

スタートアップへの成長資金の供給の更なる促進に向けて —スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会報告書—

金融ニュースレター

2025年9月10日号

執筆者:

有吉 尚哉

n.ariyoshi@nishimura.com

1. 近年の成長資金の供給促進に向けた制度的取組み

2023年12月13日に公表された資産運用立国実現プランに施策の項目の一つとして「スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進」が掲げられるなど、図表1のとおり、近年、スタートアップに対する成長資金の供給を促進するための制度的な取組みが順次進められています。

【図表1 近年の成長資金の供給促進に関する政策的な取組み】¹

スタートアップへの成長資金の供給促進に向けた近年の取組み

(注)★は、今後実施する施策

A 投資運用の専門家を通じた資金供給の促進	B 投資家の直接投資による資金供給の促進
<p>ベンチャーキャピタル(VC)を通じた投資(2023年約3,000億円)</p> <p>① 「VCにおいて推奨・期待される事項」(VCRHs)を策定・周知(2024年10月) ✓ VCのガバナンス向上や投資先企業の支援等を促し、機関投資家からVCへの資金供給やスタートアップの成長等を活性化</p> <p>② 金融・資産運用特区において、VCへの出資要件を緩和(2024年11月) ✓ 一定の知識経験を有する投資家による出資額の上限規制を撤廃し、起業経験等のあるエンジェル投資家による投資を活性化</p> <p>③ 銀行の投資子会社による投資先企業の要件を緩和(2024年11月) ✓ スタートアップの設立年数要件を緩和(10年→20年未満)し、銀行グループによる投資を活性化</p> <p>④ 新興運用業者促進プログラム(日本版EMP)を策定(2023年12月) ✓ 金融機関等の運用における新興運用業者の活用を活性化</p>	<p>プロ投資家による投資(累計約150億円)</p> <p>⑦ 資金調達枠組み(J-Ships)を整備したほか、個人がプロ投資家になるための要件を緩和(2022年) ✓ 一般投資家を対象とする場合の厳格な情報開示を要さず、広く個人も含めたプロ投資家による投資が可能となる</p> <p>⑧ 米国並みの資金調達環境の整備(日本版Rule506)による★更なる活性化(2024年度予定) ・ インターネットを含む様々な媒体による勧誘の利便性向上 ・ 個人がプロ投資家になるための要件の更なる明確化 ✓ プロ投資家へ移行するメリットや要件がわかりやすくなり、投資家の裾野を拡大</p>
<p>投資信託等を通じた投資(公募投資信託の純資産総額約590億円)</p> <p>⑤ 非上場株式に投資する投資信託の枠組みを整備(2024年2月) ✓ リスクを理解・許容できる一般投資家による投資が広がるほか、スタートアップの上場後も投資が継続することが期待される</p> <p>⑥ 非上場株式に投資する上場投資法人の規制を緩和★(2024年3月・2024年度予定) ✓ 開示内容を緩和・自己投資口の取得を解禁し、投資法人の参入を促進</p>	<p>一般投資家による投資(累計約182億円)</p> <p>⑨ 株式投資型クラウドファンディングの規制を緩和★(2024年度予定) ✓ 企業の発行上限(1→5億円)や投資家の投資上限(50万→最大200万円)の緩和により、投資家保護に支障のない範囲で投資を促進</p> <p>⑩ 株主コミュニティ(地域に根差した非上場企業の株式を売買する枠組み)への勧誘対象を拡大(2024年11月) ✓ 発行企業の取引先の役員等への参加勧誘を可能とし、投資家保護に支障のない範囲で投資を促進</p>
<p>C 非上場株式の流通市場の整備</p>	
<p>⑪ 非上場株式の流通プラットフォーム創出のための規制を緩和(2024年5月に金商法改正、2025年5月までに完全施行)★ ✓ 小粒上場を回避し、株主の換金機会を拡大するため、非上場株式の仲介を行う証券会社の登録要件を緩和する等、証券会社の参入を促進</p>	

-2-

(出所：日本証券業協会＝金融庁「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」(第1回)(2025年1月30日)資料2 金融庁説明資料2頁)

