞれ2015年1月27日及び2017年7月26日に存続期間の満了による解散を理由に上場廃止に至っている。

REIT NEWSLETTER

II. 上場ベンチャーファンドの概要

1. 概要

上場ベンチャーファンドとは上場投資法人の形態をとり、主として未公開株等³への投資を通じて非上場企業に資金を注入する仕組み⁴であり、その概要は下図のとおりである。



(日本取引所グループホームページ⁵より)

上場ベンチャーファンドは、上場 REIT や上場インフラファンド(以下総称して「上場 REIT 等」という。)と同様、投信法上、資産の運用に係る業務を資産運用会社に委託⁶し、資産の運用及び保管に係る業務以外の業務に係る事務を一般事務受託者に委託⁷しなければならないが、上場ベンチャーファンドの資産運用会社については、東京証券取引所の規則上、上場 REIT 等とは異なる規律がなされているため、以下でご説明する。

³ 未公開株並びに未公開株の発行者が発行する優先株等、新株予約権証券及び新株予約権付社債券をいう(上場規程 1201 条 16 号)。

⁴ 投資法人は、資産を主として特定資産に対する投資として運用しなければならないが(投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)2 条 12 項)、未公開株等は、特定資産のうち有価証券(投資信託及び投資法人に関する法律施行令 3 条 1 号)に該当する。

⁵ https://www.jpx.co.jp/eq_utilities/products/vf/outline/index.html

⁶ 投信法 198 条 1 項、199 条

⁷ 投信法 2 条 23 号

REIT NEWSLETTER

2. 資産運用会社

(1) 資産運用会社における人的体制

投資法人の資産運用会社は、金融商品取引法（以下「金商法」という。）及び監督指針⁸に基づき「その行う業務に関する十分な知識及び経験を有する役員又は使用人の確保の状況及び組織体制」を整備する必要があるが、金商法及び監督指針上、「十分な知識及び経験を有する役員又は使用人」の知識・経験要件については具体的な基準が定められていない。また、東京証券取引所の上場審査等に関するガイドライン⁹（以下「上場審査等ガイドライン」という。）によると、ベンチャーファンド発行投資法人及びベンチャーファンド資産運用会社による適切な体制整備が求められている。その確認のため、「未公開株等に係る専門的経験等を有している人材が配置されているか（投資対象資産の運用に関する十分な運用経験年数を有する運用責任者が確保されているか）」が審査項目となっているが、具体的な要件は示されていない¹⁰。

この点、上場 REIT 等においては、資産運用会社において宅建業の免許及び取引一任代理等の認可を取得する必要があるため¹¹、取引一任代理等の認可において要求されている一定の体制¹²を整備することが必要になる。そのため、資産運用会社において投資判断を行う重要な使用人については、宅建業法施行規則¹³に定める「重要な使用人」に該当する者（具体的には「不動産投資顧問業登録規程」及び「不動産投資顧問業登録規程の運用について」に規定する判断業務統括者として必要な知識及び経験を有する者）を選任することが一般的である。

他方で、投資対象に不動産が含まれない上場ベンチャーファンドの資産運用会社は、宅建業の免許及び取引一任代理等の認可を取得する必要がなく、取引一任代理等の認可において要求されている一定の体制を整備することを必要とされていない。そのため、上場ベンチャーファンドの資産運用会社においては、投資判断を行う重要な使用人の具体的な要件の指標が存在しないため、各投資法人の投資対象等に応じて知識及び経験の有無が検証されることになるものと思われる。

⁸ 金商法 29 条の 4 第 1 項 1 号ホ、金商業者等向け監督指針 VI-3-1-1(1)

⁹ 上場審査等ガイドライン XV 2.(2)

¹⁰ 2022 年 7 月 26 日付東京証券取引所「ベンチャーファンド市場の健全な発展に向けた上場審査基準等の整備について」においては、ベンチャーファンド資産運用会社において、①投資対象資産の運用に関する十分な運用経験年数を有する運用責任者が確保されているかという観点から未公開株等に係る専門的経験等を有している人材が配置されているか否か、②投資方針（業種、ステージ、投資規模を含む。）及び分配方針等が策定され、適切な投資プロセス（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に係る一連の業務プロセスを含む。）を経て、資産の運用を行う体制が整備されていること、及び申請者において、③資産運用に関する会議体（取締役会、投資委員会やコンプライアンス委員会を含む。）の開催状況を含め、投資意思決定の仕組みの確認を行うものとされている。

