

令和 5 年度産業経済研究委託調査事業
(我が国の投資事業有限責任組合の在り方に関する調査)
調査報告書

令和 6 年 2 月 29 日

目次

1. 事業の概要	4
1.1. 本事業の背景・目的	4
1.1.1. 背景.....	4
1.1.2. 目的.....	4
1.2. 本事業の構成	4
1.2.1. 海外におけるファンドを通じた資金供給の実態調査	4
1.2.2. 会計への影響に関する分析調査事業	5
1.2.3. LPS 制度の見直しに係る有識者へのヒアリング調査	6
1.3. 本報告書の構成	6
2. 国内事業者等の事業活動を巡る環境の変化	7
2.1. 資金調達方法の多様化	7
2.2. グローバル展開する国内事業者等の増加	10
2.2.1. グローバル展開する国内事業者等のベンチャー・キャピタルに対するニーズの変化	11
2.2.2. 海外投資家の参入促進	12
3. LPS の現状と課題	13
3.1. LPS の現状	13
3.1.1. LPS 制度	13

3.1.2.	LPS 類似ファンドに係る制度の概要	14
3.1.3.	国内投資家による本邦 LPS 及び海外籍ファンドの利用実態.....	19
3.2.	資金調達方法の多様化に対する LPS 制度の課題等	21
3.2.1.	暗号資産の発行による資金調達の拡大に対する LPS 制度の課題等	21
3.2.2.	合同会社の持分	22
3.3.	グローバル展開する国内事業者の増加に対する LPS 制度の課題	22
4.	LPS 見直しに向けた検討.....	24
4.1.	資金調達方法の多様化への対応.....	24
4.1.1.	暗号資産の取得等に係る投資対象事業の追加	24
4.1.2.	暗号資産の取得等に係る会計に関する対応	25
4.2.	グローバル展開する国内事業者等の増加への対応	26
4.2.1.	事業者の定義.....	26
4.2.2.	海外投資上限規制の緩和.....	26

本報告書は、経済産業省の委託により有限責任 あずさ監査法人が実施した調査結果を取りまとめたものです。私たちは、調査時点で入手した情報に基づき本報告書を適時に取りまとめるよう努めておりますが、本調査報告書の内容は、本調査の対象に含まれない特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものとは限らず、また、情報を受け取った時点及びそれ以降において、その情報の正確性や完全性を保証するものではありません。また、本報告書は委託者である経済産業省に対してのみ提出したものであり、本報告書を閲覧あるいは本報告書のコピーを入手閲覧した第三者の本報告書の利用に対して、有限責任 あずさ監査法人は直接ないしは間接の責任を負うものではありません。

1. 事業の概要

1.1. 本事業の背景・目的

1.1.1. 背景

「投資事業有限責任組合に関する法律」（平成 10 年法律第 90 号。以下、「**LPS 法**」という。）は、国内事業者の資金供給を促進し、その健全な成長発展を図り、もって我が国の経済活力の向上に資することを目的として創設された法律であり、LPS 法に基づき組成された投資事業有限責任組合（以下、「**LPS**」という。）では、有限責任組合員たる投資家から募った出資金を基に、無限責任組合員たる資産運用者が投資・運用等を行うことを通じて、事業者に対して資金供給を行っている。

昨今、日本経済のダイナミズムと成長を促し社会的課題を解決する鍵としてスタートアップが位置付けられ、新しい資本主義の実現のために、スタートアップ支援を抜本的に拡充することが喫緊の課題となっている。

特に数多くのベンチャー・キャピタルが LPS の形態で投資を行っており、LPS 制度が我が国のスタートアップの創出・成長のための重要な役割を果たしているが、近年、スタートアップの資金調達手法の多様化が進展しており、トークン等の発行により資金調達を実施する企業も存在することから、資金決済に関する法律（以下、「**資金決済法**」という。）に規定する「暗号資産」を投資対象とすることも含め検討する必要がある。また、本邦 LPS の外国法人への投資は出資総額の 50%未満に制限されているが、投資先の外国法人の成長や海外市場の動向を国内事業者に還元することによる我が国の成長発展も考慮し、制限の緩和についても検討が必要である。

1.1.2. 目的

上記背景を踏まえ、本邦 LPS の望ましい制度の在り方、特に従来の投資対象とは異なる国内事業者への資金供給手法に関する政策検討の基礎とすることを目的として、海外におけるファンドを通じた資金供給の実態調査、会計への影響に関する分析調査を通じて、論点となる課題を整理し、当該課題に対する解決に向けた検討の内容をとりまとめることが本事業の目的である。

1.2. 本事業の構成

本事業は、主として以下の「海外におけるファンドを通じた資金供給の実態調査」、「会計への影響に関する分析調査」及び「LPS 制度の見直しに係る有識者へのヒアリング調査」の 3 つの業務から構成されている。なお、後述する運用者ヒアリング、業界ヒアリング及び有識者ヒアリングを総称して、単に、「**ヒアリング調査**」という。

1.2.1. 海外におけるファンドを通じた資金供給の実態調査

海外におけるファンドを通じた資金供給の実態調査では、LPS 制度の課題を国際比較の観点から整理することを目的として、外国の法令に基づくファンドの文献調査及び整理（1.2.1.1）、外国の法

令に基づくファンドの国内運用者等へのヒアリング調査（1.2.1.2）及び外国の法令に基づくファンドと LPS の活用の傾向に関する調査（1.2.1.3）を行った。

1.2.1.1. 外国の法令に基づくファンドの文献調査及び整理

米国、欧州、アジアで活用されている以下の調査対象国（地域）の法令に基づく本邦 LPS に類似した形態のファンド（以下、「**LPS 類似ファンド**」という。）について、当該ファンドに関する法制（設立方法、構成員、投資対象事業の要件等）や当該ファンドに適用される金融規制等の文献調査を行った。

- ケイマン諸島
- 米国（デラウェア州）
- シンガポール
- EU（運用者に係る規制）
- アイルランド
- ルクセンブルグ

1.2.1.2. 外国の法令に基づくファンドの国内運用者へのヒアリング調査

LPS 類似ファンドの国内運用者等にヒアリング調査（本報告書において、「**運用者ヒアリング**」という。）を行った。

1.2.1.3. 外国の法令に基づくファンドと LPS の活用の傾向に関する調査

国内に拠点のある LPS 類似ファンドと、本邦 LPS について、外部データベースを活用して比較調査（以下、「**比較調査**」という。）し、それぞれの傾向を把握するとともに、差分の要因を分析した。

1.2.2. 会計への影響に関する分析調査事業

本邦 LPS が行うことのできる事業内容に新たな投資資産を位置づける場合における影響を把握するため、新たな投資資産に関するニーズ等に関する調査（1.2.2.1）、新たな投資資産に関する勘定項目及び評価手法の調査（1.2.2.2）に関する調査を行った。

1.2.2.1. 新たな投資資産に関するニーズ等に関する調査

本邦 LPS が新たな投資資産に投資を行う場合のスキーム及び適用される法令を整理するとともに、当該投資資産について、関連する企業や業界団体にヒアリング調査（本報告書において、「**業界ヒアリング**」という。）を行い、投資運用の実態、ニーズ等を整理した。

1.2.2.2. 新たな投資資産に関する勘定項目及び評価手法の調査

本邦 LPS が新たな投資資産に投資できるようになると仮定した際に、LPS の財務諸表等（貸借対照表、損益計算書及び業務報告書並びにこれらの附属明細書）に追加する必要がある勘定項目と資産の価値を評価する手法として準拠することが想定される基準について整理した。

1.2.3. LPS 制度の見直しに係る有識者へのヒアリング調査

LPS 制度の見直しに係る検討において、前提となる環境の変化、LPS 制度の現状と課題及び同制度の見直しに向けた検討内容について、有識者にヒアリング調査（本報告書において、「**有識者ヒアリング**」という。）を行った。

1.3. 本報告書の構成

本報告書は、近年の国内事業者等の事業活動を巡る環境の変化について整理したのち、本邦 LPS の現状と当該変化への対応に向けた課題について整理するとともに、LPS 制度の見直しに向けた検討内容について取りまとめている。

