

スタートアップ・ファイナンス研究会とりまとめ
～ガバナンス向上とファイナンス手法の多様化を通じた
スタートアップ・エコシステムの拡大～

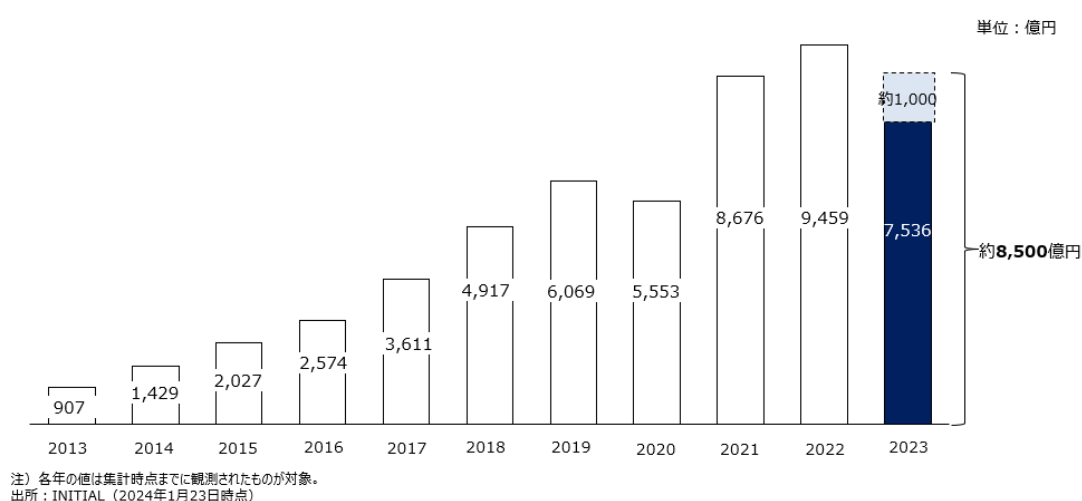
2024 年 6 月 24 日
スタートアップ・ファイナンス研究会

目次

1. はじめに	2
2. 論点の概要	5
3. 個別論点	8
3-1. 通底する重要事項としての「ガバナンス」の考え方	8
3-2. 市場制度 — 未上場市場制度の在り方	10
3-3. 市場制度 — 上場市場制度の在り方	19
3-4. ファンドエコシステム — 投資家層の拡大	28
3-5. ファンドエコシステム — デットファイナンス	43
4. おわりに	52
スタートアップ・ファイナンス研究会 開催状況	53
スタートアップ・ファイナンス研究会 委員名簿	54

1. はじめに

社会課題の解決や雇用創出といった経済成長のドライバーとなるスタートアップを巡る資金調達環境はここ数年で大きく変動しており、アメリカをはじめとする世界的な市況の悪化からスタートアップ投資が落ち込んでいる（例えば、アメリカにおけるベンチャーキャピタル（以下、VC）によるスタートアップ投資は、投資金額及び投資件数ともに2021年が直近のピークであったが、2022年、2023年と2年連続で投資金額及び投資件数共に大きく減少している¹⁾）。その一方、我が国においては、2023年に調達金額総額及び調達社数が前年比で落ち込んではいないものの²⁾、諸外国と比較すると減少幅は抑えられており、相対的には持ちこたえている状況である（図表1）。



図表 1 国内スタートアップの資金調達額³⁾

しかし、2022年に策定された「スタートアップ育成5か年計画」で示された、8,000億円規模であったスタートアップ投資額を5年後（2027年度）に10倍を超える規模（10兆円規模）とするという目標との関係では、大きく飛躍するスタートアップを量・質ともに拡大することが不可欠であり、成長を支える更なる資金調達環境の進化が必要な状況である。また、過去約10年間で10倍程度の規模感までスタートアップ投資額は拡大してきた一方で、欧米における資金供給環境との比較においていまだに日本は投資額の規模が相対的に小さいことから、資金調達環境の進化は道半ばであり、全体の規模の更なる拡張が求められている。

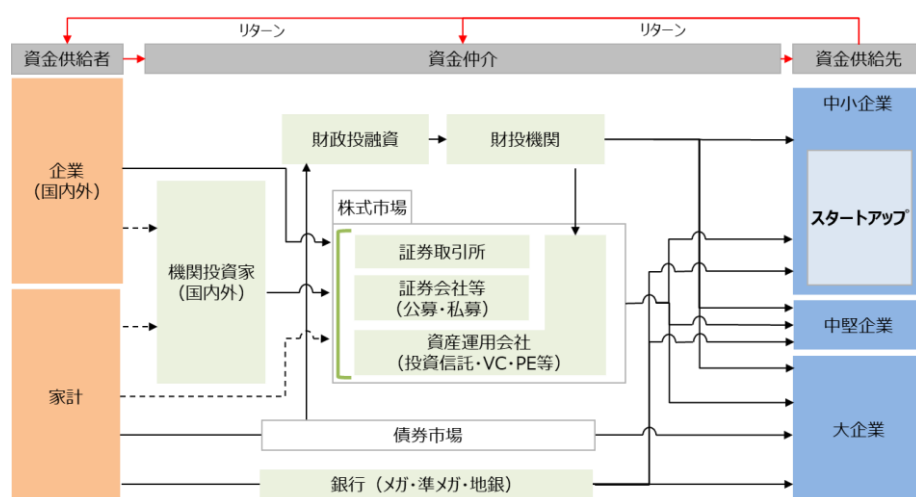
¹ National Venture Capital Association, “NVCA 2024 Yearbook”

² initial, “<https://initial.inc/articles/japan-startup-finance-2023>”

³ 国内スタートアップの資金調達額は、2022年まで順調に増加。世界的に資金調達状況が厳しくなっていることもあり、2023年の調達額は前年度に比べて減少し、7,536億円。全体の資金調達は、後から判明するものを考慮すると、2021年並みの8,500億円程度になる見込み。

このような現状も踏まえ、我が国のスタートアップ・エコシステムの更なる発展のためには、日本の資本市場（未上場市場及び上場市場）や、日本のデットファイナンス・エクイティファイナンスそれぞれのプレイヤー等について、我が国固有の事情も考慮しながら、改めてそのあるべき姿を描くことが重要である。

こうした状況認識の下、本研究会においては、2023年11月以降、資金循環の全体像（図表2）を踏まえつつ、スタートアップの資金調達環境を踏まえた諸課題について議論を行ってきた。



図表 2 資金循環の全体像

本研究会の特徴の一つとして、それぞれ切り分けられて考えられることの多い未上場段階と上場段階について、リスクマネーの循環を促進する観点から、地続きのものとして議論を行うことを強く意識してきたことが挙げられる。その結果、未上場を前提とした成長のみならず、上場後の成長も含め、スタートアップ・エコシステム全体の最適化を目指す視点から、市場制度の改革やファンドエコシステムの改善について議論を行うことができた。

それらの議論を通じ、本研究会では、スタートアップや投資家の置かれる状況の変化等も踏まえた上場前から上場後にかけてシームレスに繋がった市場制度の整備や、（特に未上場レイター段階から上場後にかけて）投資家層が不足する領域におけるファンドエコシステムの構築を通じたファイナンス手法の多様化の重要性が確認された。また、これらの取組を通じて、スタートアップの「ガバナンス⁴の向上」を促すことが、日本の特徴を踏まえたスタートアップ・エコシステムの進化のために重要であるということについて共通認識が得られた。

以下では、本研究会において具体的に議論を行ってきた論点について振り返るとともに、

⁴ 本研究会では、「ガバナンス」について、「中長期の企業価値の向上に向けた適切な意思決定や執行を可能とするステークホルダーを含めた体制構築・マネジメント」と定義して議論を行った。

今後のあるべき姿や政策の方向性を示す。

2. 論点の概要

(1) 前提（我が国のスタートアップ・エコシステムの目指す姿）

スタートアップは、雇用創出や新たな社会課題解決を通じて経済成長のドライバーとなる存在であり、その創出・育成に向けた環境整備は重要である。その際には、スタートアップ・エコシステムにおける「裾野（＝スタートアップの数）」と「高さ（＝スタートアップの時価総額の規模）」の双方の拡大を進めることが求められる。

すなわち、スタートアップは新たな技術やビジネスモデルを武器に、リスクマネーを活用しながら急成長を目指す主体であるが、その中から成功する企業はごく一部に限られており、多くの成功例を創出するため、裾野の広がりが必要になる。また、スタートアップの数が増えるだけでなく、グローバルな競争環境を勝ち抜いて経済成長を牽引できるメガスタートアップ⁵の創出に向けて、スタートアップが大きく成長できる環境整備も重要である。そのようなメガスタートアップの創出は、当該企業による経済成長・雇用創出への貢献や社会課題の解決だけでなく、ロールモデルとして他のスタートアップの創出や成長に寄与するといった効果も期待される。

足下においては、スタートアップ政策の効果も相まって、スタートアップの数は増加傾向であることから、「裾野」の拡大は着実に進みつつあるといえる。他方、大きく成長したスタートアップの創出という「高さ」の観点では、ユニコーン企業数が諸外国と比較して限定的な状況が続いているなど、まだその環境が整ってきたとは言い難い状況である。スタートアップが大きく成長するためには、成長フェーズに応じたより大型のファイナンスの必要性や、上場後の継続的な成長促進の観点から、レイト期から上場後にかけてのファイナンス環境の整備を進めていくことが重要である。

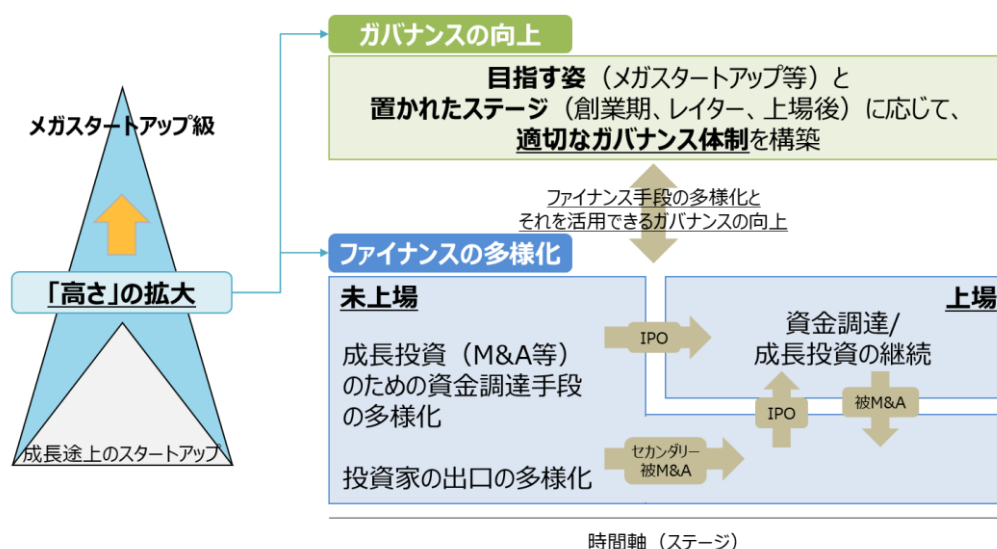
現状では、レイト期から上場後のファイナンスの多くは、VC からの資金調達や IPO 時の資金調達に限定されている。このような状況を改善し、スタートアップ・エコシステムにおける「高さ」を拡大させていくためには、VC や IPO による資金調達を円滑にしていくことに加えて、セカンダリー取引や上場後の資金調達の活性化、M&A の促進といった多様なファイナンス手法の確立を図ることが必要となる。

他方、ファイナンスの多様化を図ったとしても、多様なファイナンスの選択肢を適切に活用できるガバナンスがスタートアップに備わっていなければ、メガスタートアップの創出には繋がらない⁶。また、ガバナンスが備わっていたとしても、活用できるフ

⁵ メガスタートアップには、未上場企業だけでなく、上場後に持続的に高く成長する企業も含むものとする。メガスタートアップに限らず、ローカルスタートアップ、大学発スタートアップ等のように、地域経済への貢献、技術的進歩への貢献等に寄与するスタートアップの存在も重要であることはいうまでもない。

⁶ ガバナンスに関しては、例えば上場維持基準等の見直しにより目指すべき目標を引き上げることで、スタートアップの行動変容を促していくことが重要である。中には、既に高いレベルのガバナンスを備えたスタートアップも存在しており、上場維持基準等に規定される水準を大きく超えた成長を目指すスタートアップが増えていくことが期待される。

ファイナンスの選択肢が限られていると、メガスタートアップへと成長できない。このように、「ファイナンスの多様化」と「ガバナンスの向上」は相互に影響を及ぼし合う関係にあるため、これら双方が実現されるように取り組むことが重要である。

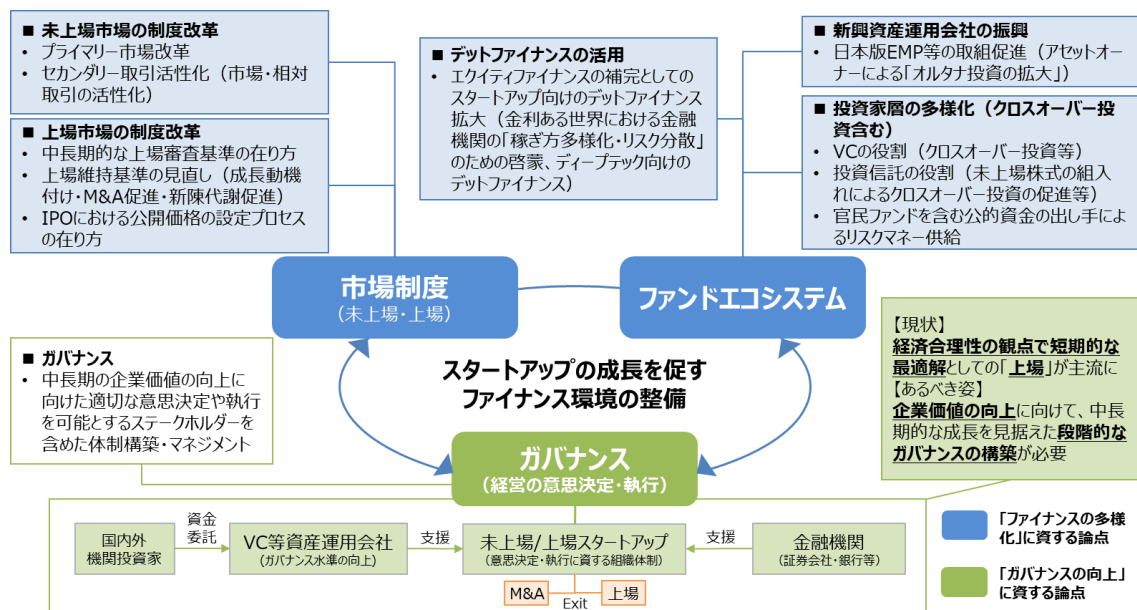


図表3 スタートアップが大きく成長するための環境整備

（2） 論点の全体像

こうした我が国のスタートアップ・エコシステムの目指す姿を念頭に置きつつ、本研究会においては、「市場制度改革（未上場市場・上場市場）」、「ファンドエコシステムの構築」を通じた「ファイナンスの多様化」に関する論点を柱としつつ、スタートアップの「ガバナンスの向上」を促すことの重要性について議論が行われた。

「市場制度」、「ファンドエコシステム」、「ガバナンス」のそれぞれが互いに影響を及ぼす状況も踏まえながら、「ガバナンス」向上の実現のためにも、適切な市場制度の整備やファンドエコシステムの高度化に向けた取組を進めていくことが重要であると考えられる。



図表 4 論点の全体像

（３） 議論の経緯

本研究会においては、第一回及び第二回で「市場制度」について、第三回及び第四回で「ファンドエコシステム」について議論を行った。

各回の個別のテーマとしては取り上げていなかったが、第一回から第四回までの個別テーマについて議論するにあたっては、議論全体に影響する論点としてスタートアップの「ガバナンス」が何度も論じられた。そのため、とりまとめに際して、「市場制度」及び「ファンドエコシステム」といった「ファイナンスの多様化」に関する論点を柱として、全体を通底する重要事項として、スタートアップの「ガバナンス」に関する考え方についても整理を行うこととした。

以下では、本研究会において議論されたスタートアップの「ガバナンス」の考え方を示したのち、「市場制度」及び「ファンドエコシステム」の各論点に関して、現状と課題、今後のあるべき姿、政策の方向性を示す。

3. 個別論点

3-1. 通底する重要事項としての「ガバナンス」の考え方

現状のマーケット環境は、「マーケット市況」、「市場制度」、「商慣習」など様々な要因から、スタートアップとステークホルダーのそれぞれが短期的な経済合理性を追求した結果、「短期目線の上場」を最適解として目指しやすい状況にある。未上場市場ではユニコーン数が伸び悩み、上場市場では特に小規模で上場したスタートアップの多くが上場後の成長に苦勞しているのが実態である。

「中長期視点から成長を実現できるガバナンス体制」への移行をスタートアップが各ステークホルダーとともにどのように作っていくのかという点が、スタートアップ・エコシステムの発展のために非常に重要となる。

この点、スタートアップは、一般的にエンジェル投資家やVC等の様々なステークホルダーに伴走されながら成長していくことや、成長フェーズに応じてスタートアップを取り巻くステークホルダーの性質や数も変容することが前提となっており、ステークホルダーはその参画タイミングの違い等に起因し、成長を目指す時間軸や経済合理性の最適解に差が生じ得る。時間軸や経済合理性といった異なる利害関係を有したステークホルダーを纏め、会社として最善の意思決定を促していくことは必ずしも容易ではなく、スタートアップが円滑に資金調達や上場後の成長を目指す上では、ステークホルダーを含めたガバナンス、すなわち中長期の企業価値の向上に向けた適切な意思決定や執行を可能とするステークホルダーを含めた体制構築・マネジメントの質の向上が重要である⁷。