¹ 図表1で「今後実施する施策」とされている項目についても本稿の執筆時点までに順次実施されています。

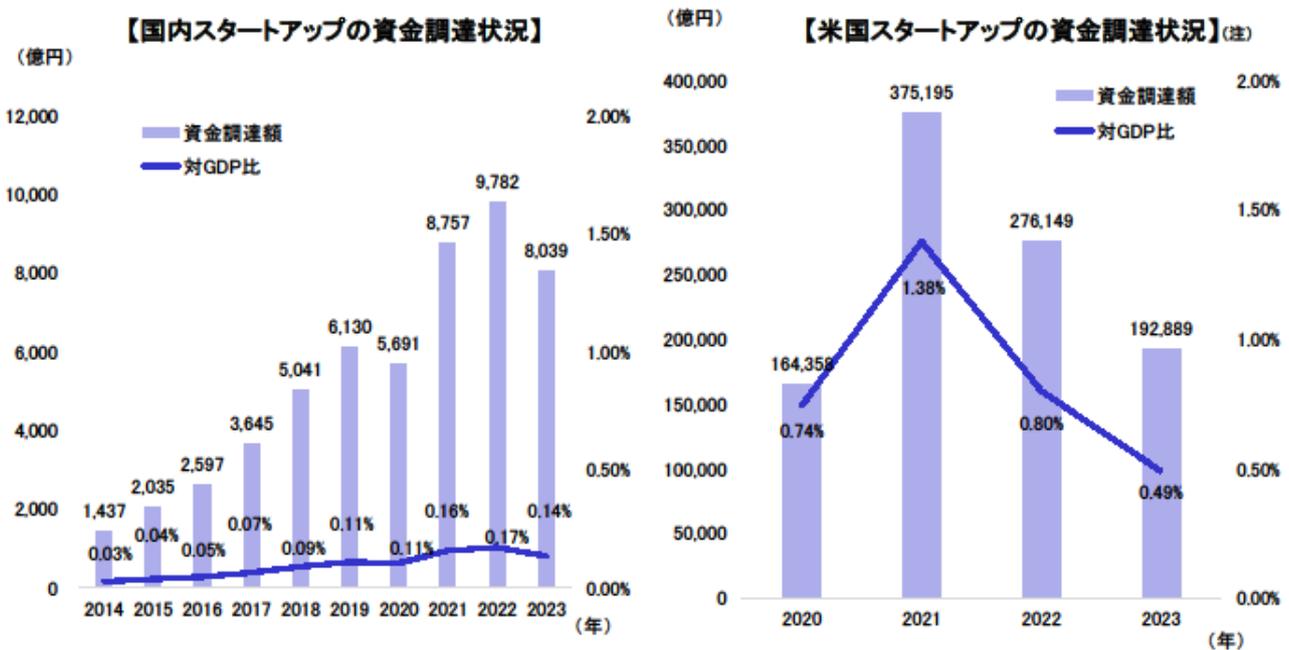
これらの施策の効果もあり、日本におけるスタートアップの資金調達額は増加傾向にあると評価されています。もっとも、図表 2 のとおり米国の状況に比べるとまだ不十分であり、更なる活性化が期待されています。また、2022 年 11 月 28 日に政府が決定した「スタートアップ育成 5 か年計画」では、2027 年度にスタートアップへの投資額を 10 兆円規模とすることが目標として掲げられており、目標に近づくためにはいっそうの取組みが求められています。

【図表 2 日米のスタートアップの資金調達状況】

2. 日本の「スタートアップへの資金供給」の現在地 (GDP比の資金調達規模)



✓ スタートアップの資金調達額は増加傾向にあるが、米国と比べるとまだ活性化の余地がある状況。



(注)各年末為替レート(TTM)により換算:三菱UFJリサーチ&コンサルティング「外国為替相場情報」
 (出所)【資金調達額】日本:スピーダ スタートアップ情報リサーチ「2024上半期 Japan Startup Finance」、米国:CB Insights「State of Venture Global | Q1 2024」
 【GDP】日本:内閣府 経済社会総合研究所「国民経済計算(GDP統計)」 米国:OECD「Nominal gross domestic product (GDP)」

〔出所:日本証券業協会=金融庁「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」(第1回)(2025年1月30日)資料3日証協説明資料2頁〕

このような状況の下、2024 年 6 月 21 日に閣議決定された規制改革実施計画では、スタートアップの資金調達を円滑にするため、非上場株式の発行・流通の活性化に関する議論を行うことが掲げられました。これを受けて、日本証券業協会(以下「日証協」)及び金融庁は、2024 年 12 月 17 日付けで両者が事務局となって「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」(以下「本懇談会」)を開催することを公表し、本懇談会は 2025 年 1 月から 7 月まで計 7 回の会合を開いて審議を行いました。そして、2025 年 9 月 5 日に「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会 報告書(2025 年 9 月報告)」