2. 国内事業者等の事業活動を巡る環境の変化

近年、国内を拠点とする国内法人及び国内に居住する者が起業・経営する事業者（以下、「**国内事業者**」という。）の事業活動及び資金調達を巡る環境にいくつかの大きな変化が生じている。

一点目として、海外を含む事業者、特に、スタートアップを中心に資金調達方法の多様化が進んでいる。新たな資金調達方法としては、まず、株式や債券よりも発行が容易な暗号資産を用いた資金調達が挙げられる。また、従来の株式等ではなく合同会社の持分を用いた資金調達に対する関心が高まっている。

二点目として、国内事業者の事業活動のグローバル化が進展していることが挙げられる。典型的な傾向としては、事業を展開する市場として日本市場のみをターゲットとするのではなく、より大きな事業拡大を見据えてグローバル市場をターゲットとする国内事業者が増えている。

本報告書では、国内事業者が経営を実質的に支配する外国法人や日本人や日本企業が経営に重要な影響を及ぼす外国法人についても、一義的には「国内事業者」に該当しないものの国内事業者に準ずる者として捉え、「国内事業者」と合わせて「**国内事業者等**」と定義する。

また、グローバル展開を志向する国内事業者等を中心に、グローバル展開を支える助言能力やネットワークを有するベンチャー・キャピタルに対するニーズが高まっている。

2.1. 資金調達方法の多様化

近年、いわゆる Web3.0 関連の事業を展開する海外スタートアップを中心に、暗号資産を活用して資金調達する事例が増えている¹。

例えば、ヒアリング調査においても「暗号資産の発行による資金調達が増えている」（IVC）といったコメントが聞かれたほか、一般社団法人日本暗号資産ビジネス協会（以下、「**JCBA**」という。）が公表した「Web3.0 系スタートアップ及び Web3.0 系 VC についての実態調査」²及び「LPS による暗号資産の取得及び保有に関する提言」³（以下、総称して、「**JCBA 提言書**」という。）においても、Web3.0 系スタートアップの過半数が本体又は子会社等において暗号資産を発行しているか発行を予定しているというアンケート結果が示されている。

場合によっては、ベンチャー・キャピタルが投資先企業から購入するものが暗号資産であるだけでなく、投資先企業への払込資金が流動性の高い暗号資産や資金決済法に規定する電子決済手段に相当するいわゆるステーブルコインであるケースもある。

このような暗号資産等を活用する資金調達に対応できないベンチャー・キャピタルは、ヒアリング調査における下記のコメントのように、投資対象となるスタートアップの選択肢に制約が生じ始めている。

- 業界によっては暗号資産の取得が最初の入り口という業界もあり、トークンを取得できないと投資対象・機会を逸する場合もある。（JCBA）

¹ The Block（<https://www.theblock.co/post/268972/crypto-vc-funding-2023-recap>）によると、2023 年は 2021 年 2022 年より減少しているものの 2020 年以前と比較して高水準が継続している。

² https://cryptocurrency-association.org/cms2017/wp-content/uploads/2023/12/20231226_lsp-001.pdf

³ https://cryptocurrency-association.org/cms2017/wp-content/uploads/2023/12/20231226_lsp-002.pdf

また、暗号資産の発行による資金調達や暗号資産を用いた事業活動を行おうとする国内事業者が海外に移転⁴したり、海外で起業⁵したりする事例が増えている。

- 日本人の起業家がドバイやシンガポールに集まっているということは、起業家から聞いたことがある。（一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会（以下、「JVCA」という。））
- 国内事業者は日本国内での暗号資産の発行を諦め、ベンチャー・キャピタルはトークンによる投資をするために海外でファンドを組成するケースが増えている。このままでは、国内の産業育成の空洞化につながってしまう。（JCBA）
-

暗号資産の発行による資金調達が広がる背景としては、暗号資産のようなブロックチェーン技術を活用するトークンは、従来の株式や債券と比較して発行や移転、特にクロスボーダーでの移転が容易であることが挙げられる。こうした特性もあり、暗号資産の発行による資金調達は、比較的アーリーステージのスタートアップによる利用や、ステージに関わらず機動的な資金調達に利用される傾向があるほか、事業活動とのシナジー効果といった単なる資金調達以外の目的も含めて発行されることも多い。

このことは、ヒアリング調査における下記のようなコメントからも確認できる。

- IEO（Initial Exchange Offering）⁶は、IPO（Initial Public Offering：新規株式公開）⁷に比べて上場時期が早いことが特徴。トークンを用いることで、会社としての資金調達に加え、プロジェクト単位の機動的な資金調達が可能となる⁸。（JCBA）
- 株で調達すればよいのではないかと議論があるが、単なる資金調達目的だけでなく、初期ユーザーの獲得を目的として、トークンを発行しているプロジェクトが多い。ユーザーを集めたい・ファンコミュニティを形成したいという思惑がある。（JCBA）
- 初期に多額の資金調達をしなくとも、コンテンツ等の価値が認められれば、NFT等のトークンを先行して販売し、調達した資金で開発チームを組成してゲームを開発するというこれまでではできなかったビジネスモデルが可能になる。（JCBA）

事業者側から見ると、暗号資産を活用する資金調達は、資金調達方法の選択肢が広がりより適切な時期に適切な方法による資金調達が可能となるほか、単なる資金調達にとどまらず、暗号資産/トークン保有者によるコミュニティの形成等事業活動と連携させることが容易であるなどメリットが多い。このため、適切に暗号資産を活用できる環境を整備することにより、国内事業者等の事業環境が大きく改善されると考えられる。

現時点では、単純なトークンの発行や移転以外の部分でのオペレーションや法的安定性、慣れとい

⁴ 例えば、Stake Technologies Pte. Ltd.（<https://stake.co.jp/en/company/>）がある。

⁵ 例えば、OASYS Pte. Ltd.（<https://www.oasys.games/>）がある。

⁶ 暗号資産交換業者が発行者に代わって暗号資産の販売を行う資金調達方法。

⁷ 東京証券取引所グロース市場の上場審査基準において、形式要件の一つとして1か年以前から株式会社として継続的に事業活動をしていることがある。

⁸ 例えば、HashPaletteが発行するELFトークン（暗号資産）は、現在開発中のゲーム「The LAND」内で利用可能。したがって開発中のゲームの資金調達を行っている。ホワイトペーパー：https://storage.googleapis.com/studio-design-asset-files/projects/Kwa542dlqX/s-1x1_d4561ace-9047-4b75-9608-49d19789ec88.pdf、開示情報：<https://bitflyer.com/a/0444fc29c7ed02ae7a5b1160784872c5.pdf>

ったエコシステムまで含めた総合的な利便性において、従来の株式や債券が一定の優位性を確保しているものの、暗号資産の発行による資金調達、従来の株式や債券では対応が難しいアーリーステージのスタートアップやプロジェクト単位での機動的な資金調達等のトークンが優位性を持つ領域を中心に当面ニーズが強い状態が続くと考えられる。

他方で、ブロックチェーンという従来の有価証券と異なるアーキテクチャに基づいて提供される暗号資産の機能が広範に、かつ、円滑に活用されるためには、技術的な側面だけでなく、前述の通り、法規制や税制、会計基準を含めこれまで培われてきたエコシステム全体のリニューアルが必要となる。

このことは、ヒアリング調査において、実際にベンチャー・キャピタルが暗号資産によって資金供給を行ううえでの下記のような暗号資産の保管口座の開設、取扱い暗号資産としての届出及び管理する暗号資産が流出した場合の責任等の論点についての指摘するコメントからも確認できる。