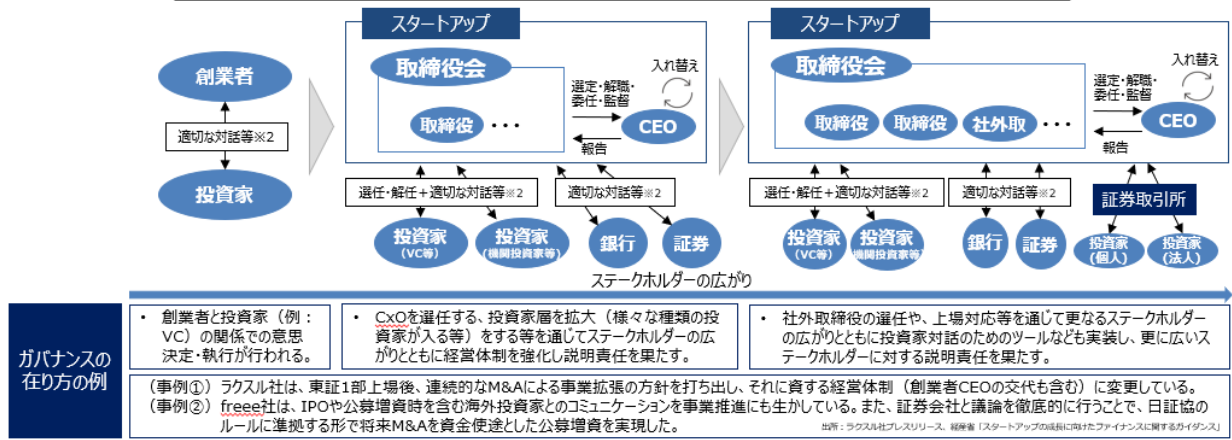
特に、未上場の期間が長期化すると、より大型の資金調達が必要になり、投資家等のステークホルダーの層にも変化が現れる。そうした変化に対応するためには、経営体制等の積極的な入れ替えも含めて検討することが重要である。また、IPOはステークホルダーが入れ替わる資金調達タイミングの一つであるが、中長期的な企業価値の向上を目指す観点からは、IPO以前の段階からスタートアップが目指す成長の時間軸と高さを踏まえて適切なガバナンス体制を構築していくことが重要である。

実際に、一部のスタートアップは、上場前や上場後の段階でCEO等の交代を含めた経営体制の刷新や、機関投資家等とのコミュニケーションに積極的に取り組み、M&A等を通じた成長投資を通じて、未上場ユニコーン企業への成長や上場後の持続的な成長を遂げている。

後述する市場制度改革やファンドエコシステムの構築等を通じて、スタートアップと各ステークホルダーが相互に密接なコミュニケーションを取り、スタートアップの中長期の成長に資する適切な形での支援関係が構築されるような環境整備を進めることが必要である。

⁷ スタートアップとして目指すべき成長後の姿は多種多様であり、それぞれの成長過程に適したガバナンスの在り方は異なる点に留意が必要である。

企業のガバナンスの高度化のイメージ（上場を通じた成長を描くケース） ※1



※1 上記の体制図はあくまでイメージとして抽象化したものであり、実際には意思決定に関わる様々な機能が実装されている。

※2 スタートアップと各ステークホルダーの間で積極的にコミュニケーションを取り、**置かれた状況に応じてステークホルダーからの適切な支援やスタートアップからの適切な情報共有が促されること**が重要である。

図表 5 企業のガバナンスの高度化のイメージ

3-2. 市場制度 — 未上場市場制度の在り方

(1) 現状と課題

➤ プライマリー市場・セカンダリー市場双方を整備することの重要性

未上場市場の在り方を検討するに際しては、市場に参加するプレイヤー層の拡大と併せて、プライマリー取引とセカンダリー取引の双方が活性化されることが重要となる。特に、未上場プライマリー市場での資金供給量が増加（国内スタートアップの資金調達金額は、2013 年が約 907 億円であったのに対して、2023 年は約 7,536 億円に達する等、マーケットは大きく拡大⁸⁾）する中、セカンダリー取引の需要も高まっており、これら双方の市場制度を両輪として整備していくことが重要である。またスタートアップ・エコシステムの発展に伴う Exit⁹⁾を経験した起業家や役員・従業員の増加等もあり、エンジェル投資家の裾野も拡大しており、スタートアップに慣れている彼らの資金の再投資を促していく観点でも市場制度整備を進める重要なタイミングである。

今後、大規模資金供給を可能とするミドル・レイター以降の投資家層の拡大や多様化を促進し、多様なリスクテイク及び成長戦略を支えるには、セカンダリー市場の拡大が重要である。現状では VC ファンド資金の出口の受け皿が IPO に偏重し、IPO に最適化された戦略を持つ VC が多くなってしまう状況であるが、セカンダリー市場を整備することで、多様な戦略を有する VC の育成につながり、多様な戦略を有する VC の存在がセカンダリー市場の規模や重要性を更に引き上げることに繋がると考えられる。

➤ 未上場株式市場制度の論点

未上場株式市場の論点は、プライマリー市場とセカンダリー市場の双方に存在する。プライマリー市場に関しては、勧誘方法として公募と私募の二種類がある。公募においては株式投資型クラウドファンディング（以下、ECF）¹⁰⁾及び小

⁸⁾ initial, “<https://initial.inc/articles/japan-startup-finance-2023>”

⁹⁾ スタートアップの創業者等が IPO や M&A 等を通じて株式売却を行うことで利益を得ることを指す。

¹⁰⁾ 株式投資型クラウドファンディングは、非上場企業がインターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金調達する仕組みのことを指す。1 社当たりの年間募集上限額が 1 億円までとされている。また、一般投資家による 1 名当たり投資額は年間 50 万円以下とされている一方、特定投資家による 1 名当たりの投資額の制限は設けられていない。

規模公募¹¹について、私募においては特定投資家私募¹²及び少人数私募¹³について論点が存在する。

セカンダリー市場に関しては、第一種金融商品取引業者の新規参入促進の観点から PTS (Proprietary Trading System¹⁴) 規制改革に向けて金融商品取引法改正 (2024 年 5 月 15 日成立) がなされている。また、ファンド期限が迫る VC の持ち分の引受け等、日本のスタートアップ・エコシステムの課題に資するセカンダリー取引の活性化の観点から、買い手としてのセカンダリーファンドの裾野拡大も重要な論点となる。

➤ プライマリー市場

ECF は、一般投資家を含む幅広い投資家向けの投資勧誘制度の一つであり、投資家保護の観点等から 1 社当たりの年間募集上限額が 1 億円までとされている。アメリカや欧州と比較すると、募集上限は相対的に低く (アメリカは 500 万ドル、欧州では 500 万ユーロの募集上限を設定¹⁵)、募集上限の引上げを要望する声も存在する。この点、金融庁において企業の募集上限を 5 億円未満までとして引き上げる検討がなされている¹⁶が、1 億円を超える募集の場合の開示負担をどのように考えるかという点 (1 億円を超える募集の場合には簡素化された有価証券届出書等による開示を必要とする方向で検討が進められている) についてもスタートアップ・投資家双方の使いやすさの観点から引き続き重要な論点である。さらに、ECF を活用する場合には、投資先のスタートアップの株主が多数になり、結果として後続のラウンドで VC 等の投資家から忌避される可能性があることや、株主による意思決定手続が煩雑となりスタートアップの円滑な業務運営に影響を与える可能性があることも論点である。

本研究会においては、「一般投資家がスタートアップに直接投資をすることになる ECF については投資家保護の観点から慎重な検討が必要である」「スタートアップが ECF を通じて資金調達を行った結果、株主数が大幅に増え、将来の資

¹¹ 1 億円未満の募集又は売出しの場合は有価証券届出書が不要となる仕組みのことを指す。

¹² 特定投資家私募制度は、顧客からの委託を受けて特定投資家向けに限って第一種金融商品取引業者による勧誘を可能とする制度である。金融商品取引業等に関する内閣府令の改正により、特定投資家の類型として新たな類型が複数加えられた。

¹³ 少人数私募は、49 名以下の者を相手方として株式の取得勧誘を行う場合、法定開示は不要となる仕組みのことを指す。

¹⁴ PTS は、上場市場の代替市場として、証券取引所を経由せずに株式の売買を行うことのできる私設の取引システム (証券会社等が運営) のことを指す。

¹⁵ 金融庁、金融審議会 資産運用に関するタスクフォース、「事務局説明資料」, ["https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003/03.pdf"](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sisan-unyo/siryou/20231003/03.pdf)

¹⁶ 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

金調達が難しくなる可能性がある」等、ECF の制度設計において留意すべき点についての意見があった。

また、1 億円未満の募集又は売出しの場合は有価証券届出書が不要となる小規模公募については、諸外国制度の水準と比較すると募集額の上限が低額であり、スタートアップのニーズを踏まえて水準の引上げが必要であるとの議論も行われた。

少人数私募は、49 名以下の者を相手方として株式の取得勧誘を行う場合、法定開示は不要となる仕組みである¹⁷。論点は、主に少人数私募の要件である取得勧誘人数の算定の考え方であり、現状では購入者数ではなく、勧誘先数で算定する制度となっている関係で、発行体による勧誘活動に一定の制約がかけられているという点である。こうした制度の下では、短期間に多数の投資家候補に勧誘を行うケース等に対応しにくいことが考えられる。この点、例えばアメリカのレギュレーション D¹⁸（図表 6）においては、勧誘先数ではなく購入者数で 35 人以下に対する私募を行うことが可能な制度設計となっている（ただし、ウェブサイトでの広告等による一般的勧誘は禁止されている）。

	レギュレーションD		
	ルール506(b)	ルール506(c)	ルール504
発行上限額	上限なし	上限なし	1000万ドル
買い手	自衛力認定投資家 ^{*1} 、 35名以下（取得ベース） の洗練された投資家 ^{*2}	自衛力認定投資家 ^{*1}	限定なし
転売制限	あり ^{*3}	あり ^{*3}	あり ^{*3}
SECへの届出書類	証券情報等（Form D） また、洗練された投資家を対象とする場合、 財務諸表（募集金額が2,000万ドル超の場合は監査必要）・非財務情報（事業内容、リスク情報、業績の分析等） を投資家に情報提供することが必要	証券情報等（Form D） ^{*4}	証券情報等（Form D） ^{*4}
一般的勧誘 ^{*5}	不可	可	不可
利用実績 ^{*6}	1兆4,920億ドル	660億ドル	2.28億ドル

出所：金融庁「第1回資産運用に関するタスクフォース事務局説明資料」、野村資本市場研究所「ベンチャー・ファイナンスの多様化に係る調査」をもとに経済産業省作成
^{*1}：自衛力認定投資家とは、500万ドル超の資産を持つ法人等のほか、個人については、当年度の所得の推定額と直近2年間の所得実績が20万ドル超、又は配偶者との合計所得が30万ドル超の個人投資家、専門資格（例：米証券外務員ライセンス）等を有する個人投資家等を指す。^{*2}：洗練された投資家（sophisticated investor）は、投資に際する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに関する十分な知識と経験を持っている者を指す。^{*3}：ルール144A、144A、証券法第4条(a)(7)の条件を満たす場合転売可。^{*4}：監査不要。^{*5}：一般的勧誘とは、セミナー等で参加者に対して勧誘・宣伝を行うことや、新聞や雑誌、ウェブサイト等で広告することを指す。^{*6}：2019年の1年間の実績。

図表 6 レギュレーション D の制度概要

¹⁷ 少人数私募は、勧誘対象者として発行体の縁故の者を想定した制度であるとされる。

¹⁸ アメリカの 1933 年証券法の規則から成る制度で、SEC（Securities and Exchange Commission）への登録が免除される募集制度である。ルール 504、ルール 506(b)、ルール 506(c)の三つの類型から成る。レギュレーション D のルール 506(b)は、自衛力認定投資家、35 名以下の洗練された投資家（投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに関する十分な知識と経験を持っている者）を買い手とした制度であり、洗練された投資家を対象とする場合、財務諸表（募集金額 2,000 万ドル超は監査が必要）・非財務情報（事業内容、リスク情報、業績の分析等）を提供することが必要である。

次に、特定投資家私募制度は、顧客からの委託を受けて特定投資家向けに限って第一種金融商品取引業者による勧誘を可能とする制度（2022年7月施行）である。勧誘対象が特定投資家に限られているという制度の特性上、特定投資家の裾野をどのように拡大させていくかが論点になる。

この点、金融商品取引業等に関する内閣府令の改正（2022年7月施行）により特定投資家の類型として新たな類型が複数加わり、その中で「特定の知識経験」¹⁹を有する場合、他の類型と比べて低い保有資産でも特定投資家になり得る類型も追加された（図表7）。しかし、ここでの「特定の知識経験」は、金融業や経済学等に関する教員などの職に一定期間従事した者等を指しているものであり、実際に未上場株式の保有やその売却に関わった経験に関するものは含まれていない。成功した起業家等を含めて、実際に未上場株式の保有・売却経験の豊富なエンジェル投資家が増えているなど、特定投資家として必要とされる未上場株式に対する適切な判断力を有しうる人材の裾野が拡大している現状を踏まえて、特定投資家の対象を広げる必要があると考えられる。

	従来	2022年7月より追加		
	類型1	類型2	類型3	類型4
条件1	純資産≧3億円	純資産≧5億円 or 投資性金融資産 ≧5億円or 前年の収入≧1億円	純資産≧3億円 or 投資性金融資産 ≧3億円	純資産≧1億円 or 投資性金融資産 ≧1億円or 前年の収入≧1千万円
条件2	投資性金融資産 ≧3億円	—	過去1年の月平均契約件数≧4件	特定の知識経験を有すること
共通条件	金融商品取引契約を締結した日から1年以上経過			

図表7 特定投資家への移行条件の類型

また、特定投資家私募制度は、「一般投資家から第一種金融商品取引業者に対して、自身を特定投資家として取り扱うよう申出を行い、当該金融商品取引業者

¹⁹ 特定の知識経験を有する者は、次のいずれかに該当する者であるとされる。

（ア）金融業に係る業務に従事した期間が通算して1年以上の者、（イ）経済学又は経営学の教員職・研究職にあった期間が通算して1年以上の者、（ウ）証券アナリスト、証券外務員（1種・2種）、1級・2級ファイナンシャル・プランニング技能士又は中小企業診断士のいずれかに該当し、その実務に従事した期間が通算して1年以上の者、（エ）経営コンサルタント業に係る業務に従事した期間が通算して1年以上の者その他の者であつて、（ア）～（ウ）の者と同等以上の知識及び経験を有するもの

が承諾することで特定投資家になることが可能となる」という制度設計である。他方、日本証券業協会の店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に係る制度に関する Q&A においては、「特定投資家へ移行していない顧客に対して、」
「個別の商品に係る説明・顧客からの質問への回答や証券情報（特定投資家向け取得勧誘の要項等を含む）の提示等は控えるべき」とされており、特定投資家として扱われることのメリットについて具体的な情報をもとに特定投資家候補の者に示すことができない勧誘規制となっている点が課題として指摘されている。

➤ セカンダリー市場

セカンダリー取引の活性化は、拙速な上場の回避や株式流動化による価格形成等の観点からも重要だが、未上場株式のセカンダリー市場については、2023 年 6 月の金融商品取引法施行令の改正により、PTS（Proprietary Trading System）において特定投資家向け有価証券を取扱うことが可能となった。しかし、PTS を運営するためには第一種金融商品取引業者としての登録に加えて、PTS の認可要件も満たすことが必要であったこと等から、仲介に携わる事業者の新規参入が難しいという課題が存在する。

また、セカンダリー市場の整備だけでなく、ファンド期限が迫っている VC から持分を取得するニーズの高まりから、プライマリー取引で投資を行う VC から持分を取得するセカンダリーファンドの重要性も高まっている。

➤ 金融商品取引業者（証券会社等）による未上場株式の取扱い

投資家へのアクセスが限定的なスタートアップの場合、証券会社が持つ顧客ネットワークを通じて投資家と接する機会を作るニーズが存在するが、日本証券業協会の自主規制規則によって、金融商品取引業者が未上場株式の投資勧誘を行うことは原則として禁止されている（特定投資家私募制度等はその例外）。本研究会でも議論が行われたように、投資家へのアクセスが限定的なスタートアップのニーズに応じていく観点から、一定の制約条件なども設けつつ、発行企業による少人数私募や小規模公募など、スタートアップが投資家からの調達を目指すようなケースにおける金融商品取引業者の役割の在り方を検討することが重要な論点の一つとなっている。

（２） 今後のあるべき姿

本研究会でも議論が行われたように、投資家保護とのバランスを考慮すると、資産運用会社等のプロフェッショナルの目利きを介する投資や、一定の制約条件や投資家保護措置の下での投資を促していくことが重要となる。加えて、エンジェル投資や SO（ストックオプション）利活用の拡大などを通じて、未上場株式

に対して投資判断能力を有する層は拡大しており、そのような実態を踏まえて特定投資家の裾野の拡大が進むことが望まれる。

併せて、ECF、小規模公募、少人数私募などのプライマリー市場について、投資家及びスタートアップの双方にとって使いやすい制度としていくことが重要である。

セカンダリー取引の活性化については、拙速な上場の回避や株式の流動性向上による価格形成等の観点から重要であり、第一種金融商品取引業者等の新規参入等が進むことに加え、セカンダリーファンドの裾野拡大も重要である。