¹¹ 投資対象資産に不動産が含まれる場合、宅建物取引業法（以下「宅建業法」という。）3 条 1 項の免許（投信法 199 条 1 号）、主として不動産に対する投資と運用することを目的とする場合、宅建業法 50 条の 2 第 1 項の認可を受けている金融商品取引業者である必要がある（同条 2 号）。

¹² 宅建業法 50 条の 2 の 3 第 1 項 3 号、宅建業法施行規則 19 条の 2 の 2 第 3 号。

¹³ 宅建業法施行規則 19 条の 2 の 2 第 3 号。

REIT NEWSLETTER

(2) 実務上の論点

ベンチャーファンドにおいては、上場 REIT 等とは異なり、主として未公開株等への投資が想定されているため、業務方法書や運用ガイドライン等の社内規程においても、対象となる資産の種類に鑑み実態に応じた記載を行う必要がある。

また、上場 REIT 等の資産運用会社においては、監督指針 VI2-6「不動産関連ファンド運用業者に関する特に留意すべき事項」を踏まえて、法令遵守態勢、内部管理態勢、利益相反取引防止態勢を構築する必要があるが、ベンチャーファンドの資産運用会社については「不動産関連ファンド運用業者」に該当しないため、上記規制は直接には妥当しない。もっとも、監督指針の趣旨を踏まえて、必要に応じて同様の態勢を整備することを検討する必要がある点に留意が必要である。

さらに、上場 REIT 等におけるデューデリジェンスとしては、法務調査報告書、不動産鑑定評価書、エンジニアリング・レポート等を取得し、上場 REIT 等に組み入れ可能な不動産等であるかの判断を行うという実務が定着しているが、上場ベンチャーファンドにおいて投資先の非上場会社に対してどの程度のデューデリジェンスを行うべきかは今後検討が必要である。

Ⅲ. 上場ベンチャーファンド市場

上場ベンチャーファンド市場については、広く一般の投資家から集めた資金により未公開企業を始めとするベンチャー企業への投資を可能とする反面、投資家保護の必要性が高く、また、上場 REIT 等とは投資対象等が異なるため、上場の際の審査基準やディスクロージャー等に関して、ベンチャーファンドの特殊性を踏まえた上場規程が設けられている。以下、上場規程における定めを中心に上場ベンチャーファンド市場の上場制度の概要を説明する。

1. 上場審査の形式基準

(1) 投資信託協会の会員であること

上場ベンチャーファンドの資産運用会社が、一般社団法人投資信託協会（以下「投資信託協会」という。）の会員であること（上場規程 1305 条 1 号）。

(2) 運用資産の比率

上場申請時に以下の全てに該当するか、上場後 6 カ月以内に以下の全てに該当する見込みがあること（上場規程 1305 条 2 号 a、上場規程施行規則 1305 条 4 項）。

REIT NEWSLETTER

- ①運用資産等の総額に占める未公開株等¹⁴、上場後 5 年以内の継続保有株券等¹⁵及び上場後 5 年を経過した継続保有株券等¹⁶への投資額の合計額（以下「未公開株等投資額」という。）の比率（以下「未公開株等投資比率」という。）が 70%以上となること。
- ②未公開株等投資額に占める未公開株等及び上場後 5 年以内の継続保有株券等への投資額の比率（以下「特定未公開株等投資比率」という。）が 50%以上となること。

(3) 流動性・資産規模

以下の全てに該当すること（上場規程 1305 条 2 号 b～d）。

- ①上場投資口数が 2,000 単位以上となる見込みがあること¹⁷。
- ②純資産総額が 30 億円以上となる見込みがあること。
- ③投資主数（大口投資主¹⁸を除く。）が 300 人以上となる見込みがあること。
- ④大口投資主が所有する投資口の比率が 80%以下となる見込みがあること。