(以下「本懇談会報告」) を取りまとめ、公表しました²。

以下では、今後の方向性を示した部分を中心に本懇談会報告の要点を解説します。なお、筆者は本懇談会のメンバーを務めていますが、本稿の意見に亘る部分は筆者の私見であり、本懇談会やその他の組織の見解を示すものではないことを申し添えます。

2. 本懇談会報告の全体像

本懇談会報告の構成は以下のとおりです。

【本懇談会報告の構成】

- I はじめに**
- II スタートアップ企業等への資金供給等のあり方（全体像）**
 - 1. スタートアップ企業等への投資の位置付け
 - 2. スタートアップ企業等への資金供給者
 - 3. セカンダリー市場
 - 4. 市場仲介者の役割
- III 本懇談会での議論等を踏まえた対応の方向性**
 - 1. KGI 及び参考指標の設定
 - 2. 大規模投資家等
 - 3. SPV スキーム・投資信託・エンジェル投資家
 - 4. リスク許容度・投資判断能力のある投資者
 - 5. セカンダリー取引
 - 6. 原則勧誘禁止の見直し
 - 7. 制度周知等
- IV 終わりに**

「II. スタートアップ企業等への資金供給等のあり方（全体像）」においてスタートアップ企業等への成長資金の供給のあり方を検討するにあたっての視点が示され、「III. 本懇談会での議論等を踏まえた対応の方向性」では具体的な対応策の提言が示されています。

以下では、IIIにおいてスタートアップ企業等への資金供給を促進するための対応策として示されている内容を中心に本懇談会報告の概要を紹介します。

3. 本懇談会報告で示された対応策等

(1) KGI 及び参考指標の設定

前述のとおり「スタートアップ育成 5 か年計画」では、スタートアップへの投資額を 2027 年度までに 10

² https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/startup/file/startup_houkokusho_0905.pdf

兆円規模とすることが我が国全体の目標として掲げられています。この目標を念頭に置きつつ、本懇談会報告では証券会社等の市場仲介者が果たすべき役割を踏まえた目標（KGI）として「市場仲介者が関与する資金調達額³を2027年度までに1,800億円とすること」が設定されています。

また、このKGIを達成する上での参考指標として登録PTS⁴や非上場有価証券特例仲介等業務⁵に関する統計、J-Ships⁶の利用状況、非上場株式を組み込んだSPVスキーム・投資信託等ビークルを通じた資金調達額、未公開株に関する苦情相談件数等について、定期的に観測・公表することとされています。

今後、「スタートアップ育成5か年計画」の目標を達成するため、このKGIを意識して制度の運営・改善が図られていくことが期待されます。

(2) 大規模投資家等の市場参加

本懇談会報告では、スタートアップ企業等において、海外投資家も含めた大規模投資家等からの資金供給のニーズが高いことが確認されています。その上で、新たな大規模投資家等の市場参加を促すにあたっては、規制改革のみならず、投資の魅力のあるスタートアップ企業等を増やした上で、そうした企業への投資を検討するインセンティブを高めるような推進施策が重要であると考えられるところ、以下のような推進施策をはじめとする検討が進められることが期待されると述べられています。

- 「VCにおいて推奨・期待される事項」の普及等を通じて、広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCについて、長期運用に資するアセットクラスとしての魅力を高めていくこと
- アセットオーナー・プリンシプルの普及を通じて、アセットオーナーが受益者等の利益に資する観点から、投資先企業や委託先金融機関を厳しい目で見極め、運用力の向上につなげていく中で、運用対象資産の多様化が図られること
- 機関投資家から国内のVCに対する資金流入を促すための官民ファンドの活用の推進
- 新規出資又は50%超の発行済株式取得の取引のみに限られているオープンイノベーション促進税制の対象について、オープンイノベーション手法の多様な在り方の観点から、通常のセカンダリー取引（50%以下の発行済株式取得）・合併等にまで拡充すること
- 大規模な資金の供給主体となり得る海外投資家による出資の増加のため、外国組合員特例税制（PE課税特例）の要件や手続等について、諸外国との比較や実務慣行の蓄積等を踏まえて、必要な見直しを行うこと
- 証券会社等の市場関係者が従前より行っているアドバイザー・サービスの提供やマッチングイベント等への更なる取組み