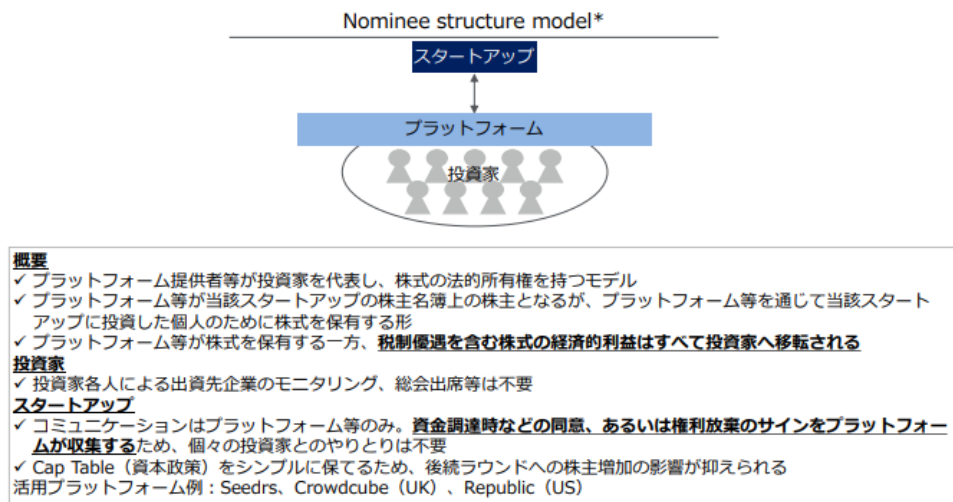
また、未上場市場の成熟度の高まりに応じて、事業者のニーズや投資家保護にも留意しつつ、金融商品取引業者の未上場市場における役割が拡大していくことが重要である。

(3) 政策の方向性

➤ プライマリー市場

一般投資家からの資金供給の拡大に際しては、未上場株式に対する目利き力が不足するケースが想定されることから、投資信託等のプロフェッショナルの目利きを介した形での資金供給が促進されることが必要である。

ECFについては、本研究会でも議論されたように、活用するスタートアップの性質に応じて向き不向きがあると考えられ（例えば、ソーシャルスタートアップやローカルスタートアップ等のようにファイナンシャルリターン以外のリターンや投資意義を期待されているスタートアップは比較的活用が適している）、株主数が増加することによって後続の資金調達が難化する可能性や円滑な業務運営に影響が出る可能性を受容できるスタートアップが活用することが想定される。そうしたスタートアップにとっての利便性向上の観点から、募集上限の引上げや適切な開示負担の在り方について、投資家保護やスタートアップのニーズを十分に踏まえながら検討することが必要である。その他、シンジケート型等の実務面での普及についても検討が進んでいくことが必要であり、諸外国では以下（図表8）のような契約形態を用いて、個々の投資家ではなくプラットフォーム自体が株主になる契約形態を取ることで、株主増加による後続ラウンドへの影響を抑えつつ多数の投資家を募るプラクティスも存在する。



*Seedrsの事例に基づき記載
出所：Crowdfunding Hub「Equity Crowdfunding」、Seedrs「It isn't nominal – Why a Nominee Structure is Vital in Equity Crowdfunding」
Alice Rossi等「Equity crowdfunding: New evidence from US and UK markets」を参考に作成された報告書（令和4年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業 調査報告書）をもとに、経産省作成。

図表 8 Nominee structure model の概念図

また、小規模公募についても、諸外国の制度状況やスタートアップの具体的なニーズを踏まえて、募集額の上限の引き上げを含めた制度のあるべき姿の検討を進めていくことが必要である。

少人数私募制度については、諸外国の動向、スタートアップの具体的な資金ニーズ、投資家保護等を踏まえながら、現行の勧誘人数による算定方法の見直しについて検討することが必要である。本研究会においても、勧誘人数ではなく購入人数で区切る方が実務的視点からも望ましいとする意見もあった。例えば、現行の勧誘人数での算定による勧誘制度に加えて、購入人数での算定による勧誘の類型を新設することも含めて幅広く検討を行うことが必要である。

特定投資家私募制度については、特定投資家の数を増やしていくことが市場拡大において重要であるため、特定投資家の裾野を広げる必要がある。本研究会においても、資金を持っている人から成長企業に資金が流れるようにしていく上で、アメリカ（図表 9）のように、金融アドバイザー、ファミリーオフィスのクライアント、上場企業の役員の経験者等も特定の知識経験の条件として加えるなど、投資家層の裾野の広がりによって要件を広げていくことが重要であるとの声も聞かれた。

また、特定投資家の数を増やしていくためには、特定投資家として扱われることのメリットを示しやすい勧誘規制の在り方を検討することが必要である。証券会社が一般投資家に対して特定投資家として扱われることのメリットを示してい

く上では、個別銘柄等の具体的な情報を提示しながら説明する必要があるところ、現状では「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に係る制度」に関するQ & Aにおいて個別商品に係る説明は控えるべきとされている。例えば、特定投資家の要件を形式的に満たしているケースにおいては柔軟に個別銘柄の説明も可能とするなど、一般投資家が特定投資家になることのメリットを示しやすい勧誘規制の在り方を検討することが必要である。

自衛力認定投資家（個人）の要件	
経済的基準	- 主たる住居を除く純資産が100万ドル超（個人または配偶者またはパートナーとの同居）の場合 - 過去2年間の収入がそれぞれ20万ドル超（個人）又は、30万ドル超（配偶者又はパートナーとの合計）であり、当年も同様であると合理的に想定される場合
専門的知見に基づく基準	- 以下のいずれかの免許を持つ優良な投資専門家 - the general securities representative license (Series 7) - the investment adviser representative license (Series 65) - the private securities offerings representative license (Series 82) - 証券を販売する企業（又は当該企業のGP）の取締役、執行役員、又はジェネラル・パートナー（GP） - 自衛力認定投資家の資格を有する「ファミリーオフィス」の「ファミリークライアント」 - 私募ファンドへの投資の場合、ファンドの「知識豊富な従業員（knowledgeable employees※）」

注）上記はあくまで個人の自衛力認定投資家の要件であり、法人の自衛力認定投資家の要件は別途存在する。
※17 CFR § 270.3c-5において詳細記載。対象会社の執行役員、取締役、GP、諮問委員、またはこれらに類する立場の者等が対象とされている。
出所：SECのウェブページをもとに、経済産業省作成。

図表 9 アメリカにおける自衛力認定投資家（個人）の要件

日本証券業協会の自主規制規則による金融商品取引業者の未上場株式の取得勧誘禁止の原則については、一定の制約条件なども設けつつ、投資家へのアクセスが限定的な発行企業による少人数私募や小規模公募など、スタートアップが投資家からの調達を行うに際して金融商品取引業者をうまく活用できる制度の在り方を検討していくことが必要である。

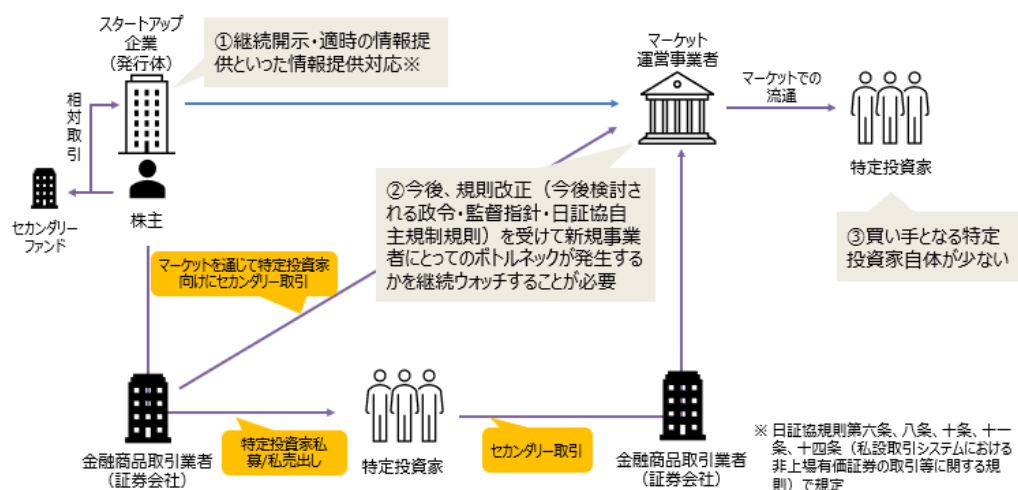
➤ セカンダリー市場

本研究会においては、セカンダリー市場の整備は引き続き重要であるという点が改めて確認された²⁰。その制度整備に当たっては、投資家保護や取引ニーズも踏まえつつ、セカンダリー市場運営者の新規参入促進といった要素も含めて検討を進めていくことが必要である。

²⁰ 本研究会では、セカンダリー市場を作れば取引ニーズが高まるものではないため、開示なども含めて対応し、周知することで、ニーズを喚起していくことが重要であるとする意見や、買い手の付かない質の悪い企業の株式がセカンダリー市場で流通しないことが市場の信頼性の観点から重要であるとの意見もあった。

セカンダリー市場の整備については、事業者の新規参入を念頭に置いた非上場有価証券の仲介業者登録要件緩和²¹や、非上場有価証券の電子的な取引の仲介業務（PTS）の参入要件緩和²²について、金融商品取引法改正（2024年5月15日成立）がなされている。今後、詳細な制度設計を行うにあたっては、発行体、マーケット運営事業者、投資家のそれぞれが更に参入しやすい制度となるように検討を進めることが重要である。

また、以下（図表 10）のように、発行体の開示・情報提供やマーケット運営事業者の負担の程度、特定投資家の裾野拡大等も論点となると想定されるため、それらの実態も踏まえつつ、継続的に制度を見直しながら、新規参入の促進による市場取引の活性化を進めていくことが必要である。



図表 10 今後のセカンダリー市場整備の着眼点

さらに、セカンダリー取引の活性化においてはセカンダリーファンドの振興も重要であることを踏まえ、官民ファンド等によるリスクマネーの供給を含めて引き続き取り組んでいくことが必要である。

²¹ 特定投資家を対象として非上場有価証券の仲介業務に特化し、原則として有価証券や金銭の預託を受けない場合には、第一種金融商品取引業の登録要件等の緩和する等

²² 非上場有価証券の電子的な取引の場を提供する場合、取引規模が限定的なときは、PTSの認可を要せず、第一種金融商品取引業の登録により運営可能とする等

3-3. 市場制度 — 上場市場制度の在り方

(1) 現状と課題

➤ 東京証券取引所の市場区分見直しに関する動向²³

東京証券取引所には4つの市場区分（市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ）が存在したが、従来の各市場区分のコンセプトが曖昧で、多くの投資家にとって利便性が低いとされていたことや、上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの役割を十分に果たせていないこと等の背景から、2022年4月にこうした市場区分を見直し、プライム市場・スタンダード市場・グロース市場の3つに再編した。市場区分の見直しに伴い、経過措置²⁴が講じられるとともに、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（2022年7月～）が開催され、市場制度の在り方等に関する議論が継続的に行われている。

➤ グロース市場の現状と課題

グロース市場は、「高い成長可能性を有する企業向けの市場²⁵」として位置付けられており、多くのスタートアップの上場先として活用されている。

グロース市場は、上場審査基準が低く、欧米と比較して低い時価総額の段階の企業でも上場ができる市場とされており、実際に2014年から2020年にグロース市場に上場した企業の約75%が上場時時価総額200億円未満である（図表11）。

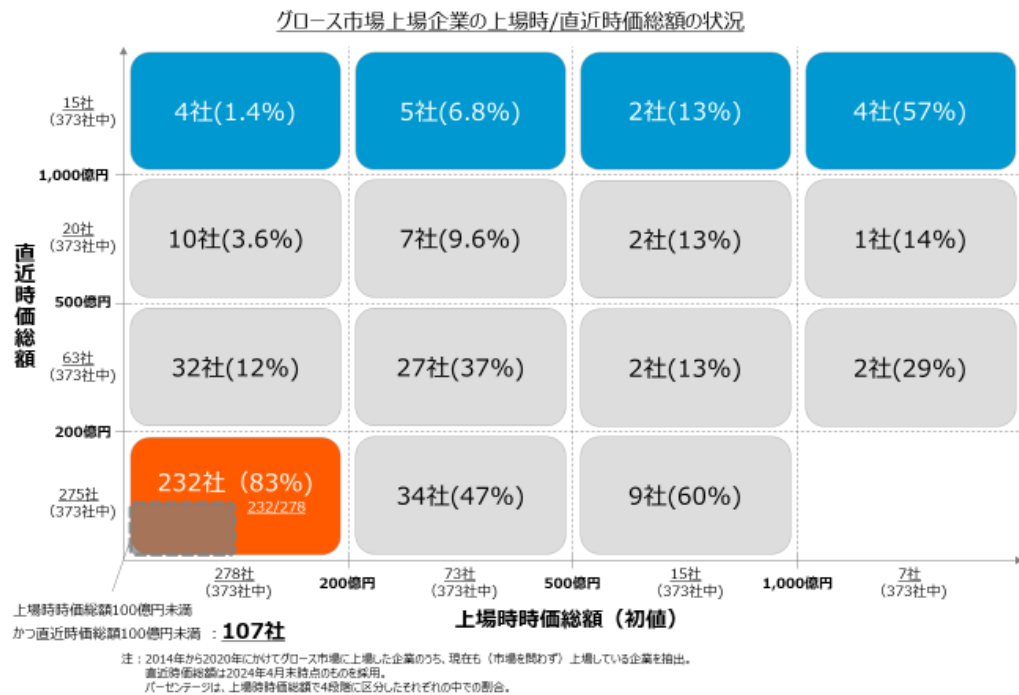
図表11のとおり、時価総額200億円未満で上場した企業の大半が現在も200億円未満に留まっており、時価総額200億円以上で上場した企業も、時価総額1,000億円に達したケースは少なく、初値を下回っているケースもある。

本研究会においても、グロース市場上場後に企業が成長しておらず、VC等の投資家にとっての換金場としての機能を果たしているに留まっているといった指摘があった。

²³ 東京証券取引所, “<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/nlsgeu000006j7nu.pdf>”

²⁴ 2025年3月1日以後最初に到来する上場維持基準の判定に関する基準日から、全ての上場企業に対して本来の上場維持基準が適用されることになる。基準に抵触した企業は、原則として1年間の改善期間に入り、改善期間内に基準に適合しなかったときは、監理銘柄・整理銘柄指定期間（原則として6か月間）を経て上場廃止となる。

²⁵ 東京証券取引所「2023 新規上場ガイドブック（グロース市場編）」によれば、「グロース市場は、高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業向けの市場です。そのため、申請会社には「高い成長可能性」を求めています。申請会社が高い成長可能性を有しているか否かについては、主幹事証券会社がビジネスモデルや事業環境などを基に評価・判断します。」とされている。



図表 11 グロス市場上場企業の上場時及び直近時価総額の状況

➤ 小規模上場企業が上場後に置かれる状況

前述のとおり、上場規模にかかわらずグロス市場上場後に十分な成長を遂げられない企業が多いが、特に小規模で上場した場合は、採算性の観点から証券会社が公募増資や第三者割当増資を取り扱わないケースや、流通時価総額の観点から多くの機関投資家の投資対象外となるため資金調達が難しくなり成長投資を行うことができないというケースが多くみられる²⁶（本研究会においては、機関投資家へのヒアリングやグロス市場で公募増資を行った企業の時価総額をもとに、上場時時価総額 200 億円未満を目安に「小規模上場」を定義している）。

本研究会においては、「小規模上場だから悪いのではなく、小規模上場後に置かれる環境下で成長を続ける戦略や資本を準備せずに上場してしまうことが非成長の要因である」、「いわゆる死の谷に落ちないために、流動性の確保や IR 上の経営努力の重要性を伝えていくことが必要」といった指摘があった。

²⁶ 限定的なケースではあるが、小規模上場企業でも、オーガニックな成長や投資家への IR によって時価総額を引き上げ、その後増資等を原資に成長投資を行い、時価総額を大きく伸ばした事例も存在している。

➤ 小規模上場が行われる背景

小規模上場が行われる背景としては、VC等の投資家がファンドの満期を迎えた際に、売却候補が少ないセカンダリー取引や、案件ごとに条件が異なるため定型化が難しいM&Aではなく、ルールが定まっており過去の事例も蓄積されているIPOを志向するケースが多いこと、低い上場審査基準などが指摘されている。また、ガバナンスが十分に機能せず短期的な経済合理性が追求されるケースでは、相対的にIPOが志向されやすい面もある。

本研究会においても、全てのVCではないとしても、現実的に選択可能であり総意として意思決定可能な他の選択肢（セカンダリー取引やM&Aなど）が少ないこと等を背景に小規模上場をVCが促すケースが見られるといった指摘もあり、まだ十分規模が大きい段階での上場がグロース市場におけるプラクティスのひとつとなっている現状がある。

➤ 上場市場の制度の状況

グロース市場における上場審査基準及び上場維持基準は、市場区分見直しに伴い、以下のように設定されている（図表 12）。

項目	上場審査基準	上場維持基準
時価総額	—	上場10年経過後40億円以上
株主数	150人以上	150人以上
流通株式数	1,000単位以上	1,000単位以上
流通株式時価総額	5億円以上	5億円以上
売買高	—	月平均10単位以上
流通株式比率	25%以上	25%以上