実務的には、投資家にとって魅力的な商品とする観点からは、上記の上場審査基準に適合することに加えてどの程度の流動性・資産規模が必要であるかの検討が必要となると考えられる（上場規程 1305 条 2 号 b～d）。

(4) 虚偽記載又は不適正意見等

一定期間において、財務諸表等などに虚偽記載を行っておらず、不適正意見等が付されていないこと（上場規程 1305 条 2 号 e）。

(5) 投資先の分散

以下の全ての事項を規約に記載すること（上場規程 1305 条 2 号 f）。

- ①未公開株等投資比率を 70%以上とする旨及び特定未公開株等投資比率を原則として 50%以上とする旨。

¹⁴ 未公開株（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以外の内国株券）（上場規程 1201 条 15 号）並びに未公開株の発行者が発行する優先株等、新株予約権証券及び新株予約権付社債券をいう（上場規程 1201 条 16 号）。

¹⁵ (i)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、上場又は継続的に取引されている株券となつてから 5 年を経過していない内国株券、及び(ii)(i)に掲げる株券の発行者が発行する優先株等、新株予約権証券及び新株予約権付社債券をいう（上場規程 1201 条 6 号の 2）。

¹⁶ (i)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、上場又は継続的に取引されている株券となつてから 5 年を経過した内国株券、及び(ii)(i)に掲げる株券の発行者が発行する優先株等、新株予約権証券及び新株予約権付社債券をいう（上場規程 1201 条 6 号の 3）。

¹⁷ 上場投資口数が 2,000 単位未満となる場合には上場廃止とするとされている（上場規程 1318 条 2 項 2 号）。

¹⁸ 所有する投資口数の多い順に 10 名の投資主をいう（上場規程 1205 条 2 号 g）。

REIT NEWSLETTER

②未公開株等、未公開株等関連資産¹⁹、上場後5年以内の株券等、上場後5年以内の継続保有株券等及び上場後5年を経過した継続保有株券等以外の資産が、流動資産等及び運用資産等に係る価格変動による損失の危険その他の危険を減殺することを目的とし、かつ、当該損失の危険その他の危険を減殺することが客観的に認められる取引に係る権利その他の資産に限られる旨。

③以下のいずれかの事項²⁰。

(i)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。

(ii)未公開株等若しく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。

④以下のいずれかの事項²¹。

(i)資金の借入れ及び投資法人債券の募集をしない旨。

(ii)投資法人の規約又はこれに類する書類において、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、限度額及び用途に関する事項。

⑤投資主の請求による投資口の払戻しをしない旨。

⑥営業期間として定める期間が6か月以上であること。

以上に加え、登録投資法人は、同一の法人の発行する株式に係る議決権の総数の50%を超えて取得することはできない（投信法194条1項）ため、上場ベンチャーファンドが、投資先企業に対してマジョリティを確保することができない点に留意が必要である。

(6) その他形式基準

その他の形式基準として、①指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること又は上場の時までに取扱いの対象となる見込みのあること（上場規程1305条2号g）及び②投資主名簿等管理人が東京証券取引所の承認する機関として施行規則で定めるものであること（上場規程1305条2号h）が定められている。

¹⁹ (i)当事者の一方が、相手方の行う出資された財産を主として未公開株等に対して投資する運用のために出資を行い、相手方が、その出資された財産について主として未公開株等に対する投資として運用し、当該運用から生じる利益の分配を行うことを約する契約に係る出資の持分、(ii)LPS法3条に規定する投資事業有限責任組合契約に係る出資の持分（出資者が共同で未公開株等の取得及び保有のために出資を行い、出資された財産について主として未公開株等に対する投資として運用するものに限る。）、(iii)受益証券（投資信託の投資信託財産を主として未公開株等に対する投資として運用するものに限る。）、(iv)投資証券（投資法人が運用のために保有する資産を主として未公開株等に対する投資として運用するものに限る。）、(v)外国の法令に基づく権利及び外国の者の発行する証券で(i)から(iv)までに掲げる権利及び証券の性質を有するものをいう（上場規程第1201条17号）。