³ この資金調達額の具体的な内容については、「日証協規則に定める非上場株式の勧誘制度（J-Ships、株主コミュニティ制度、株式投資型クラウドファンディングなど）による資金調達額に加え、証券会社等の市場関係者におけるFA業務、マッチングイベント等に起因した資金調達額を含めることが考えられる」と説明されています。

⁴ スタートアップ企業等が発行する非上場有価証券の仲介業務への新規参入を促進し、その流通を活性化させるために、PTS運営業務について、流動性の低い非上場有価証券のみを取り扱い、かつ、取引規模が限定的である場合には認可を要さない（第一種金融商品取引業の登録により行える）こととした制度。

⁵ スタートアップ企業等が発行する非上場有価証券の仲介業務への新規参入を促進し、その流通を活性化させるため、特定投資家等を対象とした非上場有価証券の仲介等の業務のみを行う第一種金融商品取引業者について、自己資本規制比率に関する規制、兼業規制及び金融商品取引責任準備金の積立に関する規制の適用を除外することとした制度。

⁶ 日証協が取扱協会員として証券会社を指定し、指定された取扱協会員を通じて、非上場企業の株式や投資信託などをプロの投資家である特定投資家向けに発行・流通することを可能にする制度。

(3) SPV スキーム、投資信託、エンジェル投資家による投資拡大

本懇談会報告では、「複数の投資者による特定少数のスタートアップ企業等へのシンジケート投資を、投資者が直接的な株主にはならない形で実現するために、LLC (Limited Liability Company: 合同会社) 等の SPV を利用した投資スキーム」を「SPV スキーム」と定義し、投資者個人がスタートアップ企業等への直接の投資者にならず、かつ、株式のような譲渡制限を受けない形で複数の投資者によるシンジケート・共同出資を可能とするスキームであると評価し、米国や欧州では多様な場面で活用されていることを指摘しています。また、投資信託については、米国で非上場株式と上場株式の両方に投資するクロスオーバー投資が増加していることや、欧州で非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みが整備されていることが紹介されています。さらに、欧米では、業界の専門家として協業先のマッチングや戦略上のアドバイスなど経営の支援の提供等も行うことがあるエンジェル投資家が、リスクの高いシード期において存在感を示していることが指摘されています。

そして、SPV スキーム、投資信託やエンジェル投資家による投資の拡大策として以下のような検討が進められることが期待されると述べられています。

- SPV スキーム持分のセカンダリー取引環境整備のためのモデル契約の整備等の検討
- 非流動性資産を組み込んだ投資信託の規制緩和や新たな組成・販売の枠組みの検討
- スタートアップ企業等への投資を税制面から促進する以下のような取組みの検討
 - ・ 「投資信託を通じたスタートアップ企業等への投資」をエンジェル税制の対象に含めるなどの個人投資家によるビークルを通じたスタートアップ企業等への投資を支援する措置
 - ・ スタートアップ企業等の環境変化等に合わせたエンジェル税制の拡充・見直し措置
 - ・ 経済産業大臣の認定をもって投資型クラウドファンディング事業者に適用される「認定少額電子募集取扱業者」の枠組みを、J-Ships や株主コミュニティ等の金融商品取引業者経由のスタートアップ投資についても「認定金融商品取引業者」として適用する制度の創設

この提言を受けて、SPV スキームに関するモデル契約の整備や、非上場株式を対象とする投資信託に関する規制の見直しなどの検討が進められるものと見込まれます。

(4) J-Ships の利活用の拡大

J-Ships を利用する際に発行体が作成することが求められる特定証券情報や発行者情報について、日証協において、現状の規制や運用が過度なものになっていないか精査した上で、投資者保護を考慮しつつ必要に応じ見直しについて検討を行うことが示されています。

さらに、J-Ships を利用して資金調達等を行った銘柄は、特定投資家向け有価証券に該当することとなり、他の私募・私売出し（適格機関投資家・少人数）を利用することができないこととされている現行の法制度について、取引制約を緩和するため金融庁と日証協において協議を継続することが示されています。また、J-Ships 銘柄について 50 名以上の者を対象にセカンダリー取引の勧誘等を行う場合に作成が必要となる特定証券情報の簡素化についても金融庁と日証協において協議をすることとされています。