図表 12 グロース市場における上場審査基準及び上場維持基準

本研究会においては、「上場審査基準が低いことが、スタートアップが小規模上場する一つの要因となっている」という意見があった一方で、「未上場段階においてセカンダリー市場の整備やミドル・レイター期の投資家層が十分でない現状のまま上場審査基準の見直しを行うことは、Exit環境の急激な悪化によるVC投資の減少や成長資金の確保が困難になることにつながる」という意見や、「日本の上場の段階で行われる審査においては、利益等の数値的な基準の他に、実質的に企業の体制等についても厳しいチェックが行われている」という意見もあった。このように、上場審査基準を議論する際は、独立的に議論するのではなく、セカンダリー取引や資金調達環境、M&Aの促進など、各ステークホルダーにとって多様な選択肢を並行して整備する中で、全体のバランスを意識した議論が重要である。

また、上場維持基準については、「上場後の高い成長のために機関投資家からの投資を受けるには、時価総額 200 億円程度は必要であるため、上場 10 年経過後 40 億円以上とする時価総額の基準が低いのではないかとする意見や、「10 年間という期間は成長動機付けの観点から長すぎるのではないかとする意見があった。そのほか、「経営側においてガバナンスがしっかりと機能していれば、上場維持基準がどの程度であれ、適切なタイミングでの上場を考えるはずではないか」という意見や、「様々なスタートアップがいる中で、グロース市場という一つの受け皿で対応することは難しい部分もあり、スタートアップ向けの市場を別で設けることも選択肢としてあるのではないかとする意見もあった。

グロース市場の現状を踏まえて、上場後の高い成長を実現する企業を増加させていくという観点から、これらの意見も踏まえながら、上場審査基準や上場維持基準の在り方について検討していくことが重要となる。

➤ M&A の活用

上場後に高い成長を実現するためには、オーガニックな成長に加えて M&A を活用することによりインオーガニックな成長を目指すことが買収側の成長投資の観点から重要となる。また、売却側の視点に立っても、M&A の活用が拡大することは、Exit 手段の多様化にもつながるため重要である。

我が国ではスタートアップの Exit 方法の多くが M&A ではなく IPO である一方、欧米では M&A による Exit が太宗を占めている²⁷。この背景として、前述のとおり、M&A と比べて IPO はルールが定まっており過去の事例も蓄積されていることに加えて、本研究会においても、「M&A 後のマネジメント人材の不足といった買収側スタートアップの問題、M&A における売却側のガバナンスの問題

（積極的に M&A を含めた多様な経営の選択肢の戦略的意義を議論し、異なる利害関係を有するステークホルダーを取りまとめていく）、優先株の条件（優先配当権等）により積極的に M&A を行うインセンティブが高くないこと、またスタートアップのメンタリティ（M&A されることに対する忌避感）の問題が M&A のハードルになっている」という意見や、「のれんの償却も買収側のスタートアップの M&A のハードルとなり得る」という意見があった。

のれんは「企業の合併・買収時の買収価格と被取得企業の純資産額との差額を指すもの」であるが、会計基準によつてのれんの償却の考え方が異なる。図表 13 のとおり、日本の会計基準では、のれんを規則的に償却し（毎期費用計上）、

²⁷ 「第 4 回 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会 事務局説明資料」で示されているとおり、我が国のスタートアップの Exit として、IPO76%・M&A24%である一方、欧州においては IPO33%・M&A67%、アメリカにおいては IPO10%・M&A90%となっている（2020 年のデータ。日本は年度単位、欧州・米国は年単位のデータ）。

減損テストは減損の兆候がある場合にのみ実施する仕組みとなっている。特にスタートアップは現在の純資産額よりも成長性を加味した買収価格が高く、のれん額が大きくなる傾向があり、スタートアップを買う側の企業にとって、のれん償却が利益を下押しする要素となる。他方、IFRS（国際財務報告基準）や米国会計基準では、毎期ののれん償却は行わないため利益を下押しすることはないが、減損テストを毎期実施することに加え、減損が発生した際には定期的な償却を行っていない分減損額が大きくなるという違いが存在する。

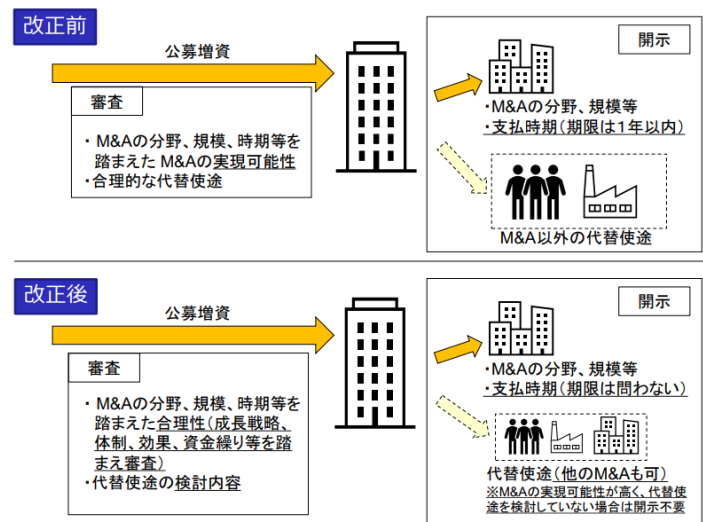
項 目	日本基準 のれん償却	IFRS のれん非償却	米国基準 のれん非償却
会計処理	規則的償却(20年以内) + 減損アプローチ	減損のみアプローチ	減損のみアプローチ
減損テスト	兆候*がある場合実施 *投資回収できない可能性を示唆する 事象や状況変化（継続的な営業 赤字、経営環境の著しい悪化など）	毎年実施	毎年実施

図表 13 国内外の会計基準におけるのれんの扱い

また、「決算短信・四半期決算短信 作成要領等²⁸」において、経営成績、財務状態及びキャッシュフローの概況に係る指標について、投資者の経営成績等の理解に資する場合には、のれん償却前の利益等を記載することができることが示されており、こうした開示のプラクティスが売却側のスタートアップで普及していくことで、買収側のスタートアップの投資検討が進む一助となると考えられる。

その他、M&A を目的とした公募増資を規定した日本証券業協会の自主規制規則が 2023 年度に一部改正がなされ、1 年間の充当期限の削除や代替措置として他の M&A を指定することが可能となる等の変更が加えられており（図表 14）、買収側のスタートアップによる M&A 目的の資金調達が発達していくことが期待される。

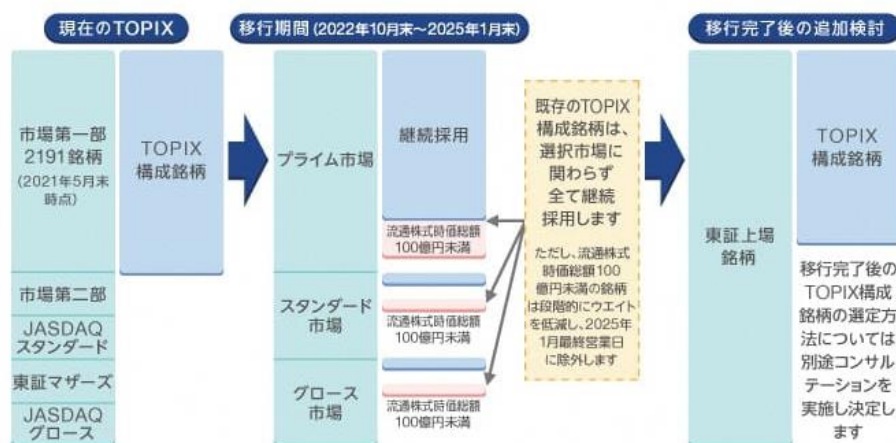
²⁸ 東京証券取引所、「決算短信・四半期決算短信 作成要領等」
”<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/bkk2ed0000003yy1-att/mklp770000002yaf.pdf>”



図表 14 M&A 目的の公募増資に関する自主規制規則の改正概要

➤ TOPIX の在り方

市場区分見直しに伴って、東京証券取引所に上場する銘柄を対象として算出・公表されている株価指数である TOPIX についても見直しに向けた検討が進められている。従来は、市場第一部が TOPIX の構成銘柄となっていたが、市場区分見直しに伴い、市場区分とは切り離して、市場代表性に加えて投資対象としての機能性の更なる向上のため、2022 年 10 月から 2025 年 1 月にかけて段階的な移行が進められている（図表 15）。移行完了後の TOPIX の構成銘柄の選定方法については、市場関係者の意見を募った上で策定されるとしている²⁹。



図表 15 TOPIX の見直しのイメージ

²⁹ 東京証券取引所, “<https://www.jpx.co.jp/markets/indices/revisions-indices/index.html>”

本研究会においては、「マーケットベンチマークとして市場全体を反映した指数としていく上で、TOPIX にグロース市場の銘柄を入れていくことが重要」、「TOPIX に基づいて投資を行う機関投資家の資金をグロース市場に呼び込むことができる」といった意見があった。

➤ **IPO における公開価格の設定プロセスの在り方**

上場時の公開価格の設定については、日本証券業協会の自主規制規則でプロセスが定められており、2021 年から 2022 年にかけて日本証券業協会において行われた「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」の議論を踏まえて、公開価格の設定プロセスが変更された。

具体的には、需要を踏まえた公開価格等を決定できるようにする観点から、一定の範囲³⁰内であれば、ブックビルディング³¹をやり直すことなく、「仮条件の範囲外での公開価格の設定」及び「公開価格の設定と同時に売出株式数の変更」ができることが明確化される等の変更がなされている。

IPO 時の公開価格の設定プロセスの改正を踏まえた柔軟な公開価格の設定が行われることは、IPO 時のオフアリングサイズの拡大による資金調達規模の拡大や機関投資家の流入促進に資すると考えられるため、今後、柔軟に公開価格を決定する事例が増えていくことが期待される。

(2) **今後のあるべき姿**

上場審査基準・上場維持基準等の市場制度の見直しや、IPO や公募増資等のプロセスのより一層の高度化によって、グロース市場に上場した企業の成長が促進され、そのための資金が幅広い投資家によって提供されるような市場環境が構築されることが重要である。

また、成長手段として M&A が活発に行われることで、大きな成長を遂げるスタートアップが生まれるとともに、スタートアップの Exit 手段が多様化し、成長停滞企業の新陳代謝が促され、スタートアップ・エコシステムが強化されることが重要である。

³⁰ 日本証券業協会の「IPO における公開価格の設定プロセスの変更点・留意点等について」によれば、「①公開価格が仮条件の下限の 80% 以上かつ上限の 120% 以下の範囲内で決定されること、②「公開価格決定時の売出株式数」が「仮条件決定時の売出株式数」の 80% 以上かつ 120% 以下の範囲内であること、③「公開価格決定時のオフアリングサイズ（株式数（募集株式数＋売出株式数）×公開価格）」が、「仮条件下限×仮条件決定時の株式数×80% 以上かつ仮条件上限×仮条件決定時の株式数×120% 以下」の範囲内であること」という三つの条件全てを満たす範囲を指すとされる。

³¹ 主幹事が機関投資家等の意見を踏まえ仮条件を設定し、当該仮条件を投資家に提示して需要状況の調査をすること。日本では、IPO 時の価格形成手法としては、ほぼブックビルディング方式が用いられている。

(3) 政策の方向性

➤ 上場審査基準の在り方の検討

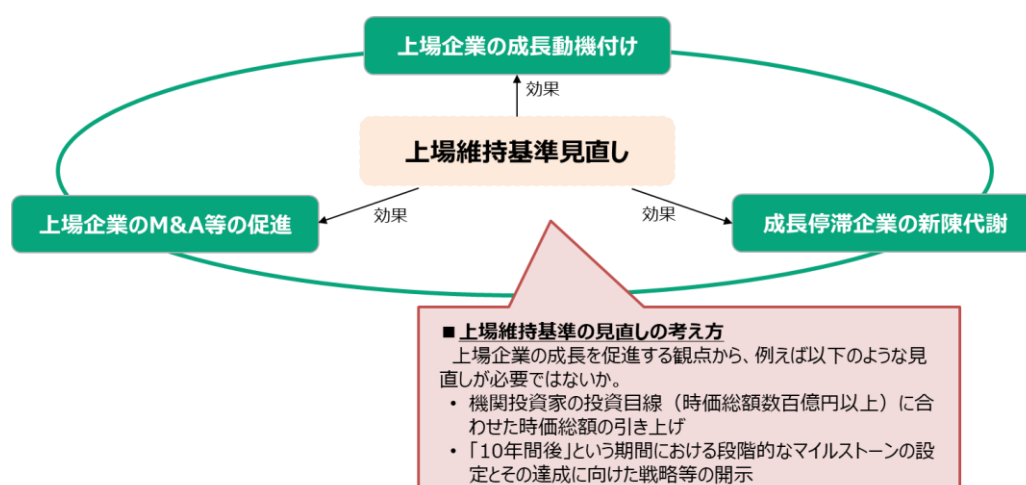
本研究会では、上場審査基準の低さが上場後の成長投資が困難になりやすい小規模上場を招く一要因になっているといった意見があった一方で、現状の未上場市場の環境のまま上場審査基準の見直しを行うと Exit 環境の急激な悪化につながるといった意見や、利益等の数値的な基準以外の実質的な企業の体制については厳しいチェックが行われているといった意見もあった。これらの意見を踏まえて、中長期的な上場審査基準等の見直しの検討が必要である。

ただし、VC の換金手段が IPO に依存しており、ミドル・レイター期の未上場スタートアップに対する投資が十分でない現状のまま上場審査基準を見直すことは、スタートアップ・エコシステムに悪影響を与える可能性があることから、セカンダリー取引の整備や投資家層の拡大といった環境整備をしっかりと進めた上で行う必要がある。

➤ 上場維持基準の見直し

本研究会で指摘されたように、上場企業の成長動機付けの強化と M&A 等の促進、成長停滞企業の新陳代謝等の促進の観点から、グロース市場の機能強化に向け、東証において上場維持基準の見直しを検討することは極めて必要である。

見直しを行う場合は数年間の周知期間が必要と考えられることから、区分見直し後の市場環境のモニタリングも踏まえながら、基準見直しの方針について速やかに検討し、その内容やスケジュールを対外的に示していくことが必要である。



図表 16 上場維持基準の見直しに関する考え方

➤ M&A の促進

本研究会で指摘されたように、M&A は上場後のスタートアップの大幅な成長に寄与することのみならず、スタートアップの Exit 手段の多様化や新陳代謝の加

速にも寄与する重要な手法であることから、M&A 促進のための施策を検討することが必要である。

前述のグロース市場の上場維持基準の見直しを行うことで、上場企業の成長の動機付けの強化や成長停滞企業の新陳代謝が進み、M&A が促進されることが期待される。

また、本研究会でも議論に上がった「のれんの償却」については、現場のニーズも踏まえながら、のれんの柔軟な資産評価等を検討することや「決算短信・四半期決算短信 作成要領等」で示されるのれんの償却前利益を参考として記載するプラクティスを普及させることが必要である。

➤ 柔軟な公開価格設定のプラクティス普及に向けた取組

日本証券業協会により公開価格設定プロセスが変更されたことを受けて、スタートアップ側と証券会社等の金融商品取引業者側との間で、柔軟な価格設定を行い、上場時のファイナンスをより効果的に活用する事例を増やしていくことが必要である。

3-4. ファンドエコシステム — 投資家層の拡大

(1) 現状と課題

- 未上場レイター段階から上場後にかけての投資家層の薄さ

未上場のレイター段階から上場後にかけて、①未上場段階の VC（レイター期）が限定的、②上場後に中小型株を扱う機関投資家や証券会社のアナリストのカバレッジが限定的、③未上場段階から上場段階にまたがって投資（クロスオーバー投資）を行うプレイヤーが少ないといった課題がある。

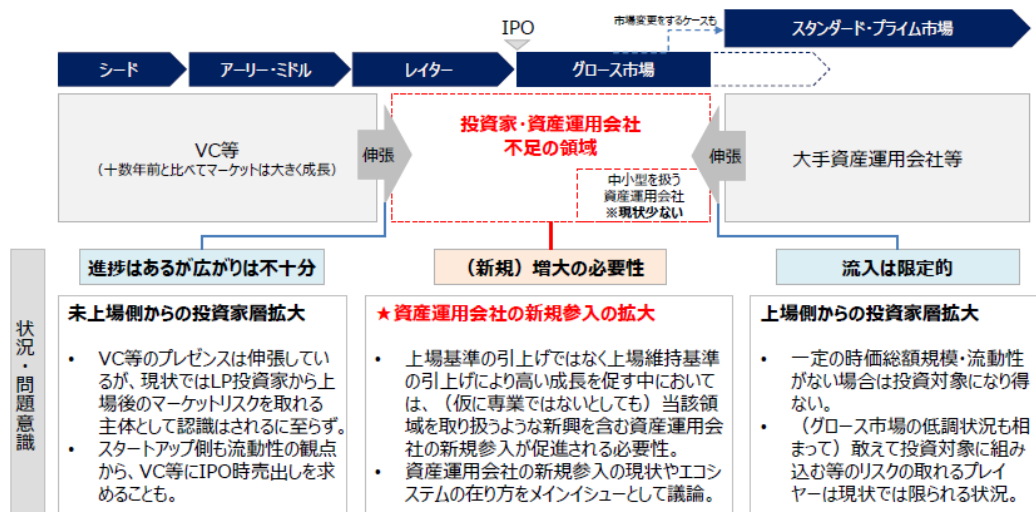
魅力あるスタートアップの増加が前提ではあるが、これらの領域における投資家層の拡大が重要であるという認識の下、本研究会で議論を行った。