²⁰ これに対し、J-REITの上場審査基準ではこのような投資先の分散に係る制約はない。

²¹ これに対し、J-REITの上場審査基準ではこのようなレバレッジに係る制約はない。

REIT NEWSLETTER

2. 上場審査の実質基準

上記1.の形式審査基準に加え、以下の(1)から(4)の事項に適合するかの観点で実質的な審査が行われ(上場規程1306条)、具体的な審査基準については、上場審査等ガイドラインをもって定められる(上場規程1306条3項、上場審査等ガイドラインXV1.)。

(1) 未公開株等の評価の適正性

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。具体的には、以下のような観点から審査が行われる(上場審査等ガイドラインXV2.)。

- ①運用資産の評価を未公開株等評価機関に委託していること。
- ②当該評価機関について、資本関係、人的関係、取引関係その他の関係を総合的に勘案し、申請者からの独立性が確保されていること。
- ③当該未公開株等評価機関について、(i)から(iii)までに掲げる事項から、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。
 - (i)原則として、評価機関として設立された後、基準営業期間の末日までに3年以上を経過していること、かつ、相応の財務基盤及び安定した収益実績を有すること。
 - (ii)評価に係る業務の遂行に必要な人員が確保されていること。
 - (iii)評価機関としての実績を有していること。

上記のとおり、ベンチャーファンドは、未公開株等の評価額の適正性を確保するために、未公開株等の評価に係る業務を東京証券取引所が適当と認める外部の未公開株等評価機関に委託することが求められている。しかしながら、上場REIT等における不動産鑑定評価機関等とは異なり、現時点において、未公開株等の評価に係る実務が確立しているとまではいえず、投資先の非上場会社において監査法人監査が行われていない場合、事業計画等が確認できない場合、評価額の適正性をどのように担保するかは実務上の課題であるものと考えられる。

(2) 開示の適正性

新規ベンチャーファンド上場申請者が、当該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。具体的には以下のような観点から判断される(上場審査等ガイドラインXV3.)。

- ①申請書類に、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項が適切に記載されていること。
- ②申請者が、資産の運用等に重大な影響を与える事実等の情報を適時、適切に開示することができる体制にあること。

REIT NEWSLETTER

(3) 資産運用等の健全性

新規ベンチャーファンド上場申請者が、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。具体的には以下のような観点から判断される（上場審査等ガイドライン XV 4.）。

- ①申請者が資産の運用等にあたって、投資主の利益を害することがないよう、適切な体制を整備していること。
- ②申請者が、スポンサー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と認められること²²。
- ③申請者が資産の運用等を有効に行うため、その内部管理体制が、相応に整備され、適切に運用されている状況にあると認められること²³。
- ④申請者が資産の運用等にあたって、法令等を遵守するための有効な体制が、適切に整備、運用されている状況にあると認められること。

(4) 公益又は投資者保護の観点

その他公益又は投資者保護の観点から、その上場が適当でないと認められるものでないこと²⁴（上場審査等ガイドライン XV 5.）。

3. ディスクロージャー

(1) 適時開示基準

上場ベンチャーファンド制度においては、上場ベンチャーファンド、上場ベンチャーファンド発行者等に加え、上場ベンチャーファンドの運用資産等に関する情報の適時開示を行わなければならない。上場ベンチャーファンドの適時開示事由については、上場規程 1312 条 2 項及び 3 項において定められているが、一般的に求められる適時開示事由に加えて、ベンチャーファンドに特有の適時開示事項として以下のようなものがあげられる。

- ①運用資産の未公開株等が上場されることとなった場合。
- ②運用資産の株券等が上場廃止されることとなった場合。

²² (i)申請者とスポンサーの企業グループとの間に取引が発生している場合において、当該取引が取引を継続する合理性及び取引価格を含めた取引条件の妥当性を有すること、(ii)スポンサーの企業グループが自己の利益を優先することにより、投資主の利益が不当に損なわれる状況にないこと等から判断がなされる。

²³ (i)申請者とスポンサーの企業グループとの間に取引が発生している場合において、当該取引が取引を継続する合理性及び取引価格を含めた取引条件の妥当性を有すること、(ii)申請者の企業グループの内部監査体制が、適切に整備、運用されている状況にあること等から判断がなされる。

²⁴ ①新規ベンチャーファンド上場申請者の企業グループが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及びその実態が公益又は投資者保護の観点から適当と認められること、②その他公益又は投資者保護の観点から適当と認められることから判断がなされる。