- 暗号資産交換業者では組合名義の口座開設を認めていなかったと理解しているが、今後 KYC⁹ の手続きも含めて組合名義の口座開設をどうするかは業界としての問題。（JCBA）
- 暗号資産を投資対象として組合でファンドのストラクチャーを組む場合、その組合の持分は、金融商品取引法の集団投資スキーム持分に該当すると理解。株式等に加えて暗号資産を運用資産として持つ場合には、同法に基づき分別管理する必要がある¹⁰。現行の金融商品取引業等に関する内閣府令に基づく、暗号資産の分別管理方法として、基本的に国内の暗号資産交換業者に対して暗号資産の管理を委託することになると思われるが¹¹、国内の暗号資産交換業者は、当該暗号資産が取扱い可能と認められるまでは、管理の委託を受け入れられない可能性がある。（片岡総合法律事務所）
- ハッキングが起こった場合は、GP の善管注意義務の問題が考えられるが、国内暗号資産交換業者に預けている限りは善管義務を果たしていると考えられるのが論点。GP に対して善管注意義務の責任追及を免責するといった免責条項を設けることが想定されるが、その場合はどのように取り扱われるのか。（JCBA）

⁹ Know Your Customer の略で、一般的に本人確認を行う手続きを指す。

¹⁰ 金融商品取引業者等又は適格機関投資家等特例業者が、主として有価証券又はデリバティブに投資する集団投資スキーム持分の自己運用を行う場合、その運用資産について分別管理が求められる（金融商品取引法第 42 条の 4 条）。この場合、運用資産のうち暗号資産については暗号資産交換業者等に管理を委託することが求められる（金融商品取引業者向けの総合的な監督指針 Ⅲ-2-14 暗号資産等資産に関する留意事項）ところ、「暗号資産交換業者等」には、資金決済法に規定する「暗号資産交換業者」及び「外国暗号資産交換業者」（資金決済法に相当する外国の法令の規定により当該外国において暗号資産交換業登録と同種類の登録（又はこれに類する行政処分）を受けて暗号資産交換業を行う者）が含まれる（資金決済法第 2 条第 16 項、第 17 項）。

¹¹ 一般社団法人日本暗号資産取引業協会（以下、「JVCEA」という。）の自主規制規則上、会員は、新たに暗号資産関連取引の対象として取り扱う暗号資産について、原則として JVCEA に事前に届け出て協会事前審査を受ける必要がある（ただし、一定の要件を満たす会員については、JVCEA がグリーンリストに指定した暗号資産については、事前審査は不要とされる。）（暗号資産の取扱いに関する規則第 5 条）。また、暗号資産交換業者が取り扱う暗号資産については金融庁への事前届出も必要となる（資金決済法第 63 条の 3 第 1 項第 7 号及び同法第 63 条の 6 第 1 項）。

さらに、事業単位での資金調達/供給という観点では、近年、暗号資産以外にも、社員全員が有限責任¹²であることや倒産隔離が確保できること等から、小規模事業を法人化する際などに合同会社を活用するケース¹³が増えている。実際に、近年、株式会社と比較して合同会社の設立件数は急増している。（図表 1 参照）

図表 1：株式会社及び合同会社の法人数（単位：件）

	2012 年	2021 年	増加率
株式会社	2,412,025	2,595,362	7.6%
合同会社	20,728	159,773	770.8%

出典：国税庁 標本調査結果を基に KPMG 作成

2.2. グローバル展開する国内事業者等の増加

近年、グローバル展開を志向するスタートアップが増えている。一般社団法人ベンチャーエンタープライズセンターから刊行されている「ベンチャー白書 2023」（以下、「ベンチャー白書」という。）によると、国内ベンチャー企業の約 20%がすでに海外展開しており、約 57%が今後海外展開をする計画があるとしている。この二つを合わせると、国内ベンチャー企業の 4 分の 3 以上が、すでに海外展開しているか又は海外展開を検討していることになる。

すでに海外展開をしていると回答した企業の展開地域（複数回答可）を見ると、アジアと米国がともに 58%でトップタイとなっている。アジアのうち展開地域としては、中国と東南アジアがトップタイとなっている。経済規模の大きい米国や中国だけでなく、高い成長性が見込まれ地理的にも近接する東南アジアへの展開も相当程度進んでいることが分かる。

このようなグローバル展開志向が高まる背景として、将来的な事業規模の拡大を見据えた場合に、日本市場のみをターゲットとするのではなく、グローバル市場をターゲットとする必要があるという認識が広まってきたことがある。言い換えれば、事業規模の拡大を考えるうえでは、世界における相対的な日本市場の規模や成長性が十分ではないと映るようになってきたと考えられる。

グローバル展開する日本企業経営者が増えてきている中、下記のようなグローバル展開の必要性に関するコメントがあったことから顕著な傾向があることが確認できる。

- 日本の人口も減ってきて、経済状態も停滞していてなかなか将来的に日本経済が大きく成長していくことが見込めないため、日本国内だけでビジネスをしていると、その中でいくら成功してもグローバル的には評価されないという認識はあると思う。（Nasdaq 東京オフィス）

また、近年、グローバル展開を進めるうえでグローバルな知名度獲得や資金調達面で重要なマイルストーンである米国 NASDAQ¹⁴への上場までたどり着く成功事例（図表 2 参照）が出てきたことで、

¹² 会社法第 576 条第 4 項

¹³ 月面開発の事業化に取り組んでいる株式会社 ispace は、2010 年に合同会社ホワイトレーベルスペース・ジャパンを設立し、2013 年に株式会社に組織変更するとともに、社名を現在の株式会社 ispace に変更している。

¹⁴ National Association of Securities Dealers Automated Quotations の略称。NASD（全米証券業協会）が運営する新興企業向け株式市場の名称で、米国の代表的な株式市場の一つ。

当該事例の創業者や資金調達を支えたベンチャー・キャピタル、上場に携わる関係者等を通じて、そうした先行事例に関する情報に触れる機会が増え、新たにグローバル展開を目指すスタートアップが増える好循環が生まれてきたことが挙げられる。

図表 2：2020 年以降に NASDAQ に上場した日本企業¹⁵

会社名	国籍	上場年月日
MEDIROM Healthcare Technologies Inc.	日本	2020/12/29
Yoshitsu Co., Ltd	日本	2022/1/18
HeartCore Enterprise, Inc. ¹⁶	米	2022/2/10
Warrantee Inc.	日本	2023/7/25
AERWINS Technologies Inc. ¹⁷	米	2023/2/6
SYLA Technologies Co., Ltd.	日本	2023/3/31
Early works Co., Ltd	日本	2023/7/25
Pixie Dust Technologies, Inc.	日本	2023/8/1
Lead Real Estate Co., Ltd	日本	2023/9/27
Linkage Global Inc	ケイマン	2023/12/19

出典：公表情報を基に KPMG 作成

グローバル展開を目指すスタートアップが NASDAQ 上場を目指すようになっている要因について、NASDAQ 上場増加の要因は主に三点考えられる。グローバル展開の加速と時間的に早く上場できること、資金調達額が大きくなることもある。また、米国を中心としたグローバルの知名度を上げられるということで、グローバル展開の加速が可能であると考えられ、下記のようなコメントがあった。

- 日本の法人、特に新興企業が NASDAQ 上場を目指す理由としては、ビジネスとして海外に発展していくときに、投資家・マーケットに対するビジリティの観点から日本に上場するよりもメリットがあると判断されている。(Nasdaq 東京オフィス)

2.2.1. グローバル展開する国内事業者等のベンチャー・キャピタルに対するニーズの変化

近年、グローバル展開する国内事業者等が増えるとともに、資金供給を行うベンチャー・キャピタルや資金調達環境に対するニーズが変化している。ベンチャー・キャピタルに対しては、資金面以外の経営や技術面での指導・アドバイス及び有するネットワークに関して、よりグローバル展開に精通していることが求められるようになっている。

また、グローバル展開では、日本市場のみをターゲットとする場合と比較して、一定の顧客・収益基盤を築くまでに必要な資金が増え、収益化までの期間が長くなること等から、相当程度の事業規模・

¹⁵ 所在国（Country）が日本とされている企業。2000～2019 年に上場した日本企業は少なくとも 4 社確認できるがいずれも上場廃止となっている。

¹⁶ 米国デラウェア州に設立されている。

¹⁷ 米投資会社 PONO Capital との De-SPAC 契約により米国法人 AERWINS Technologies Inc.が NASDAQ に上場した。