以下（図表 17）のとおり、未上場段階における投資家層の広がりについては、この十数年間で VC のマーケットが大きく成長するなど、一定の進捗は見られるものの、レイター期を中心にいまだ不十分な状況である。特に、VC によるクロスオーバー投資については、現状では、LP 投資家から上場後のマーケットリスクを取れる主体として認識されるまでには至っていないといった指摘もあり、プレイヤーの数は非常に少ない状況である。

上場後の段階における投資家層の広がりについては、大手の資産運用会社等をはじめとして、一定の時価総額規模や流動性がない場合には投資対象になりにくいいため、特に小規模上場企業が多いグロース市場では機関投資家の参入が限定的である。

結果として、特にレイター期からグロース市場上場後の段階にかけて投資家層が不足している状況が発生しており、当該領域における投資家・資産運用会社のエコシステムを活性化させていくことが重要である。

また、本研究会においては、「資産運用会社や VC、証券会社など、金融業界内における分野間の人材の流動性が低い」といった意見もあり、未上場レイター段階から上場後にかけての投資家層の拡大のためには、この領域での人材の流動性を高め、ナレッジを共有していくことが重要である。



図表 17 投資家層が薄い領域へのアプローチ

➤ VC の状況

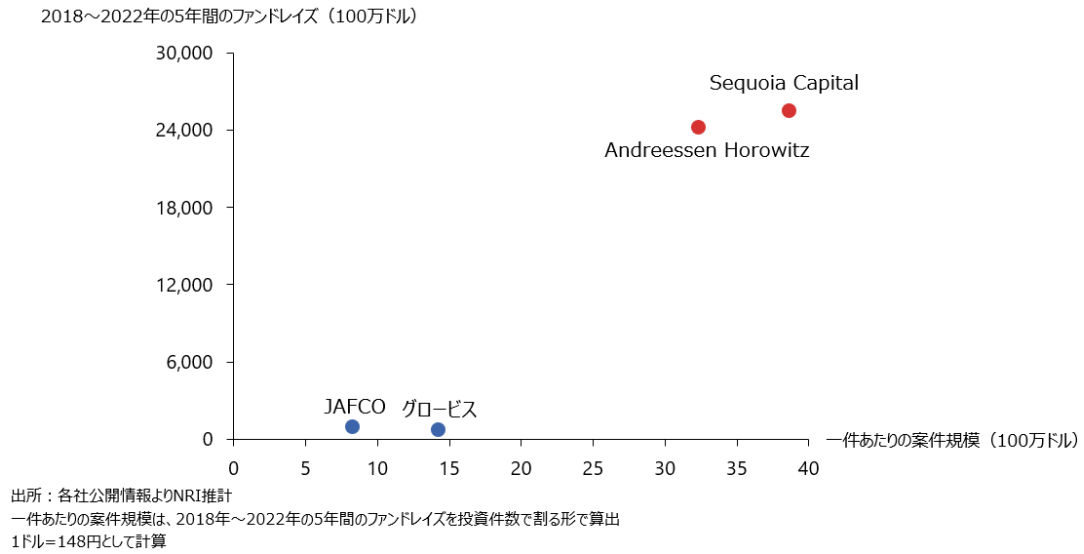
現状では、国内 VC はレイター期のスタートアップに対する投資額が諸外国の VC に比して少ない状況（図表 18）である。

VC投資額(2020年)							
投資額							
	Pre-seed	Seed	A	B	C		
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+
US	0.8	5.1	16.9	26.7	35.5	41.6	51.1
China	0.2	0.3	2.9	4.8	7.6	16.5	26.5
India	0.1	0.6	1.5	1.9	2.4	3.6	5.3
UK	0.3	1.2	2.9	3.1	3.9	3.4	2.8
Germany	0.1	0.4	1.1	1.4	1.7	1.5	1.1
France	0.9	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2	0.3
Singapore	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	1.8
Japan	0.1	0.5	1.0	0.9	0.8	0.8	0
投資額の割合							
	Pre-seed	Seed	A	B	C		
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+
US	0%	3%	10%	15%	20%	23%	29%
China	0%	0%	5%	8%	13%	28%	45%
India	1%	4%	10%	12%	16%	23%	34%
UK	2%	7%	16%	18%	22%	19%	16%
Germany	1%	5%	15%	19%	24%	21%	15%
France	13%	10%	18%	18%	18%	18%	5%
Singapore	1%	6%	12%	12%	11%	11%	48%
Japan	3%	13%	24%	21%	18%	20%	0%
VC投資ラウンド(2020年)							
投資ラウンド数							
	Pre-seed	Seed	A	B	C		
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+
US	7,559	2,419	2,190	1,137	612	297	96
China	368	135	265	198	125	114	42
India	995	281	193	79	39	27	9
UK	1,678	599	373	127	65	24	7
Germany	617	181	135	65	28	11	4
France	435	340	164	56	20	9	1
Singapore	357	106	59	19	6	2	4
Japan	720	250	131	36	13	6	0
投資ラウンド割合							
	Pre-seed	Seed	A	B	C		
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+
US	53%	17%	15%	8%	4%	2%	1%
China	30%	11%	21%	16%	10%	9%	3%
India	61%	17%	12%	5%	2%	2%	1%
UK	58%	21%	13%	4%	2%	1%	0%
Germany	59%	17%	13%	6%	3%	1%	0%
France	42%	33%	16%	5%	2%	1%	0%
Singapore	65%	19%	11%	3%	1%	0%	1%
Japan	62%	22%	11%	3%	1%	1%	0%

図表 18 国内 VC のステージ別の投資状況³²

また、一件あたりの投資規模やファンドサイズの観点では、国内の VC はアメリカの主要 VC に比べて小さい状況である（図表 19）。

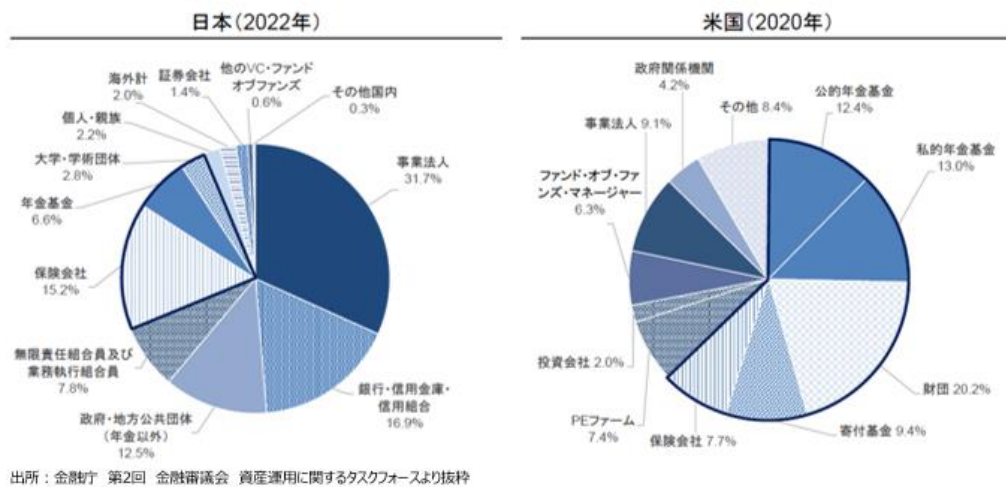
³² 内閣府 第 5 回イノベーションエコシステム専門調査会 「スタートアップ・エコシステムの現状と課題」



図表 19 日米主要 VC ファンドのファンドサイズ・チケットサイズの比較

投資規模が大きくなるレイター期の投資を行うプレイヤーを増やすためには、大規模な投資が可能である機関投資家（年金基金、保険会社、大学・学術団体等）や海外の投資家からの資金受託を促進しながら、ファンドサイズやチケットサイズ（投資家が1回の資金供出あたりに投資する金額の目安）を高めていくことが重要である。しかし、現状では、国内 VC への資金供給は事業法人、金融機関からが 5 割程度となっており、資産運用額の規模が大きい機関投資家からの出資は 25%程度にとどまる。なお、アメリカでは年金基金等の構成比率が 6 割程度と国内 VC よりも高いとされる（図表 20）。

機関投資家からVCファンドに対する投資



図表 20 機関投資家から VC ファンドに対する投資の状況

ケースバイケースではあるものの、VC によるクロスオーバー投資は、スタートアップに対する上場後の成長に向けた継続的な支援に繋がるといった意義があると考えられる。本研究会においては、「VC がクロスオーバー投資に取り組み、上場後も継続的に関与することが重要ではないか」という意見があった一方で、「実際に VC がクロスオーバー投資に取り組むにあたっては、インサイダー取引規制に抵触しないように留意する必要がある」という意見や、「現状では VC が上場後のマーケットリスクを取れる主体とは見なされていない」という意見もあった。

安定株主の確保についても中長期的な成長促進や上場後の株価変動を安定的なものとする上では重要であるが、「VC との関係では、ロックアップ解除条項³³により VC がロックアップ期間終了を待たずに売り抜けるケースが多く発生し、安定株主にならない」という意見もあった。さらに、「安定株主を確保する上では、現状では取組が限定的であるものの、日本証券業協会の「親引けガイドライ

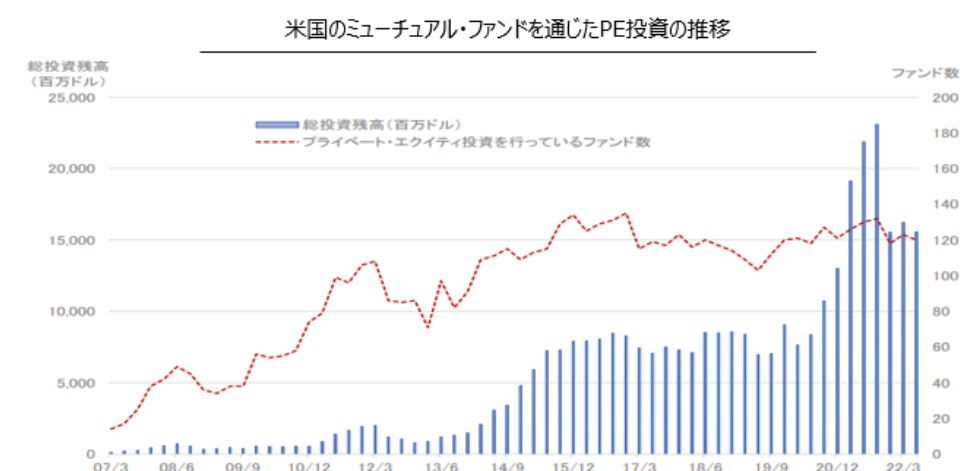
³³ 株式等の募集や売出しを実施した後の需給関係を安定させることを目的として、発行者や大株主等と主幹事証券会社との間で、その後一定期間にわたり原則として株式等の新規発行や売却を行わないことについて合意すること。日本においては、ロックアップ期間として、元引受契約締結日から上場日後 90 日又は 180 日が設定されるほか、売却価格が公開価格の 1.5 倍以上である場合は、当該ロックアップの対象外とする（すなわち、ロックアップ期間中であっても売却可能）旨の合意がされることが一般的である（日本証券業協会、「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書 2022 年 2 月より）。

ン」の改正を踏まえた VC から機関投資家への親引け³⁴が普及することが重要である」という意見もあった。

このように、VC によるクロスオーバー投資や安定株主の確保に取り組んでいくことは重要である一方で、そのための実例やプラクティスの普及がまだ十分ではない実態があると考えられる。

➤ 投資信託を通じた投資の状況

アメリカにおいては、ミューチュアルファンド³⁵に未上場株式を組み込む形での投資が拡大している状況で、2022 年 6 月末時点で、27 の資産運用会社が運用する 113 本のファンドがプライベート・エクイティ投資を行い、総額で約 150 億ドルを供給している³⁶。



出所：金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2023」より抜粋しNRI作成

図表 21 アメリカのミューチュアルファンドを通じた PE 投資の状況

我が国においても、投資信託協会の自主規制規則改正（2024 年施行）を通じて、投資信託への未上場株式の組入れが可能となった。具体的には、投資信託への未上場株式の組入れに当たっては、原則として純資産総額の 15%を超えてはならないとする閾値を設定することや、組み入れた未上場株式の評価については公

³⁴ 発行会社から主幹事証券会社に対し、ブックビルディングの手続き前に具体的な機関投資家への割当指示を行うこと。発行体としては望ましい投資家に株式を割り当てることができる一方で、公平かつ公正な分配を行うという観点から、原則禁止されてきた。他方、証券会社が公平な分配に反しないと判断した場合は認められるケースも存在し、特に近年で親引け制度を活用した IPO を成し遂げたスタートアップが存在する。こうした親引け制度の活用に資する環境の整備として、2022 年 6 月に親引けガイドラインが改正され、発行会社の指示によりコーポレートガバナンスの向上や企業価値向上に資すると考えられる機関投資家に割り当てることが可能となる例示が追加された。

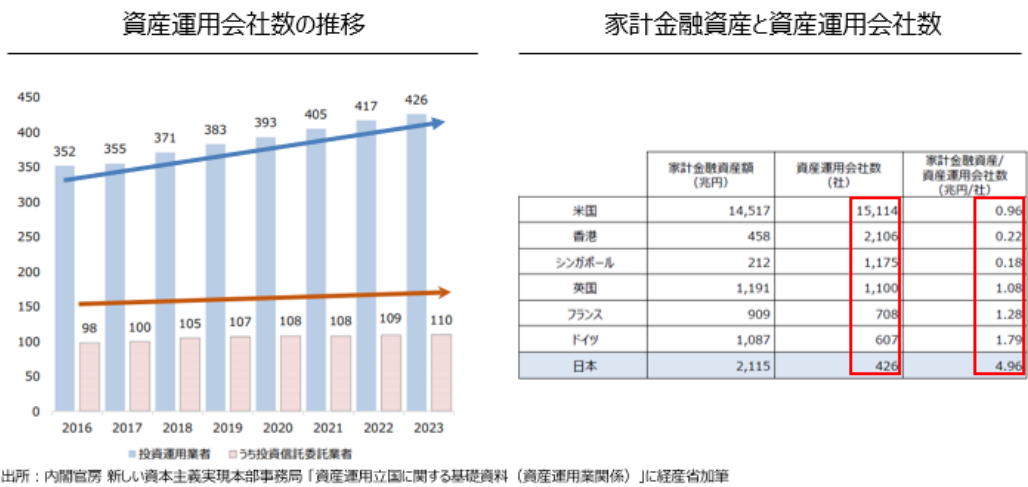
³⁵ 米国のオープンエンド型投資信託の一種。株式会社型と事業信託型がある。

³⁶ 金融庁、「資産運用業高度化プログレスレポート 2023」

正価値評価を用いて時価で評価すること等の条件が設定された。今後はこうした取組への新規参入を促進しつつ、その中で発生する実務的課題に対応していくことが重要である。

➤ 新興を含む資産運用会社の状況

我が国における資産運用会社数について、長期的な傾向としては微増しているが、諸外国と比較すると資産運用会社数は少ない状況である（家計金融資産の規模に対する資産運用会社数の観点からも限定的）。



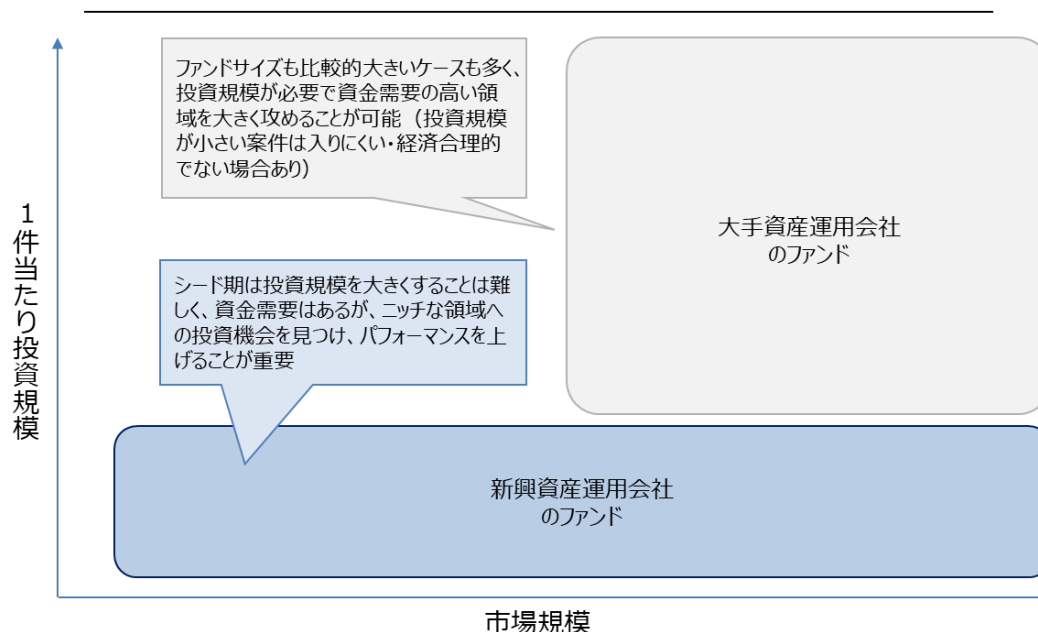
図表 22 資産運用会社数の推移及び諸外国の状況との比較

こうした中で、企業の資金需要自体は存在するが、市場規模が現時点で大きくないマーケット（例：グロース市場）については、新興資産運用会社が市場開拓の担い手の一つになると考えられる。特に、大手資産運用会社のファンドの場合はファンドサイズが比較的大きいケースが多く、一定の投資規模が必要となるため、例えばグロース市場のような比較的中小型の銘柄が集まるマーケットは参入しにくい状況であることが想定される。受託者責任も踏まえた上で、グロース市場に投資機会を見出し高いパフォーマンスを上げる新興資産運用会社をどのように増やしていくのが論点となる。