REIT NEWSLETTER

- ③投資先の未公開企業が破産手続、再生手続及び更生手続の申立てがなされた場合。
- ④未公開株等評価機関の異動を行うことについての決定をした場合。
- ⑤投資法人債の募集又は資金の借入れを行うことについての決定をした場合。
- ⑥総資産有利子負債比率が20%を超えた場合。
- ⑦総資産有利子負債比率が20%を超えた状態において、総資産有利子負債比率が20%以下になった場合。
- ⑧投資方針又はリスク管理方針の変更。

(2) 決算短信

ベンチャーファンドは、営業期間又は中間営業期間に係るファンドの決算の内容が定まった場合は、直ちにその内容を開示しなければならない（上場規程 1312 条 4 項）²⁵。

(3) 運用資産の概要等に係る情報の開示

上場ベンチャーファンド発行者等は、運用資産等に関する以下の①から⑤の事項を、3 か月ごとに 1 回開示しなければならないものとされている²⁶。

- ①上場後 5 年以内の株券等、上場後 5 年以内の継続保有株券等及び上場後 5 年を経過した継続保有株券等の銘柄。
- ②未公開株等及び未公開株等関連資産の発行者の概要。
- ③直近の運用状況及び短期的な運用方針。
- ④上場後 5 年を経過した継続保有株券等の保有理由及び運用方針。
- ⑤当該上場ベンチャーファンドの 1 口当たり純資産額。

2024 年 3 月 29 日の上場規程の改正以前は、上記①から④の事項は月 1 回、上記⑤の事項については、週 1 回開示が必要であったが、上場企業とは異なる非上場企業の状況に適した情報提供のあり方を踏まえ、情報開示の内容や頻度が見直された結果、上記のような改正に至った。

なお、①から⑤の事項は、東京証券取引所の有価証券上場規程施行規則別添 8「運用資産に係る書面の記載要領」に基づき、作成した書面により開示が必要²⁷であり、(i)運用資産に関する銘柄名、取得価額、所有する数量、前月末の時価等に関する状況、(ii)未公開株等及び未公開株等関連資産並びに未公開企業に関する事項²⁸、(iii)直近 3 か

²⁵ ベンチャーファンド特有の留意点は、[CAPITAL MARKETS / REIT NEWSLETTER 2022 年 2 月号](#)を参照されたい。

²⁶ 上場規程 1312 条 5 項。なお、(i)上記Ⅲ.1.(2) ①②記載の未公開株等投資比率が70%以上になり、かつ特定未公開株式投資比率が50%以上となるまでの期間、又は(ii)未公開株等投資比率が70%未満となり若しくは特定未公開株式投資比率が50%未満となった場合には、上記①から④の事項について、月 1 回開示しなければならない（上場規程施行規則 1326 条 5 項）。

²⁷ 上場規程施行規則 1326 条 4 項。

²⁸ 未公開企業の売上高、経常利益、当期純利益、配当総額、総資産の額、総負債の額及び純資産の額の記載が要求されている（上場規程施行規則別添 8 1 2.(2)b）が、記載しない理由を注記することにより、

REIT NEWSLETTER

月の運用資産の譲渡又は取得の状況及び短期的な運用方針、(iv)上場後5年を経過した継続保有株式等の保有理由及び運用方針、(v)未公開株等及び未公開株等関連資産への投資額を(a)貸借対照表計上額で計算した一口当たりの純資産額、及び(b)評価額²⁹で計算した一口当たりの純資産額等を記載する必要がある。

IV. 投資信託協会規則

(1) 適用を受ける規則

上記Ⅲ.1.(1)のとおり、上場規程において、上場ベンチャーファンドの資産運用会社は、投資信託協会に加入することが求められているが、いずれの投資信託協会規則が適用されるかが実務上と問題なる。

上場REITは、「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」の適用を受け、上場インフラファンドは、「インフラ投資信託及びインフラ投資法人に関する規則」の適用を受けるところ、未公開株式等への投資を前提とする上場ベンチャーファンドには、これらの規則がなされないものと考えられ、また、上場ベンチャーファンド固有の投資信託協会規則は制定されていない。