企業価値になるまで未上場のままで資金調達できる環境に対するニーズが高まっている。企業規模が小さいまま、かつ、赤字であっても IPO により資金調達するという方法も考えられるが、顧客や収益基盤の拡大を優先したい企業にとっては、早期の黒字化のプレッシャーがかかる上場の選択肢は取りにくい。したがって、ファンドによる資金供給は有効であると考えられる。

2.2.2. 海外投資家の参入促進

米国 NASDAQ へ上場する国内事業者等も含めて上場にふさわしい企業価値に達する前の比較的小規模な企業価値の段階で上場する事例が増えている。その一因として、国内において一定の成長を果たした後の段階（レイトーステージ）での大型の資金調達を支える資金供給力が不足しているという課題がある。

グローバル展開を志向する国内事業者に長期・大型の資金調達に対するニーズが高まっている中、ニーズに応える資金供給力を国全体として確保する上では、海外投資家の資金を国内に取り込む必要がある。

3. LPS の現状と課題

3.1. LPS の現状

3.1.1. LPS 制度

LPS 法は、中小未公開企業に投資する投資事業組合の投資家について出資額までしか責任を負わない（有限責任制）よう民法の特則として、平成 10 年に制定された「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」（以下、「**中小有責法**」という。）を前身とし、平成 16 年、大企業や公開企業の株式に投資することが多い事業再生や債権取得や融資の提供といった新たなベンチャー企業支援の手法の出現といった環境の変化に対応するため、原則中小未公開企業に限られていた出資先の制限の緩和や金銭債権の取得や融資等を行うことも可能とする改正（以下、「**平成 16 年改正**」という。）が行われて、現在の「投資事業有限責任組合契約に関する法律」となった。

平成 16 年改正を受けて、LPS 法の目的は、中小有責法の「円滑な資金供給を通じた中小企業等の自己資本の充実等を促進し、その健全な成長発展を図り、もって我が国の経済活力の向上に資すること」から「事業者への円滑な資金供給を促進し、その健全な成長発展を図り、もって我が国の経済活力の向上に資すること」（LPS 法第 1 条）へと改正されている。

3.1.1.1. 資金調達方法の多様化に関連する現行 LPS 制度

LPS 法では、本邦 LPS の投資対象事業が同法第 3 条第 1 項各号に列挙されている。これまでも資金調達方法の多様化を受けて、法改正により投資対象事業が追加されてきた。例えば、平成 16 年改正では金銭債権が投資対象に加わっており、事業再生等の資金調達にも活用できるようになったと考えられる。

前述の通り、近年、暗号資産や合同会社の持分を活用する新たな資金調達方法が広がっている。こうした資金調達環境の変化への対応が課題となっている。

3.1.1.2. グローバル展開する国内事業者等の増加に関連する現行 LPS 制度

グローバル展開志向の高まりを受けて、経営を実質的に支配したり、経営に重要な影響を及ぼしたりする外国法人を通じて海外における事業活動を行う国内事業者等が増えている。これに対して、現行 LPS 法第 2 条では「事業者」について、「法人（外国法人を除く。）及び事業を行う個人」と定義しており「法人」から国内事業者等がグローバル展開において深く関係する外国法人も含めたすべての外国法人が除かれている。

また、LPS 法第 3 条第 1 項第 11 号及び投資事業有限責任組合契約に関する法律施行令第 3 条により、外国法人の株式等の取得価額の合計額は、総組合員の出資総額の 50%未満に制限（以下、「**海外投資上限規制**」という。）されている。LPS 法の逐条解説¹⁸によると、分散投資や投資活動を通じて収集したグローバル情報を踏まえた投資判断及び出資先への経営・技術指導にと

¹⁸ 経済産業省経済産業政策局産業組織課編 投資事業有限責任組合契約に関する法律【逐条解説】（平成 17 年 6 月 1 日改訂） 30-31 頁

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/pdf/konmen.pdf

って有用と認めつつも、LPS 法の主たる目的は我が国の事業者に対する円滑な資金供給にある（LPS 法第 1 条参照）として、当該海外投資上限規制を設けたとされている。

3.1.2. LPS 類似ファンドに係る制度の概要

3.1.2.1. LPS 類似ファンドにおける投資対象資産の範囲に関する制度

下記のように、LPS 類似ファンドについて、リミテッド・パートナーシップ段階では投資対象資産に制限が設けられていないことが大半であり、本邦 LPS のようにリミテッド・パートナーシップ全体に一律で投資制限を設けている類似ファンド法制はない。（図表 3 参照）

他方で、ベンチャー・キャピタル・ファンドとしてリミテッド・パートナーシップが利用される場合であって、金融規制上の緩和措置を受ける場合に、ベンチャー・キャピタル・ファンドの投資対象資産が制限され、暗号資産の取得等が制約される制度がみられる¹⁹。例えば、米国（デラウェア州）、シンガポール及び EU のいずれも、ベンチャー・キャピタル・ファンドとしての金融規制上の緩和や免除を受ける要件として特定の投資対象資産（以下、「**適格資産**」という。）への投資割合を一定以上とする制限が設けられている。このような投資制限を受けるベンチャー・キャピタルの場合、適格資産にはビットコインなどの暗号資産が含まれないため当該暗号資産への投資が制限される。ただし、**Securities** 等の解釈は国ごとに異なっており、特に当該解釈の幅が広い米国²⁰においては、日本であれば暗号資産に分類されるトークンであっても証券（**Securities**）に分類されることにより適格資産となり、ベンチャー・キャピタルが適格資産（日本では暗号資産に該当するもの）として投資を行える可能性がある。（図表 3 参照）

図表 3：類似ファンドにおける投資対象資産の制限の概要及び該当国（地域）の当該制限の内容

（○：制限あり ×：制限なし）

	米国（デラウェア州）	ケイマン諸島	シンガポール	EU	ルクセンブルグ	アイルランド
比較対象リミテッド・パートナーシップ	リミテッド・パートナーシップ ²¹	免除リミテッド・パートナーシップ ²²	リミテッド・パートナーシップ ²³	N/A	スペシャル・リミテッド・パートナーシップ ²⁴	インベストメント・リミテッド・パートナーシップ ²⁵
リミテッド・パートナーシップ段階	×	×	×	N/A	×	×

¹⁹ 法律ではないものの、アイルランドでは監督当局のガイドライン（AIFMD Q&A）においてデジタル資産への投資が制限されている。

²⁰ 例えば、SEC「現物ビットコイン ETP 承認にかかる声明」（2024 年 1 月 10 日）において“the vast majority of crypto assets are investment contracts and thus subject to the federal securities laws.”と述べている。

²¹ デラウェア州改訂統一リミテッド・パートナーシップ法（Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act）デラウェア州改訂統一パートナーシップ法（Delaware Revised Uniform Partnership Act.）

²² 免除リミテッド・パートナーシップ法（Exempted Limited Partnership Act）、パートナーシップ法（Partnership Act）

²³ 2008 年リミテッド・パートナーシップ法（Limited Partnership Act 2008）

²⁴ ルクセンブルグ会社法（Luxembourg law of 10 August 1915 on commercial companies）

²⁵ インベストメント・リミテッド・パートナーシップ法（ILP 法）Investment Limited Partnerships Acts 1994 and 2020

の投資対象資産に関する制限						
ベンチャー・キャピタル・ファンドに係る規制緩和措置の内容	ベンチャー・キャピタル・ファンドのみに投資助言を行う投資顧問業者は登録を免除 ²⁶	N/A	特定要件を満たすファンドのみを運用するベンチャー・キャピタル・ファンド運用業者は行為規制を緩和	適格ベンチャー・キャピタル・ファンドを運用する小規模AIFMへの規制を緩和（概要は後述）	N/A	N/A
ベンチャー・キャピタル・ファンド関連規制の適用対象	ベンチャー・キャピタル・ファンド	N/A	特定要件を満たすファンド	適格ベンチャー・キャピタル・ファンド	N/A	N/A
金融規制上のVCに係る投資対象資産に関する制限	○ （概要は後述）	N/A	○ （概要は後述）	○ （概要は後述）	N/A ²⁷	N/A ²⁸ （ただし、一般的な金融規制上の制限あり。概要は後述）
金融規制上の海外投資制限	×	×	×	×	×	×