こうした新興資産運用会社の創出に際しては、大手の資産運用会社から独立するケースが多いと考えられるが、その独立準備に際して、アセットオーナーからのシードマネー調達やミドル・バック体制の整備などがボトルネックとなり、独立が困難となるケースが存在すると指摘されている。特に、国内アセットオーナーからのシードマネーを調達するに際しては過去の実績が重要となるが、業界慣

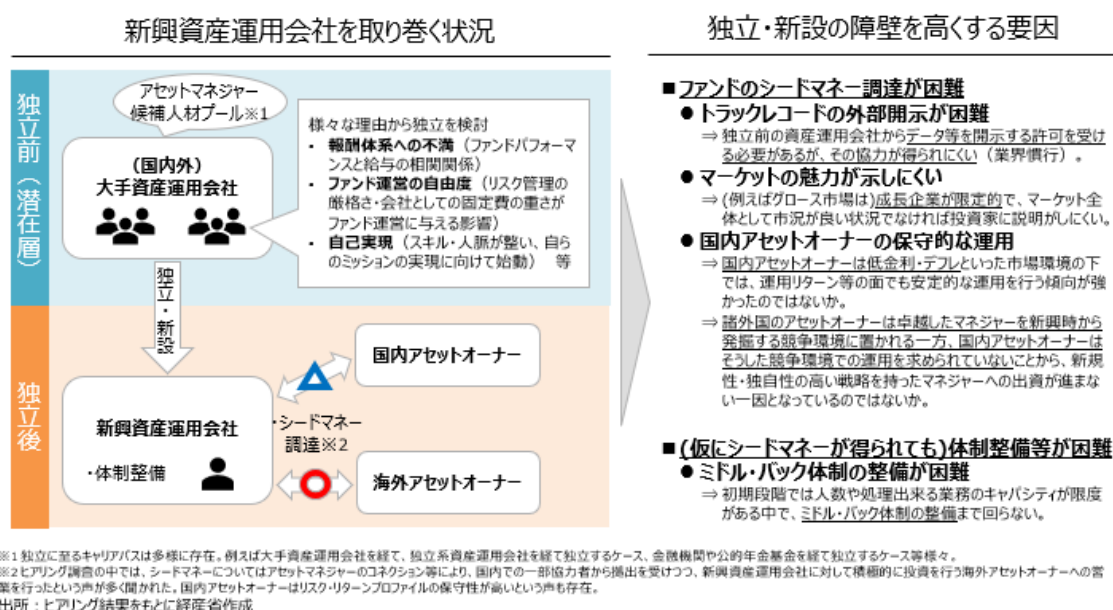
行としてトラックレコードの外部開示が難しいことや、競業避止義務により独立が難しいケースがあること等も影響しているとの指摘も存在する。

新興資産運用会社の市場開拓のイメージ※



※ヒアリングをもとに作成。実際には各ファンドの戦略は多種多様であるため、大手資産運用会社と新興資産運用会社の狙う領域が重複するケースも存在すると認識。新興であっても投資規模の大きな案件を手掛けることの出来るファンドも存在し得る。

図表 23 新興資産運用会社の市場開拓のイメージ



図表 24 新興資産運用会社を取り巻く状況と独立・新設の障壁となる要因

➤ アセットオーナーの状況

前述の新興資産運用会社に対するリスクマネー供給も含めて、市場環境の変化も踏まえつつ、アセットオーナーとしての運用力の向上や運用商品の多様化が求められている。

◇ 国内の公的年金基金の状況

国内の公的年金の一つである GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）では、年金積立金の長期的な運用を行っており、運用目標等については、厚生労働大臣が定める「中期目標（5 年間）」で決められる。中期目標において、長期的に積立金の実質的な利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%を最低限のリスクで確保することを目標に長期的な観点から基本ポートフォリオを策定し、管理するとされている。この中期目標を踏まえて、GPIF 経営委員会で「中期計画」が定められ、オルタナティブ投資³⁷の上限（資産全体の 5%）等もその中で定められている。

GPIF は、運用の効率性の向上及び超過プレミアムの獲得を目的に、流動性の低いオルタナティブ資産を運用資産の 5%を上限として組み入れることとされている。GPIF におけるオルタナティブ資産全体の時価総額は年々増加しており、2023 年 3 月末時点で 2 兆 8,345 億円（総資産の 1.38%）となっている。

2022 年 1 月には、はじめて日本特化型のプライベート・エクイティの運用受託機関を選定し、国内 VC を含む投資を開始するなどオルタナティブ投資への取組を強化している。

◇ 国内の企業年金の状況

企業年金（確定給付企業年金：DB）は、加入者が 930 万人で残高としては 68.1 兆円とされており、残高 17.8 兆円の確定拠出企業年金（DC）と比べると全体としての運用規模は大きい状況である。他方、DB の運用においては、給付額が元々決まっている関係で、確実に給付原資を確保することが重要であり、リスクをとった運用には繋がりにくい。

実際に、DB はデフレ・低金利の環境下で、予定利率を下げながら保守的な運用が行われてきた状況である（DB の平均予定利率は、2004 年が

³⁷ 伝統的な投資対象資産である上場株式、債券に対する「代替的（オルタナティブ）」な投資資産の総称。オルタナティブ資産は、伝統的な投資対象である上場株式、債券とは異なるリスク・リターン特性を有しており、ポートフォリオに組み入れることにより運用の効率性の向上及び年金財政の安定に寄与する効果が期待できる。また、一般的にオルタナティブ資産は、伝統的資産に比べて流動性が低い一方、その分利回りが高いとされている（GPIF, ”オルタナティブ資産の運用とは”より）。

3.57%、2022 年が 2.16%となっており、徐々に目標が引き下げられてきた)。

◇ 国内の金融機関の状況

国内の金融機関（銀行・信用金庫・信用組合等）に関しては、国内の VC への資金供給において約 17%にのぼり、保険会社も含めると全体の内約 32%を占めており、国内の VC に対する資金供給について一定の役割を担っている（図表 20）。また、2023 年 12 月の資産運用立国実現プランを踏まえて、各金融機関は資産運用力強化に向けた戦略を提示しており、新興資産運用会社の育成を含めた取組の検討を始める国内金融機関も出てきている。

◇ 事業法人の状況

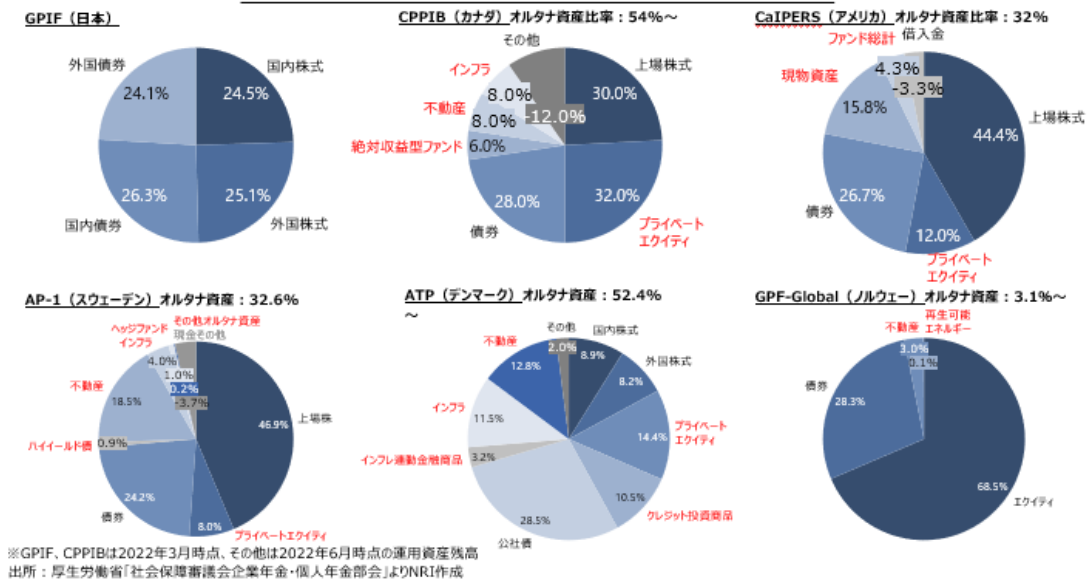
国内の事業法人（CVC を含む）は、国内の VC への資金供給において 31.7%を占めており、国内 VC に対する資金供給について金融機関と同様に一定の役割を担っている（図表 20）。また、スタートアップに対する投資額に占める割合についても 2023 年で 24.3%にのぼり、役割が大きい主体の一つである³⁸。

◇ 海外アセットオーナーの状況

海外のアセットオーナーは、日本のアセットオーナーと比較すると、プライベート・エクイティをはじめとしたオルタナティブ資産への投資を積極的に行う傾向にある（図表 25）。

³⁸ Initial, “<https://initial.inc/articles/japan-startup-finance-2023>”

世界の主要公的年金基金の資産構成割合※



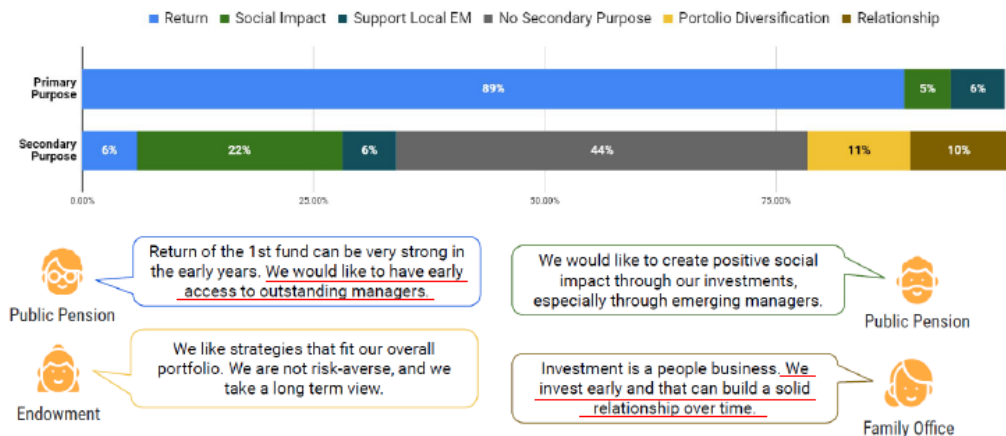
図表 25 世界の主要公的年金基金の資産構成割合

また、海外のアセットオーナーは、以下（図表 26）にあるように、リターンの獲得を主な目的としつつも、卓越したマネジャーを早期段階から発掘することや、そうしたマネジャーとの強固な関係構築を早い時期から行うことも念頭に置きながら、新興資産運用会社に対する早期の投資に取り組んでいるという特徴がある。

Invest in EM for Return, Social Impact and Diversification

Return seeking is the dominating reason for an EM allocation

Purpose of EM Allocation



※ 上記の「%」は、Fincityによる機関投資家へのインタビュー調査の中での回答状況。

出所: Fincity Tokyo, "Global Asset Allocator Survey Report for Emerging Manager Allocation"より抜粋。赤字下線は経産省加筆。

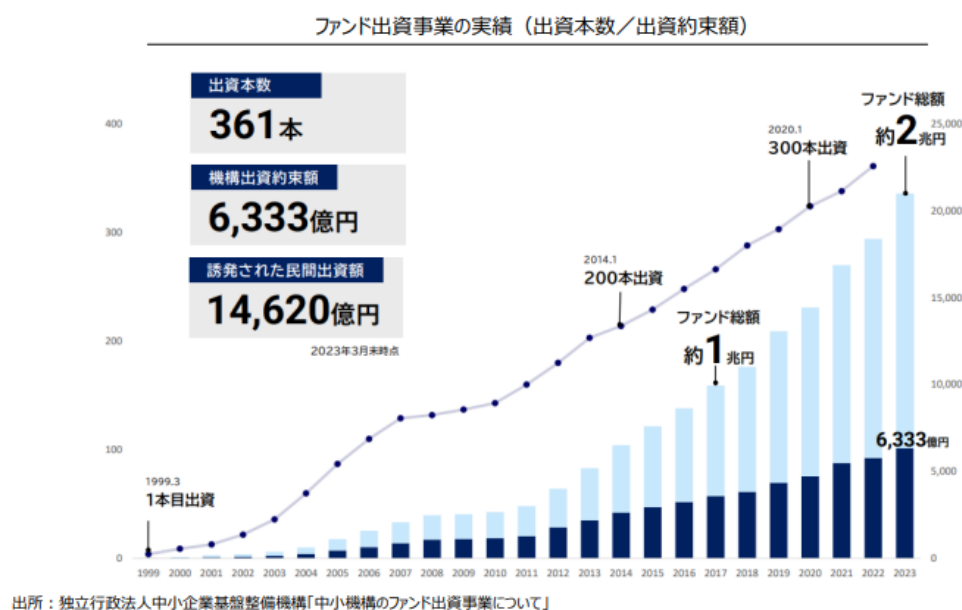
図表 26 海外アセットオーナーによる新興資産運用会社への投資の位置付け

➤ 官民ファンド等の公的資金の状況

官民ファンドは、政府・民間から拠出された資金を原資として、政策目的を実現するための投資活動を行うファンドであり、政府の成長戦略の実現や新たな産業・市場の創出等の分野において、民業補完・民間資金の呼び水の役割を果たしている。

例えば中小企業基盤整備機構においては、ファンド出資事業の開始（1998年度）以来、2022年度末までに361本のファンドに対して、6,333億円の出資約束を行い、国内のGPによるファンドレイズを継続して下支えしてきた経緯がある（図表27）。

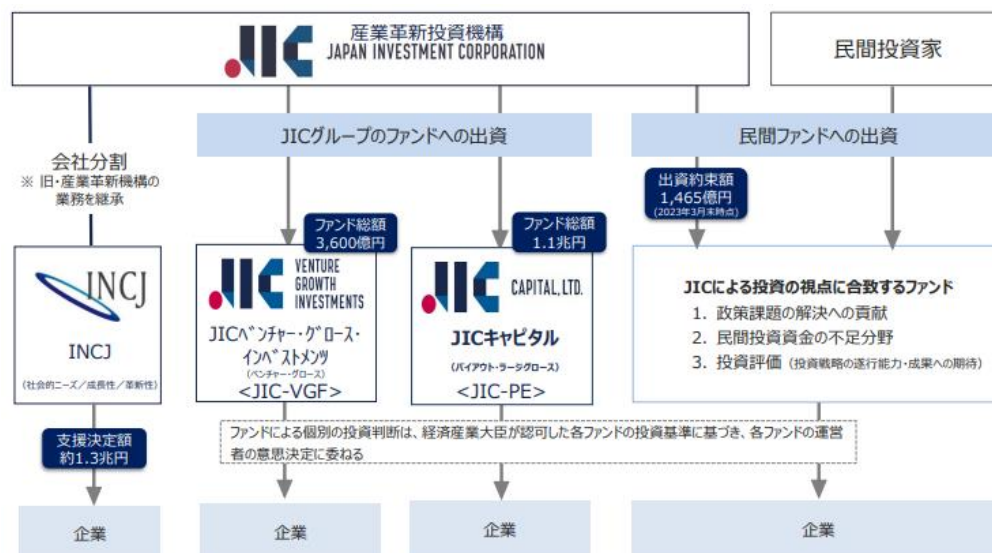
さらに同機構では、資金力や海外展開ノウハウを有する国内外のグローバルVCが運営するファンドへの出資を通じて、グローバル展開を目指す国内のスタートアップへのリスクマネーの供給や海外展開ノウハウの提供を促進する取組（グローバルスタートアップ成長投資事業）を行っている。



図表 27 中小機構におけるファンド出資事業の実績

また、産業革新投資機構（JIC）も同様にリスクマネーの供給に貢献している。JICは産業競争力強化法に基づき2018年9月に発足した投資会社であるが、傘下のファンドや民間ファンドへの投資を通じて、政策的に意義のある事業分野へのリスクマネーを供給する役割を担ってきた。JICでは、グループ子会社の2社（JICベンチャー・グロース・インベストメンツ株式会社、JICキャピタル株式会社）が運用するファンド及び民間ファンドに対して出資を行い、個別企

業に対してはファンド運用会社（GP）が投資を行う形となっている（図表 28）。



図表 28 JIC のファンド投資実施体制

JIC は、民間では資金募集が難しい投資領域におけるファンドの立ち上げ支援の役割も担っている³⁹（図表 29）。例えば、ファンド満期を迎える VC 等からスタートアップの株式を譲り受けるダイレクトセカンダリーファンドについて、国内市場にプレイヤーがほぼおらず、民間からの資金調達が困難とされているため、JIC がファンドの立ち上げ支援に取り組んでいる。その他、ディープテック⁴⁰への投資に取り組むファンドや大学ファンドに対する立ち上げ支援にも取り組んでいる。

³⁹ JIC は当該ファンドへの出資、JIC の信用による呼び水効果の発揮などにより、ファンドの立ち上げを支援している。

⁴⁰ 特定の自然科学分野での研究を通じて得られた科学的な発見に基づく技術であり、その事業化・社会実装を実現できれば、国や世界全体で解決すべき経済社会課題の解決など社会にインパクトを与えられるような潜在力のある技術のこと。