そのため、上場ベンチャーファンドにおいては、「投資信託等の運用に関する規則」が適用されると考えられる³⁰。

(2) 「投資信託等の運用に関する規則」の改正

「投資信託等の運用に関する規則」については、2023年3月31日公表の投資信託協会「投資信託への非上場株式の組入れに関する検討の方向性について」での議論等を踏まえ、2023年12月21日付で投資信託財産が組み入れる未上場株式等について以下の改正がなされており、これらは証券投資法人に準用されている³¹。

①組入資産比率（「投資信託等の運用に関する規則」11条2項・3項、25条2項）

未上場株式等については、原則として投資信託財産の純資産総額の15%を超えてはならないが、投資者保護の観点から、流動性の確保が担保できる措置及び受益者間の平等性に配慮するための措置（解約制限など）を講じた上で、当該措置について交付目論見書又は投資信託約款へ記載することに加えて、交付目論見書をはじめとする契約締結前の開示資料中に未上場株式等への投資に関するリスク（流動性が著しく低いことにより生じるリスクなど）について投資者への注意喚起を記載するなど、投資信託の商品の特性に応じて、委託会社として必要と認められる措置を講

未公開企業の売上高、経常利益、当期純利益、配当総額について記載しないことができる（上場規程施行規則別添8Ⅱ(2)d）。

²⁹ 上場ベンチャーファンドが未公開株等の評価にかかる業務を委託する未公開株等評価機関による算定数値をいう（上場規程施行規則別添8Ⅱ）。

³⁰ 同規則4条から13条、15条、16条、18条及び19条の規定は、証券投資法人の投資対象等について準用するが、そのうち11条から13条、15条、16条、18条及び19条の規定は、投資主総会で別段の決議を行った場合に限り、これを適用しないものとされている（同規則25条2項）。

³¹ 「投資信託等の運用に関する規則」25条2項。

REIT NEWSLETTER

じた場合には、15%を超えて組入れることができるものとされている³²。

②未上場株式等に対する資産（「投資信託等の運用に関する規則」11条の2、25条2項）

投資信託財産に未上場株式等を組入れる際は、あらかじめ適正な審査を行うに足る社内管理態勢を構築した上で、当該未上場株式等について、(a)当該未上場株式等の発行会社について、企業経営の健全性が確保されていること、(b)財務諸表や連結財務諸表に継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる事象が発生していないかどうか、(c)そのほか、当該未上場株式等の発行会社の事業内容や経営組織体制に照らして、委託会社として必要と認められる事項を審査しなければならないとされる。

V. 自己投資口の取得に関する今後の可能性

投資法人は、原則として自己投資口を取得することができない（投信法80条1項）。他方、その資産を主として不動産等資産に対する投資として運用することを目的とする投資法人が、投資主との合意により当該投資法人の投資口を有償で取得することができる旨を規約で定めた場合には例外的に自己投資口を取得することが可能となる³³が、不動産等資産に有価証券は含まれないため、上場ベンチャーファンドは当該要件を満たすことができない³⁴。

また、上場REIT等については、金商法上のインサイダー取引規制の対象となっているが、上場ベンチャーファンドについては、インサイダー取引規制の対象となっていない（金商法163条1項、金商法施行令27条2号、取引規制府令25条2項、3項）ため、自己投資口取得における取引の公正を確保する観点から、上場ベンチャーファンドにおいて自己投資口取得を可能とするためには、インサイダー取引規制の対象とする必要があるものと考えられる。

もっとも、2023年12月12日公表の金融審議会「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」において、「自己投資口の取得についてインサイダー取引規制の対象とした上で、自己投資口の取得を可能とすることが考えられる。」との指摘がなされており、上場REIT等と同様に自己投資口取得を認める法令改正が行われる可能性がある。

³² 投資信託の商品の特性により、未上場株式等の組入れを15%以内とする投資信託においても、その必要性を委託会社において検討の上、委託会社が必要と判断する場合は、同様の措置を講ずるものとされている。

³³ 同項1号、投資信託及び投資法人に関する法律施行令69条の2、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則128条の2、105条1号へ。