金融規制上のベンチャー・キャピタルに係る投資対象資産に係る制限の概要は以下の通り。

米国（デラウェア州）
ベンチャー・キャピタル・ファンドに該当する場合、次に掲げるような投資制限がある²⁹。 ✓ 適格投資又は短期保有以外の資産を取得した直後において、ファンドが継続適用している取得原価又は公正価値で評価した適格投資以外の資産（短期保有を除く）の評価額が、ファンドの出資総額及び未償還の約定資本の合計の 20%以下であること。 ✓ プライベート・ファンドの出資総額及び未償還の約定資本の合計の 15%を超える借入れ、債務の発行、保証の提供その他のレバレッジを生じさせないこと。また、かかる借入れ、債務、保証又はレバレッジは、120 暦日を超えない更新不可能な期間があるものを対象とする。ただし、適格ポートフォリオ企業に対するプライベート・ファンドの投資額を上限とする、適格ポートフォリオ企業の債務に対するプライベート・ファンドによる保証は、120 暦日の制限の対象とはならない。 • 「適格投資」とは次に掲げるものへの投資をいう³⁰。 ✓ プライベート・ファンドが適格ポートフォリオ企業から直接購入した適格ポートフォリオ企業が発行する株式

²⁶ 投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）203(l)(1)

²⁷ EuVECA 規則（以下に定義される。）に依拠する場合には、「EU」の欄に記載の同規則の制約を受ける。

²⁸ EuVECA 規則に依拠する場合には、さらに「EU」の欄に記載の制約を受ける（なお、インベストメント・リミテッド・パートナーシップでは通常同規則に依拠することはない。）。

²⁹ 投資顧問法規則（Investment Advisers Act Rules）275.203(l)-1。投資制限以外にも（潜在）投資家へのベンチャー・キャピタル戦略に従うファンドである旨の表明や投資会社法（Investment Company Act of 1940）に基づく投資会社として登録していないことといった要件がある。

³⁰ 投資顧問法規則（Investment Advisers Act Rules）275.203(l)-1(c)(3)

✓ 前項に定める適格ポートフォリオ企業が発行する株式と引き換えに適格ポートフォリオ企業が発行する別の株式 ✓ 投資会社法 2(a)(24)に規定する「過半数所有子会社」又はその前身である会社が発行する株式であって、前二項に掲げる株式と引換えにプライベート・ファンドが取得するもの。 • 「適格ポートフォリオ企業」とは次に掲げる企業をいう³¹。 ✓ プライベート・ファンドによる投資の時点で、証券取引法（Security Exchange Act）第 13 条若しくは第 15 条(a)に基づく報告義務が課されているか又は外国において取引所若しくは組織化された市場で上場若しくは取引されていない、及び直接または間接に当該報告義務が課されている又は外国において当該取引等されている他の企業と共通の支配下にある若しくは当該他の企業に支配されていない若しくは支配していない ✓ 当該プライベート・ファンドの投資に関連して債務を借り入れたり発行したりせず、当該プライベート・ファンドの投資と引き換えに借入れ又は債務発行の代金をプライベート・ファンドに分配しない ✓ 投資会社、プライベート・ファンド、投資顧問法規則 270.3a-7 に規定されている免除投資会社である発行体、又は商品プールでない

シンガポール
ベンチャー・キャピタル・ファンド運用者（VCFM）は、次の基準を満たすファンドのみを運用できる³²。 (i) 設立後 10 年以内の未上場のベンチャー企業が直接発行する特定商品に、コミットした資本（手数料・費用を除く）の 80%以上を投資する（以下、「適格投資」という。）。 (ii) (i) の要件を満たさない他の非上場事業に、約定資本（手数料及び費用を除く。）の 20%までを投資する。すなわち、当該事業が最初の投資時点で 10 年を超えて設立されていること、及び/又は、当該投資が流通市場における他の投資家からの取得を通じて行われていること（以下、「非適格投資」という。） (iii) ファンドは継続的に取得可能であってはならず、投資家の裁量で償還可能であってはならない (iv) 可能な場合を除き、ファンドは証券先物法で定義されている適格投資家、又はオファーが行われた国の法律に基づく同等クラスの投資家、及び/又は機関投資家にもみ提供される。

³¹ 投資顧問法規則（Investment Advisers Act Rules）275.203(l)-1(c)(4)

³² シンガポール金融管理局「資産運用会社に係るライセンス、登録及び業務に関するガイドライン」Appendix 5 の A5 ベンチャー・キャピタル・ファンド運用者に係る要件（<https://www.mas.gov.sg/-/media/mas-media-library/regulation/guidelines/cmg/guideline-sfa-04-g05-on-licensing-registration-and-conduct-of-business-for-fund-managers/guidelines-on-licensing-registration-and-conduct-of-business-for-fmcs-29nov23.pdf>）

EU

AIF³³の運用者は、原則としてオルタナティブ投資ファンド運用者指令³⁴（以下、「AIFMD」という。）に基づき AIFM として本国当局の認可を受けなければならない、同法の認可要件や行為規制の適用を受ける。³⁵しかし、小規模 AIFM の要件を充たす運用者には AIFMD の適用が原則排除され³⁶、このような運用者は、「適格ベンチャー・キャピタル・ファンド」の運用者として本国当局の登録を受けて、欧州ベンチャー・キャピタル・ファンド規則³⁷（以下、「EuVECA 規則」という。）により軽減された規制の下、パスポート制度を利用して適格ベンチャー・キャピタル・ファンドを販売することができる³⁸。

「適格ベンチャー・キャピタル・ファンド」は、ファンドの総出資額及び未履行コミットメントの 70%以上を適格投資資産に投資しなければならない。

「適格投資資産」は適格ポートフォリオ事業体に係る一定の資産をいい、主なものは以下のとおり。

- (a) 適格ポートフォリオ事業体が発行したエクイティ証券（直接に取得したもの）
- (b) 適格ポートフォリオ事業体を過半数子会社とする事業体が発行したエクイティ証券で、適格ポートフォリオ事業体の発行するエクイティ証券と引換えに取得されたもの
- (c) 既に適格投資資産を有する適格ポートフォリオ事業体に対する融資（上限あり）
- (d) 他の適格ベンチャー・キャピタル・ファンドに対する持分（一定の制限あり）

暗号資産は上記の「エクイティ証券」等に当たらず、適格投資資産に含まれないと解されている³⁹。

「適格ポートフォリオ事業体」は概要、初回投資時点で以下のいずれかに該当する事業体をいうが、EU 域外の企業には追加的要件が適用される。

³³ 集団投資事業（その投資コンパートメントを含む。）であって、(i) 投資家の利益のために定めた投資方針に従った投資を目的として複数の投資家から資金を調達し、かつ (ii) UCITS 指令第 5 条に基づく認可を必要としないものをいう

（AIFMD 第 4 条(1)(a)）。クローズド・エンド型の投資ファンドの多くはこれに該当する。

³⁴ 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers（その後の改正を含む。）

³⁵ 認可要件として、当初資本金 125,000 ユーロ（外部運用者）又は 300,000 ユーロ（内部運用者）以上が必要（AIFMD 第 6 条(1)、第 7 条(1)、第 8 条(1)(b)、第 9 条）。AIFMD の適用を受ける AIFM には、①ポートフォリオ運用業務の委託先の制限（認可又は登録を受けた運用業者に限られる）、②預託機関の選任義務等が適用される（AIFMD 第 20 条(1)(c)(d)、第 21 条等）。AIFMD のパスポート制度による AIF の販売はプロ投資家に対してのみ可能（AIFMD 第 31 条(1)、(6)等。「プロ投資家」の定義につき AIFMD 第 4 条(1)(ag)）。