(5) 特定投資家による投資の活性化

個人投資家の特定投資家の移行要件に関しては、直近でも 2025 年 3 月の「金融商品取引業等に関する

Q&A」の改訂により、「特定の知識経験」の内容について明確化が図られ、実質的に特定投資家に移行可能な投資者の範囲が拡大されていますが、さらに特定投資家の移行要件を緩和することについて、金融庁において検討を行い、2025 年度中に結論を得ることが示されています。また、一般投資家から特定投資家に移行した者が、特定投資家であり続けるためには、約 1 年の移行期間の末日を迎える前に、都度の更新申出が必要となっている現行の制度について、事務負担を軽減するための見直しの当否を慎重に検討することが示されています。

(6) 準特定投資家による投資

スタートアップ企業等に投資を行う投資者の裾野拡大を図る観点から、一般投資家のうち特定投資家の移行要件を満たす投資者を「準特定投資家」として取り扱い、準特定投資家を対象とする非上場株式の勧誘・取引制度に係るルール整備について、日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、2025 年度中に結論を得ることが示されています。この検討に際しては、日証協における現行の非上場株式に係るルールを参考に、取引を行う協会員に対して日証協規則に定める事項を盛り込んだ社内規則の制定を義務付けること、日証協から指定を受けた協会員にのみ取引を認めること、協会員が取り扱う銘柄の審査を行うこと、勧誘対象の投資者の範囲を定めること、投資者に対して一定の情報提供を行うこと等の措置が必要という考え方が示されています。

(7) セカンダリー取引

我が国においては、非上場株式のセカンダリー取引をする場が乏しく、そのためプライマリーでの投資者の Exit の機会が限定的であり、結果的にスタートアップ企業等への資金供給のハードルを上げる要因となっているほか、Exit により得た資金を新たなスタートアップ企業等へ再投資するといった好循環が生じにくい状況にあることが言及されています。そして、近年整備が進められてきた非上場株式のセカンダリー取引に係る諸制度を、不公正取引の抑止も含め投資者保護に配慮しながら、より使いやすくすることが重要であると指摘しています。

その上で、登録 PTS に関する情報提供の簡素化を図る次の 2 項目について、投資者保護を考慮しつつ日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、2025 年度中に結論を得ることが示されています。まず、取次型登録 PTS⁷のうち、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などについては、顧客への十分な周知を前提に一部の適用を緩和し、自社顧客型登録 PTS⁸に求められる規制に近づけることが考えられるとし、取次型登録 PTS における適時の情報提供及び価格情報の提供の見直しが検討項目とされています。また、スタートアップ企業等の株式のセカンダリー取引として、株主コミュニティ銘柄を自社顧客型登録 PTS において取引する手法が考えられるところ、セカンダリー取引の価格情報が公表される場合には、スタートアップ企業等の株式のセカンダリー取引として、株主コミュニティ銘柄を取引することは難しいとの指摘があるとし、対象顧客がリスク許容度や投資判断能力の高い者に限られる場合などの株主コミュニティ銘柄の価格情報を含む取引情報の公表の見直しも検討項目とされています。

⁷ 登録 PTS のうち、PTS 運営事業者の顧客以外の顧客も対象にした PTS 業務を指す概念。

⁸ 登録 PTS のうち、PTS 運営事業者の顧客のみを対象にした PTS 業務を指す概念。

(8) 原則勧誘禁止の見直し

我が国では、市場仲介者（証券会社等）による非上場株式の勧誘は、日証協の非上場株式の原則勧誘禁止の自主規制のもと、投資者保護を考慮して制度設計された個別の勧誘制度に基づき行うこととされており、スタートアップ企業等への成長資金の供給についても、当該勧誘制度のもとで投資勧誘を行うこととされていますが、この自主規制が証券会社等の関与の支障となっている可能性があり見直すべきであると指摘されています。そこで、非上場株式の勧誘・取引については、投資者保護上必要な措置についても併せて検討を行うことを前提に、原則勧誘禁止から一定の取引制度（投資者保護を考慮して制度設計された取引制度）に基づき勧誘・取引を行う規制体系へ転換する方向で、日証協のワーキング・グループにおいて検討を行い、2025年度中に結論を得ることが示されています。

原則勧誘禁止の自主規制が見直された場合であっても、一定の取引制度に従って勧誘・取引を行うことが求められることになり、市場仲介者に認められる取引態様が大きく変化するものではないと見込まれます。もともと、原則勧誘禁止の規律が解除されることにより、非上場株式の取扱いに関する市場仲介者の意識変革につながる施策であり、市場仲介機能の活性化に資するものと期待されます。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com