

# 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

(説明資料)

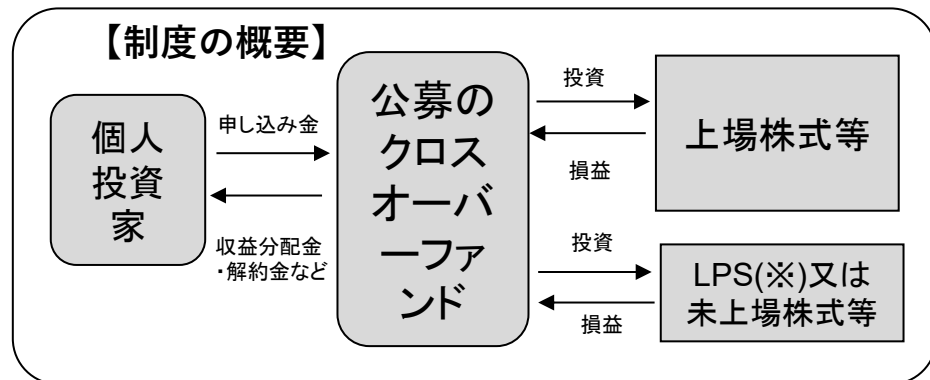
2026年6月25日



# 未上場株式の投資信託組入れに係る制度改正の概要 (2024.02.15 及び2024.06.11施行済み)

## 制度の目的・概要

- 米国では上場までの平均期間が長期化し上場前に大きく成長する企業が増える中、米国ミューチュアルファンド等が企業の上場前の成長収益を得る目的等で未上場株式にも投資しており、クロスオーバー投資が増加。
- 一方、日本では投資信託のポートフォリオに未上場株式を組み入れることは法令上禁止されていないものの、公募の投資信託への未上場株式の組入れ実績が極めて乏しい状況にあったことから、流動性リスク管理や基準価額算定に係る未上場株式の評価のあり方を整理する必要があると判断し、規則整備を実施。
- 本制度の整備及び規則改正により、投資信託を通じて、未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実現され、さまざまな成長ステージの企業に円滑な資金供給がなされることを期待。



(※)LPSなど投資事業有限責任組合を通じて未上場株式等への投資を想定

## 【期待される役割(未上場株式)】

- ・公募の投資信託を通じて、未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を実現し、企業へ円滑に資金供給がなされることを期待。
- ・貯蓄から資産形成を目指す個人に対し、資産形成手段の商品の選択肢を増加し、個人が長期に成長が見込まれる未上場株式への容易なアクセス手段として、投資信託を通じてプロの運用会社が商品提供することを期待。

## 日本の公募の投資信託の未上場株式等の取扱い

- ・未上場株式の公募投資信託への組入れについては、一定の組入れ可能要件を課した上で、投資事業有限責任組合などを通じた間接投資分と合算の上、原則として投資信託財産の15%以内となる規則を新設。(2024.02施行)
- ・未上場株式の評価価値については、従来の気配相場を改め、公正価値測定に基づく時価で評価するよう規則を改正。(2024.02施行)
- ・未上場株式などの低流動性資産を組み入れた投資信託については、投資信託約款に必要事項を記載することを条件に、基準価額の日々計算の適用の除外を可能とする規則を改正。(2024.06施行)

## 米国のミューチュアルファンドの未上場株式等の取扱い

- ・組入資産のうち非流動性資産の比率を15%以内に収めることが米国SEC規則で求められている。
- ・1940年投資会社法にて、価値評価が困難な資産はファンドの取締役会が誠実に決定するとされ、未上場株式は取締役会が定めた評価方法により算出された公正価値で評価するとされている。



## スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する 報告書（2025年9月報告）における課題認識

・旧投資信託協会規則の一部改正（R5.12.21改正R6.2.15実施※）により、投資信託への未上場株式の組入れを15%（LPS等を通じた間接投資含む）までとすること、未上場株式は時価で評価することなどが規定され、その後、実際にクロスオーバー投資を行う投資信託の設定が行われた。  
※資産運用業協会HP：[https://www.imaj.or.jp/about/publiccomment/20231221\\_02.html](https://www.imaj.or.jp/about/publiccomment/20231221_02.html)

・2025年1月、日本証券業協会において同懇談会が設置され、市場関係者のニーズ等に基づく非上場株式の取引制度の課題等に関する検討が行われた。全7回開催され、2025年9月5日に日証協HPにて公表された「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）」において、「一時的な組入比率上限の超過を避けるべく抑制的な運用となっている」等の実務上の課題認識と、投資信託を通じた投資拡大に向けた検討の必要について言及された。

### 日本証券業協会「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」

資料及び議事録は日証協HPに掲載：<https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/startup/>

### 「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）」より抜粋

【P14】 3. SPVスキーム・投資信託・エンジェル投資家 (2) 課題及び今後期待される取組み等について

（前略）投資信託を通じた非上場株式投資においては、公募投資信託への原則15%までの非上場株式の組入れについて整備がなされたところではあるが、**一時的な組入比率上限の超過を避けるべく抑制的な運用となっている等の実務上の課題が指摘されている。**また、日本においては、EUのELTIFや英国のLTAF等、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存在しない。（中略）SPVスキーム、投資信託やエンジェル投資家によるスタートアップ企業等への投資の拡大に向け、上記課題を踏まえ、関係各所において、更なる課題の整理（※35）や課題解決に向けた議論が進められることが期待される。

また、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。（中略）

―― 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（以下略）

※35 SPVスキームや投資信託については、上記(2)に記載した課題の他、本懇談会の委員より「SPVスキーム及び投資信託といったビークルを通じた投資であっても最終投資者に個人投資家が含まれる場合には、販売や勧誘のあり方について十分な配慮をすべき」との発言があった。

# 未上場株式等の組入比率等の制限を超えた場合の対応に関する整備 (2026. 04.15施行済※)

※資産運用業協会HP：<https://www.imaj.or.jp/about/publiccomment/20260415.html>

## 投資信託等の運用に関する規則の概要

- ① 新たな未上場株式等を組入れない。
- ② 組入比率適正化計画を作成。 ※
- ③ 当該計画に基づき組入比率を上限内に調整するよう取り組む。

※規則改正と同日に「組入比率適正化計画作成に当たっての参考項目及び事例」を資産運用業協会会員の投資信託委託会社向けに公表・周知

## 投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則の概要

- ① 作成した組入比率適正化計画を運用会社HP他に開示。
- ② 販売会社と連携、顧客への勧誘時に適切な周知実施。
- ③ 組入比率上限を超え30日以上、継続の場合、組入比率適正化計画の内容を精査/再度運用会社HPにUPDATEを実施。
- ④ 以後、30日毎にUPDATE。
- ⑤ 月次レポートにおいて、組入比率適正化計画の内容を委託会社の判断により適切に記載。
- ⑥ 目論見書改定時/運用会社HPに組入比率適正化計画が開示されている旨を記載。

一時的な組入比率上限の超過を避けるべく抑制的な運用になるなどを是正