³⁶ AIFMD 第 3 条。小規模 AIFM は、運用資産額 1 億ユーロ以内、又は運用資産額 5 億ユーロ以内で所定のレバレッジ・償還制限を有する AIFM。

³⁷ Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European venture capital funds（その後の改正及びこれらを補足する Commission Delegated Regulation (EU) 2019/820 を含む。）

³⁸ EuVECA 規則第 2 条、第 4 条、第 14 条、AIFMD 第 3 条(3)。適格ベンチャー・キャピタル・ファンド運用者の資本要件として、当初資本金 50,000 ユーロ以上が必要（EuVECA 規則第 10 条）。当該運用者がペーパーカンパニーになるような外部委託は禁止されるが（EuVECA 規則第 8 条）、運用業務委託先のライセンス要件や預託機関の選任義務はない。EuVECA 規則のパスポート制度に基づく適格ベンチャー・キャピタル・ファンドの販売は、①プロ投資家のほか、②100,000 ユーロ以上の投資をコミットし、かつ投資リスクを認識している旨の書面を提出した投資家、及び③運用者の役職員に対して行うことができる（EuVECA 規則第 6 条）。

³⁹ 2024 年 1 月 22 日時点の Maples & Calder の回答。

- | |
|---|
| <p>(i) 第二次金融商品市場指令⁴⁰（以下、「MiFID II」という。）に定義される規制市場及び多角的取引システムで取引を認められておらず、かつ従業員数 499 人以下</p> <p>(ii) MiFID II に定める中小企業で、MiFID II に定める中小企業成長市場に上場している</p> |
|---|

⁴⁰ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU

アイルランドにおいては、ベンチャー・キャピタル・ファンドに限定しない一般の金融規制上の制限として、概要以下の投資対象資産の制限が存在する。

アイルランド
インベストメント・リミテッド・パートナーシップは、対象とする投資家により適格投資家オルタナティブ投資ファンド（QIAIF）とリテール投資家オルタナティブ投資ファンド（RIAIF）に分けられる。 アイルランド中央銀行のガイドラインにより、QIAIF によるデジタル資産⁴¹への直接投資は認められないが、一定の基準を満たす間接投資は認められる。RIAIF によるデジタル資産への投資が認められる可能性は極めて低い。 一定の不動産投資ファンドには負債割合の制限が適用される。

3.1.2.2. LPS 類似ファンドにおける海外投資上限規制等に類する制度

前述の通り、LPS 類似ファンドについて、リミテッド・パートナーシップ段階では投資対象資産制限が設けられていないことが大半である一方、金融規制上は、規制緩和措置を受ける要件として投資対象資産に制限を設けているケースはある。ただし、投資対象事業を国内と海外に分類したうえで海外投資比率を制限するような制度を導入している LPS 類似ファンドはない。（図表 3 参照）

3.1.3. 国内投資家による本邦 LPS 及び海外籍ファンドの利用実態

現状、本邦 LPS は、概ね国内投資家が国内事業者を対象に投資するピークルとして使われている。このことは、ヒアリング調査における本邦 LPS の投資家に関するコメントからもうかがえる。

本邦 LPS の投資家 - 日本向けのシードファンドは、投資家も投資先も 100%国内（Headline Asia） - 国内ファンドは、国内投資家の金融機関と事業会社が大半（ジャフコ） - 国内ファンドの投資家は、ほぼ国内投資家（アドバンテッジパートナーズ） 本邦 LPS の投資対象企業 - 投資対象は、国内の事業会社が中心（IA パートナーズ） - 国内のファンドの投資対象は、ほぼ国内企業（アドバンテッジパートナーズ） - 国内ファンドは、主に国内企業（ジャフコ） 海外投資上限規制の影響について - 海外投資上限規制のために、LPS 法施行後に民法組合を組成したことがあった。（ジャフコ）
--

また、比較調査においても、下記のように本邦 LPS の投資先企業の約 86%が日本所在企業であることが確認できる。（図表 4 参照）

⁴¹ 同ガイドラインにおける「デジタル資産」（digital assets）とは、(1)電磁的形態で存在する資産であって、主として暗号及び分散型台帳又はこれに類する技術により保有者としての権利が付与されるもののうち、(2)無形の又は非伝統的な原資産を裏付けとするものをいう（すなわち、金融商品等の伝統的な原資産の価値に連動する、トークン化された伝統資産はこれに含まない。）（AIFMD Q&A 第 49 版 ID1145 第 1 段落）

https://www.centralbank.ie/docs/default-source/regulation/industry-market-sectors/funds/aifs/guidance/ga/49-edition-of-aifmd-ga.pdf?sfvrsn=a1869d1d_1

図表 4：日本を本籍地とする Limited Partnership ファンドの投資先企業の所在地別投資先企業数

投資先企業所在地					
日本	アジア（除く日本）	欧州	米国	その他	合計
4309	389	86	187	24	4995

出典：Preqin を基に KPMG 作成

他方で、ベンチャー白書によると、国内のベンチャー・キャピタルは、2022 年度に国内向け 2,222 億円（前年比 18.0%減少）及び海外向け 933 億円（前年比 33.5%増）を投資しており、一定程度海外投資を行っている。前述の本邦 LPS の投資先が基本的に日本所在企業であるという点とかけ合わせると、国内投資家による海外企業への投資は、主として本邦 LPS 以外のファンド（例えば、海外籍ファンド）を通じて行われていると考えられる。このことは、国内運用業者とのヒアリング調査における海外籍ファンドの投資家に関するコメントからもうかがえる。

- 国内投資家が海外籍ファンドを通じて海外投資することがある。（アドバンテッジパートナーズ）
- アジアファンド（ケイマン籍）は、国内投資家中心で、投資先は 100%海外企業
- 北米ファンド（デラウェア籍）及びアジアファンド（ケイマン籍）は、それぞれ現地企業に投資しており、それぞれ一部に国内投資家が入っている。

なお、国内投資家が海外籍ファンドを通じて海外投資を行う場合、日本に主たる事務所のある運用業者の海外籍ファンド、又は海外に主たる事務所があり日本には従たる事務所がある運用業者の海外籍ファンドの利用が想定される。この点、比較調査では、「日本に主たる事務所を置く運用業者」（以下、「**国内運用業者**」という。）と「日本に従たる事務所を置く運用業者」（以下、「**海外運用業者**」という。）に分けて分析しているが、国内運用業者が運用する海外籍ファンドの投資先企業の約 75%が日本所在企業であり、海外企業への投資という機能は強くない。このことから、国内投資家がファンドを通じて海外投資を行う場合、海外に事務所のある運用業者の海外籍ファンド（海外運用業者）を通じて行っているケースが多いと考えられる。（図表 5、図表 6 及び図表 7 参照）

図表 5：日本に事務所のある運用業者の本籍地別 Limited Partnership ファンド数

本籍地	日本に主たる事務所のある運用業者	日本に従たる事務所のある運用業者
シンガポール	0	25
アイルランド	0	11
ルクセンブルク	1	122
ケイマン諸島	83	1135
デラウェア州	4	2856

資産クラス：プライベート・エクイティ、プライベート・デッド、不動産、インフラ、天然資源、ヘッジファンド

出典：Preqin を基に KPMG 作成

図表 6：日本に事務所のある運用業者の投資先企業数

	日本に主たる事務所のある運用業者	日本に従たる事務所のある運用業者
投資先企業数	590 社	6954 社
（うち日本企業）	（448 社）	（221 社）

出典：Preqin を基に KPMG 作成

図表 7：日本に事務所のある運用業者の所在国別投資家数の上位国

	日本に主たる事務所のある運用業者		日本に従たる事務所のある運用業者	
	国名	投資先企業数	国名	投資先企業数
国別投資家数	1.日本	59	1.米国	1604
	2.米国	32	2.欧州	153
	3.英国	7	3.英国	107
			4.アジア	53
			5.スイス	47
			6.日本	40