出所：株式会社産業革新投資機構記者会見資料（2023年12月）

図表 29 JIC によるファンドの立ち上げ支援

（２） 今後のあるべき姿

未上場レイター段階から上場後にかけての投資家層の拡大のためには、金融業界内における人材の流動性を高め、ナレッジを共有していくことが重要である。

また、大規模な投資が可能な国内外の機関投資家からの資金供給の拡大を図り、未上場レイター段階におけるスタートアップへの投資を行うプレイヤーを拡大していくことが求められる（これまで国内の VC やスタートアップに対する資金供給に一定の役割を担ってきた金融機関や事業会社の役割も引き続き重要である）。

さらに、VC・投資信託等によるクロスオーバー投資の促進や安定株主の確保を進めることが重要である。

加えて、市場環境の変化を踏まえて、アセットオーナーによる新興資産運用会社に対する投資を含めたオルタナティブ投資の拡大や、アセットマネジャーの独立の促進を通じたファンドエコシステムの環境を整備していくことが必要である。

官民ファンド等の公的資金については、本研究会において多くの委員から指摘があったように、民間ではリスクが取りにくいセクターやフェーズでの民業補完を徹底しながら、引き続きリスクマネー供給等に取り組むことが求められる。

（３） 政策の方向性

➤ VC 等における国内外の機関投資家からの資金受託拡大

VC 等による国内外の機関投資家等からの資金受託を促進するためには、ファンド・パフォーマンスの適切な評価とファンド間の比較を可能にする観点から、非上場株式の公正価値評価の導入・普及が必要となる。現状では、公正価値評価

を実施している VC ファンドは本数ベースで 19%程度⁴¹と普及が限定的な状況だが、経産省では 2023 年 12 月 5 日付「投資事業有限責任組合会計規則」（LPS 会計規則）により、投資事業有限責任組合が投資する資産の評価について、公正価値評価を原則として位置付けるなど、公正価値評価の普及に向けて取り組んでいる。また、企業会計基準委員会においても、上場企業等が保有する VC ファンドの出資持分に係る会計上の取扱いについての検討が進められており、企業会計基準においても公正価値評価の活用が進んでいくことが期待される。

また、VC 等が国内外の機関投資家から資金受託を実現していく上では、前述の公正価値評価の導入に加えて、VC 等自身における持続可能な経営体制の構築やコンプライアンス管理、LP 投資家に対する情報提供、投資先であるスタートアップの価値向上に資する取組等も重要である。そうした取組も含めて、広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC について、LP 及び GP において推奨・期待される事項を整理することが必要である。

➤ VC・投資信託等によるクロスオーバー投資の促進や安定株主の確保

未上場段階と上場段階がシームレスにつながり、投資家層が薄い領域においてファンドエコシステムを活発化させるためには、VC や投資信託等によるクロスオーバー投資や安定株主の確保を促進することが重要であり、論点として指摘されているインサイダー対応や、親引けなどの安定株主の確保に繋がるプラクティスの整理・普及に向けた検討が必要である。

また、投資信託協会の自主規制規則の変更によって可能となった投資信託への未上場株式の組入れについては、一般投資家にとってはプロフェッショナルの目利きを介して未上場株式に投資を行う機会でもあるため、こうした取組が普及していくことは、様々な主体からのリスクマネー供給の観点から重要である。投資信託において、未上場株式が組み入れられることによってクロスオーバー投資が進展し、安定株主として機能していくことが期待される。今後、未上場株式を組み入れた投資信託を運用していく中で、実務上の課題（流動性に対する対応や公正価値評価の実施方法等）も発生することが想定されるため、当該制度の活用状況を注視しつつ引き続き課題の整理や対応の検討を行うことが必要である。

➤ 新興資産運用会社の新規参入促進

主に上場後にかけて投資家層が薄い領域について、市場環境の変化も踏まえつつ、新興運用業者促進プログラム（日本版 EMP）の取組等を通じて、アセットオーナー（金融機関・年金基金・大学基金等）が新興資産運用会社も含めて「オ

⁴¹ 日本ベンチャーキャピタル協会・Preqin. “PREQIN 日本特集：国内 VC パフォーマンスベンチマーク第 5 回調査アップデート（2022 年版）”

ルタナティブ投資の拡大」に対してより積極的に取り組んでいくことが求められる。

また、新興資産運用会社の新規参入促進の観点から、ミドル・バックオフィス業務の委託に係る制度整備（ミドル・バックオフィス業務を受託する事業者の任意の登録制度の創設と、当該登録業者に委託する場合の投資運用業の登録要件の緩和等）や、ファンド運営機能への特化を可能とする制度整備（投資実行権限の全部委託を可能とする等）について、金融商品取引法が改正（2024年5月15日）されたが、新興資産運用会社のニーズや当該制度の活用状況を注視しつつ、引き続き課題の整理を含めた検討を行うことが必要である。

➤ 官民ファンド等による公的資金の供給

民間ではリスクが取りにくいセクターやフェーズにおいて、官民ファンドを含む公的資金の出し手が民業補完を徹底しながらリスクマネー供給に取り組むことが必要である。

また、希薄化を伴わない資金としての補助金の活用や、スタートアップの実績・売上の創出に向けた調達支援として、SBIR (Small Business Innovation Research)⁴²の活用やスタートアップの製品・サービスの調達を念頭に置いた LOI (Letter of Intent)⁴³の活用の促進を進めることも、スタートアップへのファイナンスの円滑化に資するものと考えられる。

⁴² 我が国の SBIR 制度（新 SBIR 制度）は、政策課題や政府調達ニーズに基づき、スタートアップ等による研究開発とその成果の事業化を支援し、それによって我が国のイノベーション創出を促進することを目的とした制度である。同時に、革新的な技術を社会実装していくことで我が国が直面する様々な社会課題を解決に導くことも目的の1つである。新 SBIR 制度の下では、「特定新技術補助金等」と「指定補助金等」という2種類の補助金等がスタートアップ等向けに交付される。

⁴³ 特定の取引やプロジェクトに対する意図を正式に文書化したものであり、調達においては大企業側からの需要表明とそれに対する供給を行う意思があることを合意として示す文書。事業会社とスタートアップにおける製品の購買契約に向けては、初期段階での LOI 締結により取引の具体化を図りつつ、オフテイク契約（供給者が提供する予定の製品やサービスの全部または一部を購入または販売するための供給者と購入者の間の取り決め）により事前購買契約を行うことが多い。

3-5. ファンドエコシステム — デットファイナンス

(1) 現状と課題

➤ スタートアップにとってのデットファイナンスの位置付け

スタートアップの資金調達においては、エクイティファイナンスとデットファイナンスをうまく組み合わせて行うことが重要であり、昨今ではデットファイナンスを効果的に活用するスタートアップが増えてきている状況である。

エクイティファイナンスは、スタートアップにとって、資本コストがデットファイナンスと比べて高い一方で、資金使途に限定のない成長投資に使いやすい資金である点で利点がある。

デットファイナンスには、エクイティファイナンスよりも相対的に低い資本コスト、株式希薄化の回避（新株予約権付融資を行う場合には、新株予約権分については権利行使時に希薄化する）、次期資金調達までの期間確保（事業を拡大させてバリュエーションをより高い水準に引き上げることができたタイミングで、次の投資ラウンドを迎えるなどの対応が可能となる）といった利点が存在する。

他方で、デットファイナンスには、利息の支払いや期限到来に伴う元本の返済義務が存在するなど、一定の負担等もあるため、スタートアップのファイナンス戦略によって活用方法は変わってくると考えられる。また、本研究会では、スタートアップ側がデットファイナンスに対する知見をどの程度有しているかという点も課題としてあげられた。デットファイナンスは全てのスタートアップが使わなければならないものではなく、様々なファイナンスの選択肢が揃っていることが重要であるという意見もあった。

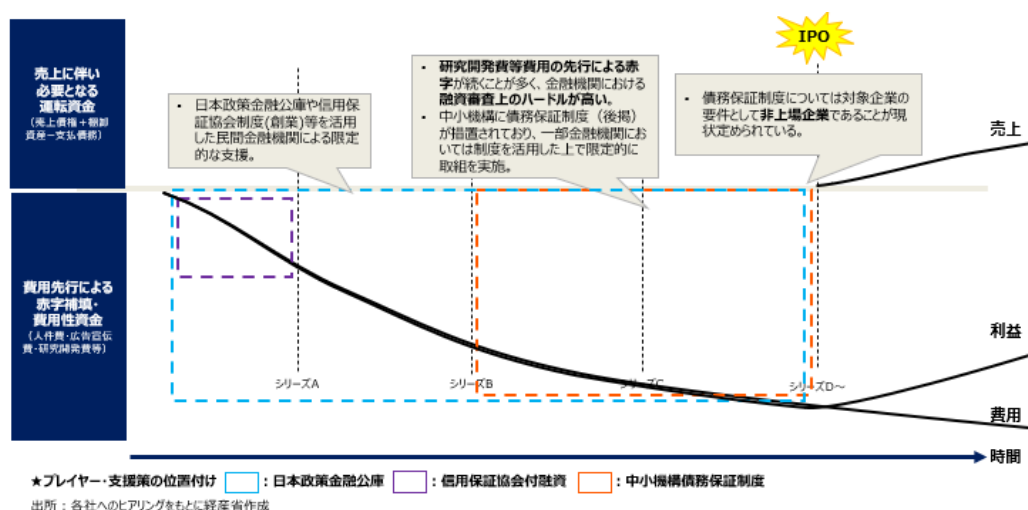
スタートアップにおけるデットとエクイティの違い			(エクイティにはない) デットの意義	
	デット (融資・新株予約権付融資)	エクイティ	①株式希薄化の回避	
主な資金供給者	公的金融機関 民間金融機関（メガ・地銀等） デットファンド 等	VC 事業会社 個人投資家 等	➤エクイティでの資金調達と比べると低コストでの資金調達が可能で、希薄化を防ぐことができる（新株予約権付融資の場合は、その新株予約権分については権利行使時に希薄化）。	
資金供給者の主な原資	預金 (デットファンドの場合は外部の投資家からの出資)	ファンドへの出資金	②次期資金調達までの期間確保	
資金供給者とスタートアップの関係性	債権者	株主	➤デットを組み合わせることにより、事業を拡大させてバリュエーションをより高くできたタイミングで、次のエクイティ調達ラウンドを迎える等のファイナンスアクションを取ることも可能に。	
資金返済義務	有	無		
資金使途	限定あり (融資は運転資金が原則)	限定なし		
企業から見たファイナンス上の位置付け	・ (返済可能性も含めて) 先行きが一定見えている中で、事業にレバレッジをかけるための資金 ・ 事業継続の運転資金	・ 赤字であったり先行きが見えない中で、資金使途の限定がない成長投資のための資金		

融資：貸し手と借り手の間の契約に基づき金融機関・デットファンドから行われる融資（エクイティは含まない）。保証協会や中小機構の保証制度を活用した融資や日本政策金融公庫による融資等も存在。
新株予約権付融資：デットとエクイティ（新株予約権）の要素を組み合わせた資金供給手段で、金融機関・デットファンドから提供される。日本政策金融公庫による新株予約権付融資のスキームも存在。

図表 30 デットファイナンスの位置付け（エクイティとの対比）

2022年のスタートアップによるデットファイナンスは3,000億円超で2020年、2021年の4倍程度となっており、直近で大きく規模が拡大している⁴⁴。2023年は市況の悪化の影響で約1,855億円となったが、同年のエクイティファイナンスの約25%に相当する規模であり、また1件当たりの金額規模についても、100億円を超える金額規模でのデットファイナンス事例もあるなど、引き続きスタートアップによる積極的な活用が進んでいる状況である。

ディープテック企業におけるデットファイナンスの活用については、以下のとおり、中小企業基盤整備機構の債務保証制度（革新的技術研究成果活用事業円滑化債務保証制度）を中心に、金融機関への保証等を通じて、金融機関のリスクを抑え、デットでの資金供給を促す制度が活用されている（図表31）。他方で、同機構の債務保証制度は、要件として未上場企業を対象としており、上場後のディープテック企業のデットファイナンスについては、現状対象外であることには留意する必要がある。



図表 31 ディープテック企業へのデットファイナンスに係る支援イメージ

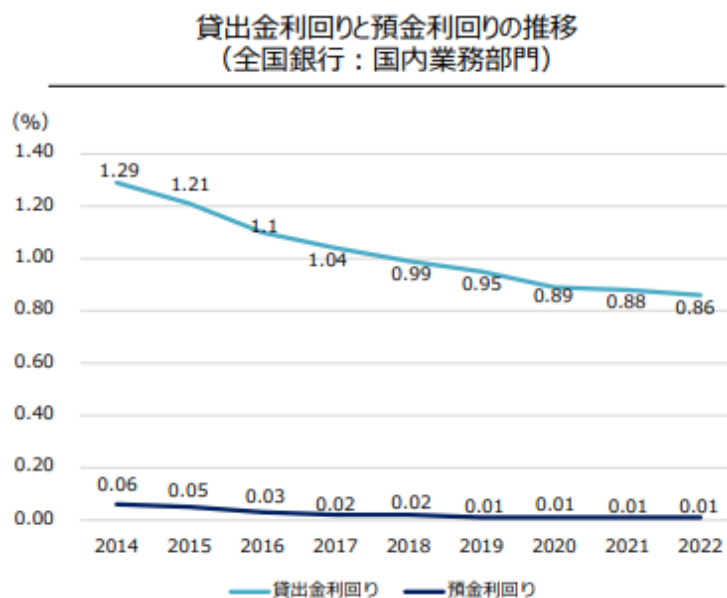
➤ 金融機関におけるスタートアップ向けの取組の必要性（新規探索の必要性）

金融機関側の市場環境については、調達コストである預金金利がゼロ付近で滞留する一方で、貸出金利は継続して低下基調にあり、預貸利鞘（貸出金利回り－預金金利回り）が縮小する状況にある。

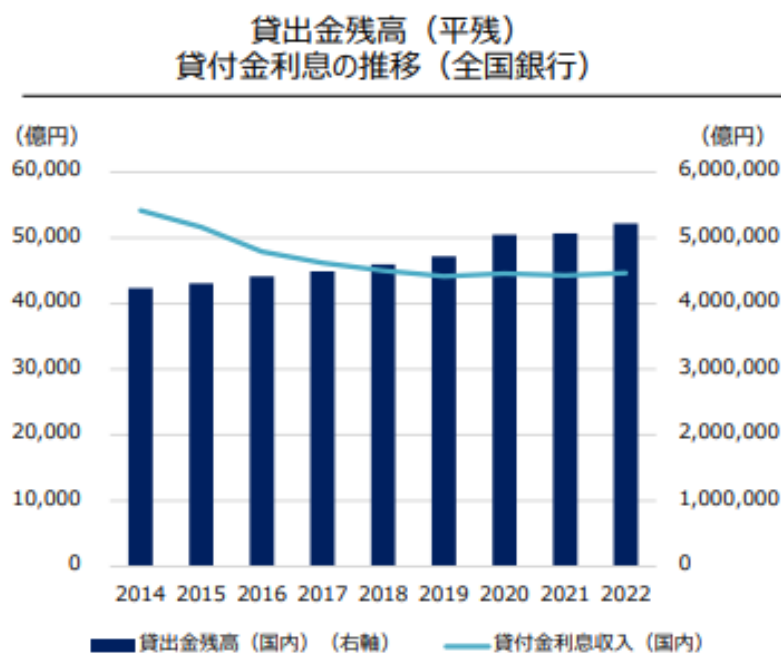
国内での貸出残高に目を向けると、増加基調にある。その一方、貸出金利が低下基調にある中で、貸出による貸付金利息収入は伸び悩んでいる状況となってい

⁴⁴ initial, “<https://initial.inc/articles/japan-startup-finance-2023>”

る（図表 32、図表 33）。日銀のマイナス金利政策の解除により、今後は、貸出金利の水準が変化することも考えられる。



図表 32 貸出金利回りと預金利回りの推移⁴⁵

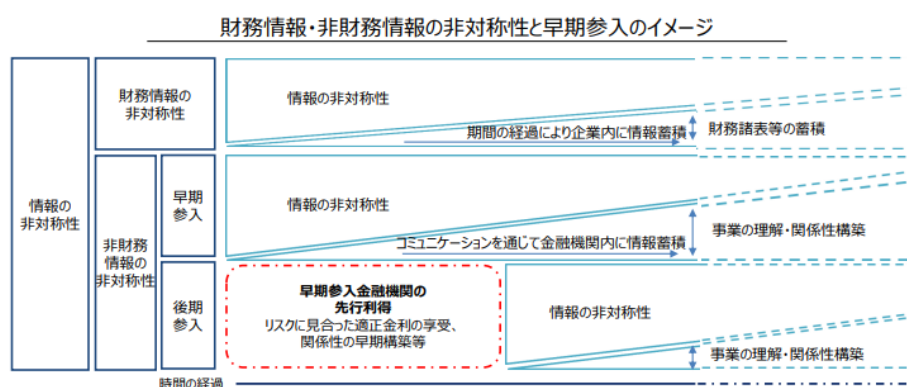


図表 33 貸出金残高及び貸付金利息の推移⁴⁶

⁴⁵ 一般社団法人全国銀行協会「全国銀行決算発表」より経産省作成

⁴⁶ 一般社団法人全国銀行協会「全国銀行決算発表」より経産省作成

しかしながら、金利上昇の見通しは依然として不透明であることや金融機関の間での顧客獲得における差別化が必要であるという環境の下では、金融機関として中長期的な目線から新規の顧客基盤の開拓を検討していくことが重要となってくる。一般的に貸し手と借り手の間には「情報の非対称性」が存在し、特にスタートアップにおいては新しい技術やビジネスモデルを持つことが強みの源泉であることから、一般企業のケースと比べて情報の非対称性（特に非財務情報の非対称性）が大きくなる。そのため、金融機関にとっては、スタートアップ等の情報の非対称性が高い顧客と早期に関係を持つことは、正確な事業の評価、スタートアップ側のニーズへのソリューション提供等において他社に対する差別化要素を作る機会となることを意味する。結果として先行利得としての市場開拓や、中長期的な顧客基盤としての関係性の構築に繋がり得ることから、顧客獲得競争が生じている現在の環境において、スタートアップを含めた取引先の早期探索は金融機関にとって重要な取組になる。この点、本研究会においては、「一部の金融機関は積極的に取り組み始めているが、まだ取り組むことができていない金融機関も多く、そのような金融機関による新規開拓が進むことが重要である」との意見もあった。