³⁴ 不動産等資産には、不動産や再生可能エネルギー発電設備などが含まれるため、上場REIT等においては投資主との合意により有償で自己株式取得が可能である。

REIT NEWSLETTER

VI. まとめ

以上のように、上場ベンチャーファンド市場及び上場ベンチャーファンドに関する制度は、投資家保護に留意しつつ、広く一般の投資家から非上場企業へのリスクマネーの供給を行うことによりスタートアップへの資金供給の強化するため、順次見直しが行われており、上場ベンチャーファンドによる自己株式取得の可能性が示されるなど今後も上場ベンチャーファンドの活用に向けた動きが期待される。

そのため、投信法等の法令改正や上場規程の改正やベンチャーファンドの設立・上場などの制度やプラクティスの発展に注視が必要であると考えられる。

セミナー情報

- セミナー 『データセンターの関連法務と契約事項・交渉上の留意点』
開催日時 2024年10月2日(水) 13:30~17:00
講師 蓮本 哲
主催 総合ユニコム株式会社

- セミナー 『ESG不動産投資の最新動向~データセンター開発と再エネ電源の活用~』
開催日時 2024年11月6日(水) 13:00~15:30
講師 蓮本 哲、野間 裕巨
主催 株式会社新社会システム総合研究所

文献

- 論文 「Real Estate Practice Area Guide - Japan」
掲載誌 Global Law Experts
著者 佐伯 優仁

- 論文 「不動産 M&A の法務ポイント—不動産の譲渡との比較も踏まえた、不動産事業者が認識すべき留意点—」
掲載誌 MARR online
著者 白井 俊太郎

NEWS

- **Who's Who Legal: Real Estate 2024 にて高い評価を得ました**
Who's Who Legal: Real Estate 2024 において、佐藤 正謙 弁護士、諏訪 昇 弁護士、小澤 絵里子 弁護士、佐伯 優仁 弁護士および蓮本 哲 弁護士が International

REIT NEWSLETTER

Leader に選ばれました。

➤ 横浜オフィス業務開始のお知らせ

横浜オフィスは、弁護士法人森・濱田松本法律事務所の従事務所として、2024年8月19日より、正式に業務を開始いたしました。

横浜オフィスには、コーポレート・ガバナンスを含めた会社法全般、スタートアップ支援、M&A、訴訟・紛争等の分野において豊富な経験を有する河島 勇太 弁護士及び高津 洸至 弁護士が所属し、東京オフィスをはじめとする他の国内拠点に加えて、クロスボーダーの M&A やアジア進出などの業務につきましては、ニューヨーク・北京・上海・シンガポール・バンコク・ホーチミン・ハノイ・ジャカルタ・ヤンゴン・マニラの各海外拠点及び提携事務所、当事務所所属の弁護士が滞在する各国の法律事務所と密に連携し、神奈川県のカライアントの皆様のご近くで、きめ細やかに最先端のリーガル・サポートを提供してまいります。

➤ 【重要】当事務所または当事務所の弁護士・スタッフ名を騙った詐欺にご注意ください

当事務所を騙り著作権侵害通知に関するメールを送信している事例や、出会い系詐欺などの被害相談を受けると宣伝するウェブサイトが確認されました。当事務所は、このようなメールやウェブサイトは一切関係がございません。メールやウェブサイト記載の連絡先に連絡することのないようお願い申し上げます。

また、当事務所の弁護士名を騙り被害弁償をする等の電話やメール、SNS のメッセージを送っている事例が確認されました。当事務所は、このような事件には一切関係がございません。

当事務所または当事務所の弁護士・スタッフ名を名乗る者からのお心当たりのない連絡を受けた場合は、すぐには応じず、相手の身元を十分にご確認ください。また、併せて下記連絡先までお知らせくださいますようお願い申し上げます。

なお、当事務所の弁護士が、連絡を差上げた事案について、当事務所の他の弁護士・秘書・スタッフ、他のオフィスなどには連絡しないように伝えることはありません。

そのようなことを伝えられた場合は、基本的に詐欺であるとご理解下さい。

森・濱田松本法律事務所

Tel: 03-5220-1800（総合案内）（9時00分～17時00分）

E-mail: mhm_info@mhm-global.com