出典：Preqin を基に KPMG 作成

3.2. 資金調達方法の多様化に対する LPS 制度の課題等

3.2.1. 暗号資産の発行による資金調達の拡大に対する LPS 制度の課題等

3.2.1.1. 暗号資産の発行による資金調達の拡大

前述の通り、近年、いわゆる Web3.0 関連の事業を展開するスタートアップを中心に暗号資産の発行による資金調達が広がっている。これに対して、現行 LPS 法上、投資対象事業として暗号資産の取得等が含まれていないことから、本邦 LPS が暗号資産の取得等によりスタートアップを含む国内事業者等に資金供給を行うことはできない。このため、本邦 LPS に基づくベンチャー・キャピタル等は、暗号資産の発行による資金調達を行う企業を投資対象の選択肢から外さざるを得なくなっており、こうした資金調達方法の多様化という潮流に対応できないという課題が生じている。

国内事業者の観点では、国内では適切な資金調達が行えないことになり、海外に移転するか、資金調達を諦めるかという選択につながる。後者については、他の資金調達手段が見つけられなければ、起業や事業継続そのものを断念することになる。JCBA 提言書においても「LPS による暗号資産の取得及び保有が認められていないことは、LPS による Web3.0 系スタートアップへの資金供給を阻害する要因になっていると思いますか。」という質問に対して、70%の回答者⁴²が「そう思う」という回答し、「どちらかというと思う」の 25%と合わせると、95%が本邦 LPS において暗号資産の取得等ができないことによる資金供給の阻害を認めている。

このことは、ヒアリング調査において、下記のような業界ニーズに関するコメントからも確認できる。

- トークンや株式は、企業・プロダクトの価値を取得する方法でしかなく、経済的な観点から考えると、投資する価値があるプロダクトを提供している対象に投資できるか否かが論点であるが、現時点では、投資対象がトークンによる資金調達を行っている場合、価値があると判断したとしても投資しないという判断をせざるを得ない。(JCBA)

⁴² 回答者の属性は、Web3.0 系スタートアップ 34%、ベンチャー・キャピタル 20%、法律事務所・監査法人・税理士法人等 14%、暗号資産交換業者 13%、その他 20%となっている。

- 2、3 年ぐらいの冬の時代で、Web3.0 領域で新しいスタートアップをやるという動きは鈍くなってきたが、2023 年の年末ぐらいから復活してきた流れで、そこで先行者としてチャレンジしていた方々が、息を吹き返してきた動きも聞いている。(JVCA)
- (暗号資産を活用して LP 出資するニーズについて) 一部の事業会社や CVC の方々がこの領域にしっかり投資をして行くという前提で、自身の BS で暗号資産を持っていて、その暗号資産を介して LP 出資をするという動きは、一部のクリプト系やフィンテック系の上場企業なり、ゲーム系の上場企業で想定されるのではないか。(JVCA)

3.2.1.2. 暗号資産を投資対象資産に追加する場合の LPS 制度以外の論点

暗号資産を投資対象資産に追加する場合、単に LPS 法第 3 条第 1 項に暗号資産の取得等を追加するだけでは、実際に本邦 LPS が、国内事業者等が発行する暗号資産を取得等できるわけではない。本邦 LPS が暗号資産の取得等を行うにあたっては、下記のような論点が存在する。

- LPS (及びその GP) の暗号資産の取得及び管理の暗号資産交換業該当性
- 投資対象暗号資産を発行する事業者が LPS に当該暗号資産を有償譲渡する行為の暗号資産交換業該当性
- 金融商品取引法の分別管理義務。とりわけ、LPS が暗号資産交換業者等に管理を委託する場合、JVCEA による審査及び金融庁への届出のため、速やかな取扱いが出来ない可能性がある
- 上記暗号資産交換業者に LPS の組合員の肩書き付き名義での口座開設ができない可能性
- LPS が取得等する暗号資産に関する LPS 会計基準が明確ではない

上記論点のうち本邦 LPS による暗号資産の取得等に係る会計基準の明確化という課題がある。

3.2.2. 合同会社の持分

なお、前述の通り、企業ではなく事業単位で資金調達を行う方法として現時点では合同会社が使われることが多い。合同会社の場合、一定の投資者保護に係る制度が整備されているほか、株式会社への組織変更⁴³が可能でありエグジットにつなげやすいというメリットがある。

合同会社の持分については、LPS 法第 3 条第 1 項各号に規定されておらず、本邦 LPS が合同会社の持分を取得等することはできない。

3.3. グローバル展開する国内事業者の増加に対する LPS 制度の課題

前述の通り、グローバル展開する国内事業者等が増えている。これに対して、本邦 LPS は、LPS 法における事業者の定義から外国法人が除かれていること及び海外投資上限規制により、グローバル展開の一環として設立される外国法人に対する資金供給に制約がある。

また、近年、グローバル展開する国内事業者等が増えるとともに、ベンチャー・キャピタルに対して、資金面だけでなく、グローバル展開を支える経営や技術面での指導・アドバイスの能力及び海外における

⁴³ 会社法第 781 条

ネットワークが求められるようになっていくところ、グローバル展開を支える経営及び技術に関する知見並びにネットワークの蓄積が十分あるベンチャー・キャピタルも存在するものの十分ではないベンチャー・キャピタルも存在している。

4. LPS 見直しに向けた検討

4.1. 資金調達方法の多様化への対応

4.1.1. 暗号資産の取得等に係る投資対象事業の追加

前述の通り、ブロックチェーン技術の発達とともに、従来の株式や債券よりも発行や移転が容易な暗号資産を用いた資金調達方法が海外スタートアップ、特に Web3.0 関連の事業者を中心に広がっている。さらに、ゲームやコンテンツ等のエンターテインメント系⁴⁴や通信系等⁴⁵の大手上場企業や伝統的な金融機関の Web3.0 市場への参入が続くなか、市場全体が発展段階に入りつつある。そのような事業環境の下、今後、暗号資産の発行による資金調達のニーズは、Web3.0 関連事業者以外の事業者への面的な広がり、資金調達金額全体の量的な増加が見込まれる。

暗号資産の発行による資金調達は、株式発行による資金調達として比較して投資対象の設定の自由度が高いため、企業全体の信用力に限らず個別事業（プロジェクト）等の限定された範囲の信用力に基づく資金調達が実施できるという利点がある⁴⁶。こうした特性から、従来の資金調達方法と比較して小規模の資金調達や短期間での資金調達に優位性があり、比較的アーリーステージのスタートアップの利用やステージに関わらず機動的な資金調達に利用される傾向がある。

このため、暗号資産の発行による資金調達の環境を整備することは、スタートアップを中心に国内事業者の事業の立上げを促進するとともに、機動的な資金供給を通じた事業の成長発展を支えることにつながると考えられる。

この点、JCBA 提言書においても、「LPS による暗号資産の取得及び保有を可能とすることによりもたらされる日本のスタートアップエコシステムへの有益な効果」という質問に対して、「日本における Web3.0 系スタートアップの起業が盛んになる効果」という回答が最も多いことから確認できる。

資金供給者側の観点では、前述の通り、本邦 LPS は、LPS 法上暗号資産の取得が認められていないため、投資価値があると判断しても、事業者が暗号資産の発行により資金調達する限り投資できない状況にある。このため、こうした資金調達方法に対応できないベンチャー・キャピタルは、投資対象となるスタートアップの範囲が制限されるほか、投資家の出資を募る場面においても不利となる可能性がある。

こうした資金調達方法の多様化という課題に対して、本邦 LPS が取得等可能な資産に暗号資産を追加することにより、国内事業者等の暗号資産の発行による資金調達に対する円滑な資金供給が可能となり、起業の増加やスタートアップの事業展開を支えるとともに、我が国経済の活性化につながると考えられる。ただし、LPS 法において取得等可能とすべき暗号資産は、事業者への円滑な資

⁴⁴ 例えば、[https://www.jp.square-](https://www.jp.square-enix.com/company/ja/news/2023/html/f73c25e5a538904d4462371103c30e7e9999c002.html)

[enix.com/company/ja/news/2023/html/f73c25e5a538904d4462371103c30e7e9999c002.html](https://www.jp.square-enix.com/company/ja/news/2023/html/f73c25e5a538904d4462371103c30e7e9999c002.html) がある。