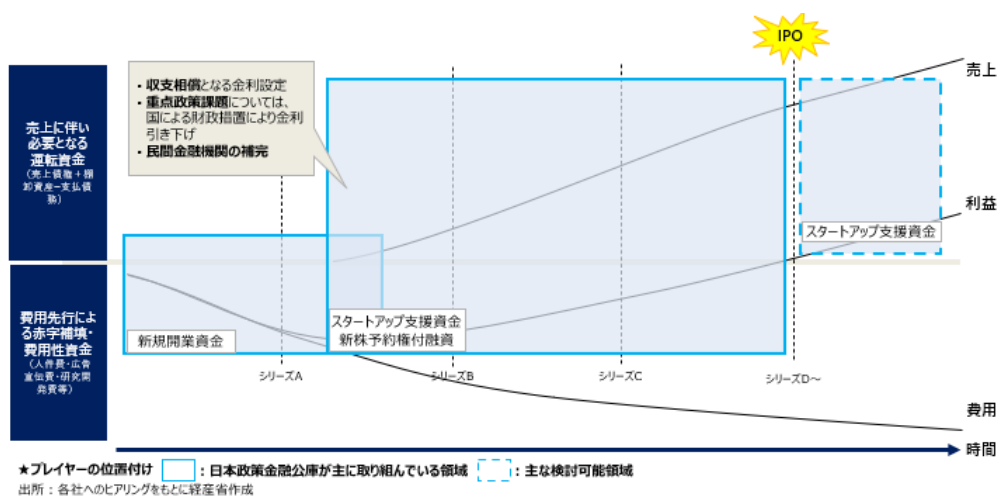


図表 34 金融機関が新規先探索を行う重要性（情報の非対称性のイメージ）

➤ 金融機関におけるスタートアップ向けの取組の実態

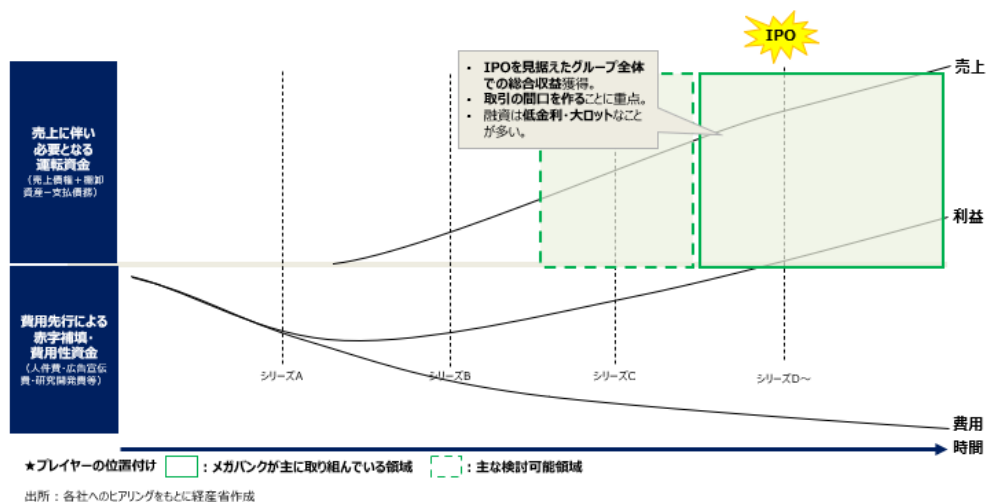
スタートアップ向けの融資や新株予約権付融資を通じて資金供給を行うプレイヤーは、それぞれのリスク許容度・求めるリターンの程度を踏まえて参入している。以下（図表 35）のとおり、日本政策金融公庫は、創業期の事業化資金は新規開業資金を用いて、また事業拡大期の成長資金はスタートアップ支援資金（新株予約権付融資等のベンチャーデット）を用いて、成長ステージに応じたスタートアップへの幅広い支援を実施している。各種金融機関と比較すると、長期間で

の提供であるケースが多く、幅広いフェーズで活用されている。なお、収支相償となる金利設定を行っている。



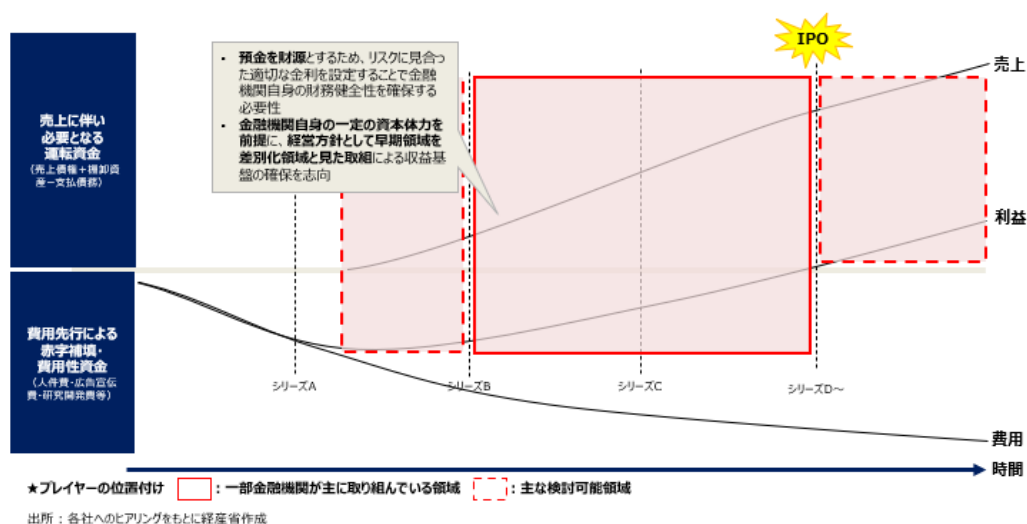
図表 35 日本政策金融公庫における取組の状況

メガバンクについては、以下（図表 36）のとおり、グループ全体での総合収益（例：IPO 主幹事業等）を見込むこともできるため、資本体力を生かした低金利・大ロットでの融資・新株予約権付融資を提供するケースが多い。そのため、一部の事例を除いて、基本的にはプレ IPO フェーズに入った案件を手がけるケースが多く見られる。



図表 36 メガバンクにおける取組の状況

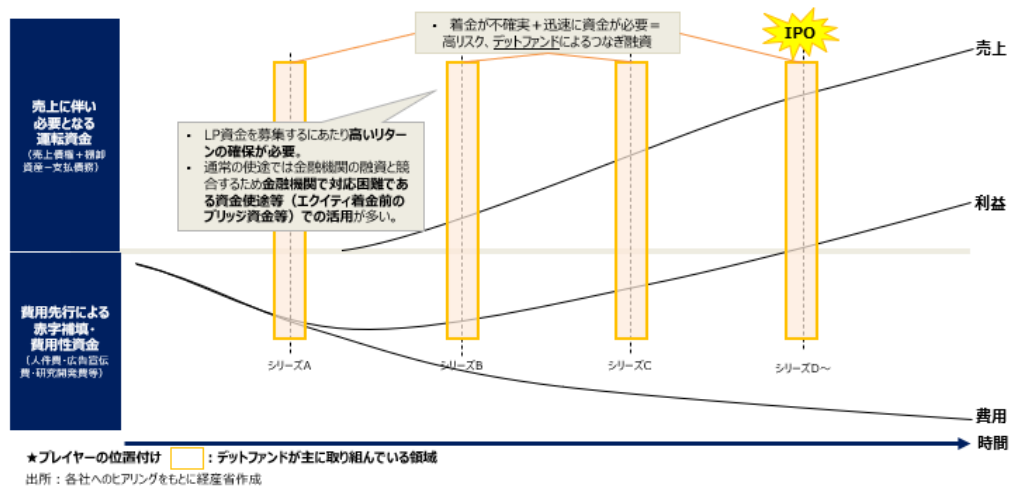
メガバンクを除いた一部の金融機関（一部の地銀を含む金融機関）は、成長初期のスタートアップを差別化領域として、先行的にスタートアップ向け融資・新株予約権付融資に取り組んできた知見を生かして、リスクを取りながら、より早期段階のスタートアップへの融資を中心に取り組んでいる。



図表 37 一部金融機関における取組の状況

デットファンドがデットファイナンスを提供するケースも近年増えてきており、独立系ファンドの場合は、LP 出資を受けたファンドを通じて、比較的高金利・短期間での融資・新株予約権付融資（主にブリッジファイナンス）を提供することが多い。

デットファンドは、VC 等と連携して将来のエクイティファイナンスの蓋然性を読み、スタートアップの資金調達ニーズに迅速に responding している。デットファンドの LP 投資家は、現状では主に地銀や事業会社等とされており、系列の金融機関等による 100%出資を原資にファンド運営を行う「キャプティブ」な運用形態も存在する。他方、諸外国においては、年金基金等を含む機関投資家からの LP 出資を募ってデットファンドを組成し、融資や新株予約権付融資を提供しているケースも存在する。



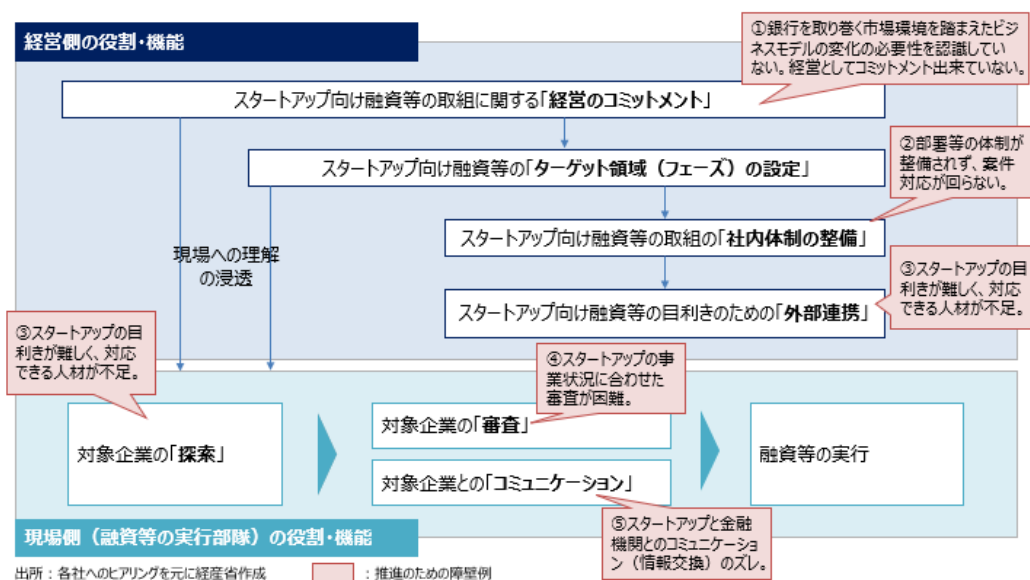
図表 38 デットファンドにおける取組の状況

➤ 金融機関がスタートアップへの融資を行う上での課題

金融機関がスタートアップ向けの取組を新たに進めていくに際しては、経営側と現場側（融資等を実行する部署）においてそれぞれ障壁があると考えられる（図表 39）。

特に、本研究会で議論が行われたように、金融機関がデットガバナンスも含めて役割を発揮していく上で、金融機関側にスタートアップの目利きも含めたノウハウが組織として蓄積されておらず、属人的になってしまっていることが課題として大きいと考えられる。そのため、現場でもスタートアップと金融機関の間でのコミュニケーションがかみ合わないという事象や、金融機関内で審査を実際に

通していくことが難しいといった事象が発生しており、スタートアップ向けの取組をうまく進められていない金融機関も多いのではないかと考えられる。



図表 39 金融機関による新規先（スタートアップ）探索の障壁例

（２） 今後のあるべき姿

このようなエクイティ投資の補完的な役割としてのニーズの高まりを踏まえ、ディープレック企業も含めて、スタートアップの特性に応じたデットファイナンスの活用が進んでいくことが重要となる。

また、今後の金利のある世界においては、金融機関が「稼ぎ方の多様化・リスク分散」に取り組むことの重要性が高まっており、金融機関側のリテラシー・目利き力の向上や、スタートアップと金融機関のコミュニケーションの円滑化が図られながら、多様な資金供給の担い手が参入していくことが重要である。

（３） 政策の方向性

➤ スタートアップと金融機関のコミュニケーション円滑化・ノウハウの蓄積

スタートアップの資金調達においては、エクイティファイナンスとデットファイナンスを企業の戦略や置かれた状況に応じて組み合わせて活用していくことが重要である。金融機関としても新規顧客の開拓を進めることが必要である中、その一つの方向性としてスタートアップ向けの取組を強化していくことは重要である。そのためには、双方のコミュニケーションの円滑化や業界としてのノウハウの蓄積・普及が必要となる。

このような状況を踏まえ、金融機関をはじめとする貸し手、ディープテック企業を含むスタートアップ等の借り手の双方に対して、スタートアップにおけるデットファイナンスの活用方法に関する手引きを作成するなど、その普及に向けた取組の検討を進めることが必要である。

➤ ディープテック企業のデットファイナンス活用促進

事業化まで時間と大規模な資金が必要なディープテック分野のスタートアップが状況に応じてデットファイナンスを活用しながら成長していくことも重要である中、中小機構の債務保証制度等は大きな役割を果たしている。ディープテック企業や金融機関のニーズを踏まえつつ、その拡充に向けて検討を行うことが必要である。

4. おわりに

以上が、2023 年 11 月以降、スタートアップ・ファイナンス研究会における議論を整理したものである。

本とりまとめにおいて示した論点について、今後も関係者と継続的な議論を行い、制度整備も含めた政府としての取組を検討していくことが必要である。また、本とりまとめにおいて示したスタートアップのファイナンスに関わる重要な要素について、各関係者が参照して認識されることを通じて商慣行の変化も含めた行動変容が促されることを期待したい。なお、本研究会では焦点を当てていないが、スタートアップのファイナンスエコシステムの発展のためには、スタートアップの人材育成、事業環境整備、オープンイノベーションの促進なども併せてしっかり進めていくことが必要不可欠である。

スタートアップの資金調達環境は、この十数年の間に、様々な当事者の取組も相まって着実に発展してきた。それを前提とした上で、次世代の産業創出・今後の経済発展の牽引役を担うスタートアップの創出・育成を更に加速するためには、本研究会にて議論された「市場制度改革」や「ファンドエコシステムの構築」を通じた「ファイナンスの多様化」、「ガバナンスの向上」のそれぞれが進展することが必要不可欠であり、そのような取組が我が国においてメガスタートアップを創出させるようなエコシステムの構築につながっていく。言うまでもないが、我が国のスタートアップ・エコシステムの更なる発展に向けて、スタートアップ・投資家・各種金融機関・公的機関等がそれぞれ連携しながら、継続的に取り組んで行くことが引き続き重要である。

本研究会で検討を行った諸課題も含め、幅広い分野に目を配りながら、関係者による検討と改善の努力が今後も継続され、我が国のスタートアップ・エコシステムがまた一段ステージを上っていくことを期待する。

スタートアップ・ファイナンス研究会 開催状況

第1回 令和5年11月1日（水）

テーマ：研究会設置の背景や問題意識

未上場株式市場の在り方

ゲスト：一般社団法人新経済連盟

第2回 令和5年12月5日（火）

テーマ：上場市場の在り方

ゲスト：株式会社マネーフォワード

シンプレクス・アセット・マネジメント株式会社

第3回 令和6年2月8日（木）

テーマ：資産運用業のエコシステムの在り方

ゲスト：レオス・キャピタルワークス株式会社

第4回 令和6年3月13日（水）

テーマ：スタートアップのデットファイナンスの在り方

官民ファンドの在り方

ゲスト：株式会社商工組合中央金庫

第5回 令和6年4月25日（木）

テーマ：これまでの議論を踏まえた論点整理と今後の方向性

第6回 令和6年5月14日（火）

テーマ：とりまとめ

スタートアップ・ファイナンス研究会 委員名簿

令和 6 年 5 月時点
(五十音順、敬称略)

座長

長谷川 博和 早稲田大学 経営管理研究科 教授

委員

有吉 尚哉	西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士
磯崎 哲也	フェムトパートナーズ株式会社 代表取締役
岩谷 渉平	アセットマネジメント One 株式会社 ファンドマネジャー
大櫃 直人	株式会社みずほフィナンシャルグループ/株式会社 みずほ銀行 理事/エグゼクティブアドバイザー
加藤 道子	Woven Capital パートナー
郷治 友孝	一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 代表理事
作井 英陽	株式会社 JDSC 取締役 CFO
鈴木 健嗣	学習院大学 経済学部経営学科 教授
村上 誠典	シニフィアン株式会社 共同代表

オブザーバー

金融庁、中小企業庁、東京証券取引所

事務局

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課、新規事業創造推進室