⁴⁵ 例えば、<https://news.kddi.com/kddi/corporate/newsrelease/2023/03/07/6588.html> がある。

⁴⁶ 他方で、ヒアリング調査において、事業が企業全体から倒産隔離されているわけではなく、一部の事業のみを対象としているものの当該事業に係る責任財産のみが引当になっているわけではない。株式や融資と比較して、コベナントの規定もなく役員派遣や共益権等の権利も付与されていない等、出資者側でとり得るリスク低減措置が限られるため、ハイリスクの投資になりやすく、目利き力やインナーサークルに入り込む等の手当てが重要となる（片岡総合法律事務所）、とのコメントがあった。

金供給を行うという法目的に照らし、資金決済法に規定する全ての暗号資産ではなく、あくまで資金決済法に規定する暗号資産のうち、事業者（自社において、あるいは第三者を通じて又は協力して）が発行する暗号資産に限られると考えられる。

以上を踏まえると、LPS 法第 3 条第 1 項において事業者（自社において、あるいは第三者を通じて又は協力して）が発行する暗号資産を投資対象資産として追加することが考えられる。

4.1.2. 暗号資産の取得等に係る会計に関する対応

本邦 LPS が暗号資産を取得等することを可能とすることに伴う論点として、本邦 LPS が暗号資産を取得等する際の会計について検討することが考えられる。

4.1.2.1. 暗号資産

投資事業有限責任組合会計規則（以下、「**LPS 会計規則**」）⁴⁷第 7 条において財務諸表上で投資の部の資産の性質を示す名称として、「株式、債券」が例示されているところ、同条において「暗号資産」の例示を追加する必要性の検討に当たり、他の会計規則⁴⁸も考慮することが考えられる。

ただし、LPS 会計規則第 2 条第 1 項第 5 号のその他一般に公正妥当であると認められる会計の原則に従うのであれば、実務的には暗号資産を取得している場合、重要性が高ければ独立した勘定項目として性質に応じて表示することになると考えられる。反対に、重要性が低ければ、実務上、独立した勘定科目により表示することなく、「その他」等の内数として表示することになると考えられる。

暗号資産の保有者による会計処理については、企業会計基準委員会の実務対応報告第 38 号「資金決済法における暗号資産の会計処理等に関する当面の取扱い」（以下、「**実務対応報告第 38 号**」という。）で定められている。ただし、実務対応報告第 38 号は、暗号資産の会計処理及び開示に関する当面の取扱いを必要最小限の項目に絞って明らかにすることを目的としたものである（実務対応報告第 38 号 第 2 項）ため、暗号資産の保有者による貸借対照表や損益計算書における表示科目については定められていない。

この点、暗号資産を投資目的で保有した場合の表示科目については、「暗号資産取引業における主要な経理処理例示（JVCEA）」（以下、「**暗号資産例示**」という。）が一つの参考になると考えられる。暗号資産例示に記載されている暗号資産に関する勘定科目（大科目）は、「自己保有暗号資産」「利用者暗号資産」「差入保証暗号資産」「貸付暗号資産」の 4 種類であり、それぞれ下記のように定義されている。

大科目	中科目	内容
-----	-----	----

⁴⁷ 投資事業有限責任組合会計規則（20231102 経局第 1 号、令和 5 年 12 月 5 日）

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/2312kaikeikisoku.pdf

⁴⁸ 例えば、会社計算規則第 74 条や財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則様式第五号の二では、計算書類の勘定科目として暗号資産を規定していない。

自己保有暗号資産	保管暗号資産	自己が保有する暗号資産で約定基準により認識したロング・ポジションのうち自社で管理するもの
	預け暗号資産	自己が保有する暗号資産で約定基準により認識したロング・ポジションのうち他の暗号資産取引業者等に預託しているもの
利用者暗号資産	保管暗号資産	暗号資産交換業者に関する内閣府令第 27 条第 1 項第 1 号の規定に基づき、自社で、利用者の暗号資産として自己の暗号資産と区別して管理するもの
	預け暗号資産	暗号資産交換業者に関する内閣府令第 27 条第 1 項第 2 号の規定に基づき、第三者をして、利用者の暗号資産として自己の暗号資産と区別させ、かつ、当該利用者の暗号資産についてどの利用者の暗号資産であるかが直ちに判別できる状態で管理させるもの
差入保証暗号資産		他の暗号資産取引業者等に証拠金（信用取引の保証金を含む。）の代用として差し入れている暗号資産
貸付暗号資産		消費貸借契約による暗号資産の貸付

また、本邦 LPS の性質上、暗号資産例示の想定している暗号資産に関する多様な業務を実施することは想定されにくいと、暗号資産の勘定科目を細分化する必要性も高くないと考える場合、現行の有価証券報告書における作成実務を踏まえ、単に「暗号資産」という名称の科目を設定することも考えられる。

4.2. グローバル展開する国内事業者等の増加への対応

4.2.1. 事業者の定義

前述の通り、国内事業者等がグローバル展開を進める中で経営を実質的に支配したり、経営に重要な影響を及ぼしたりする外国法人を通じて事業活動を行うことが増えている。

上記を踏まえ、LPS 法の対象とする事業者から、一律に外国法人を除くのではなく、国内事業者等のグループ会社等の日本に裨益する外国法人については、外国法人の範囲から除外することで国内事業者のグローバル展開を促進すると考えられる。

4.2.2. 海外投資上限規制の緩和

前述の通り、LPS 類似ファンド法制においても、投資対象と国内と海外で分類し海外投資比率について制限を設ける事例が見られないこともある。

海外投資上限規制を緩和することにより、グローバル展開する国内事業者等の資金調達を支えること等を通じて、本邦 LPS がスタートアップのグローバル展開を経営・技術指導面で支えるための知見の蓄積が促進されることが期待される。

また、投資先の企業の所在する地域を限定した地域特化型のファンドではなく、投資先の企業の事業分野を限定した領域特化型のファンドについて、投資家からの出資を集めやすくなることが期待さ

れる。

- 一定の領域で、例えば医療機器、あるいは創薬ベンチャー、宇宙領域だけを投資するといったファンドになってくれば、投資先地域の制約が取り払われたほうが、お金を集めやすくなるということだと思ふ。海外投資上限規制は緩和された方が、地域特化型ではない、領域特化の GP やファンドを増やしていくという意味で、機会創出にはつながる。(JVCA)

国内事業者のグローバル展開にあたる資金調達としては、①進出先に設立する海外子会社や②開発・生産の拠点や調達先等の外国法人に LPS が出資を行うニーズが想定される。これらの範囲であれば、国内の事業者の成長発展につながり、国内のリスクマネーの海外流出への影響はないと考えられる⁴⁹。

また、前述の通り、国内投資家による海外投資は海外籍ファンド経由で行われていることから、下記のヒアリング調査におけるコメントのように、海外投資上限規制を緩和したとしても、もともと海外籍ファンド経由で行われていた国内投資家による海外投資が LPS 経由に振り替わると考えられる。このため、海外投資上限比率を緩和しても国内事業者等への資金供給が大きく減少するとは言えないと考えられる。

- 国内 LPS からの海外投資比率の制限が緩和されると、これまで海外籍ファンドに投資をしていた国内投資家が、国内 LPS から海外企業に投資する割合が増える可能性がある。(アドバンテッジパートナーズ)
- 国内投資家向けの海外投資ビークルとして GK-TK を選択している。(マーキュリアインベストメント)

これらを踏まえると、海外投資上限規制については、緩和することで、国内事業者のグローバル展開を促進することが考えられる。

以上

⁴⁹ 海外子会社については、親会社である国内の事業者と一体的に運営され、その事業により得られた経済的利益が当該親会社に直接的に帰属し、②開発・生産拠点や取引関係のある外国法人のうち、LPS からの出資を通じて国内の事業者が強い影響力を及ぼすことができ、子会社に準じてその経済的利益が当該国内の事業者へ帰属すると考えられることから、国内の事業者の成長発展につながることが期待される。