

SPV スキーム持分に係るモデル契約の公表

はじめに

スタートアップ企業への各種施策は近年強化されています。

2024 年 6 月 21 日に閣議決定された規制改革実施計画を踏まえ、日本のスタートアップ企業等への円滑な資金供給を図る観点から、非上場株式の発行市場および流通市場を活性化に向けた検討が進められました。その一環として、市場関係者のニーズ等を踏まえ、非上場株式の取引制度の課題を検討するため、日本証券業協会と金融庁の共催により「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」が設置されました。2025 年 9 月 5 日、同懇談会の議論の結果、その報告書が公表されています。

これを受けて、第二種金融商品取引業協会は会議体を設置し議論を行い、2026 年 7 月に SPV スキーム持分に係るモデル契約およびその解説を公表しました。

非上場株式等への投資では、一般的に SPV (Special Purpose Vehicle、特別目的会社) という専用の器・スキームが利用されます。匿名組合形態 (TK-GK) が用いられることもありますが、投資事業有限責任組合 (LPS) 等と比較すると、不動産特定共同事業法など一部を除き、参考となる一般に公表されたモデル契約は限定的でした。

そのため、TK-GK を念頭に置いた、出資時に用いる匿名組合契約、持分譲渡時に用いる持分譲渡契約、譲渡検討時に用いる秘密保持契約 (以下、これらの契約を総称して「本モデル契約」)、およびこれらの解説 (以下「本モデル契約解説」、契約と解説を総称して「本モデル契約及びその解説」) が公表されました。

2025 年 9 月公表の懇談会報告書では、SPV スキームを「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・共同出資を可能にするスキーム」と位置付け、SPV スキーム持分のセカンダリー取引環境の整備を掲げています。これまで SPV スキームに用いられる匿名組合契約や持分譲渡契約等は案件ごとに個別作成されることが多く、開示水準、譲渡手続、対抗要件の具備方法等について実務上ばらつきが見られていましたが、本モデル契約の公表により、契約実務における一定の標準化が期待されています。

本ファンドニュースでは、本モデル契約の概要を紹介するとともに、その意義、他スキームとの比較、および実務上留意すべき開示・会計上の論点について解説します。

本モデル契約の全体像

本モデル契約が想定する SPV スキームでは、投資家 (匿名組合員) が合同会社等の営業者に匿名組合出資を行い、営業者が投資対象となる国内非上場会社の株式等を取得・保有します。営業者は、出資財産の運用を投資一任業者 (投資運用会社等) に外部委託し、投資家に対する取得勧誘については、私募の取扱者 (第二種金融商品取引業者) にその取り扱いを委託することが基本的な選択肢とされています。また、出資後に匿名組合持分を譲渡するセカンダリー取引の場面では、匿名組合員の契約上の地位について営業者の承諾を要するものとし、営業者が承諾する場合には、売主・買主・営業者の三者間契約によって当該地位が譲渡される仕組みとなっています。

こうしたスキームを前提に、本モデル契約及びその解説は、①出資時に用いる匿名組合契約、②持分譲渡時に用いる持分譲渡契約、③譲渡検討過程で投資対象会社や SPV スキームに関する情報が開示されることを踏まえた秘密保持契約、および④これらの前提・位置付け・主要条項の考え方等を説明する解説の 4 点から構成されています。

本モデル契約は、実務上の使い勝手を優先し、一定の前提を置いて設計されています。個別案件がこれらの前提と異なる場合には、当該スキームに応じて契約各条項を修正・補充する必要があります。代表的な前提としては、投資家について

は個人投資家の参加を前提としていることや出資方法は一括出資方式を採用してキャピタルコール方式は前提としていない点などが挙げられます。また、ファンド形態はクローズドエンド型ファンドを想定しており、投資対象は国内非上場会社とし、単一・複数いずれも想定したうえで投資先ステージに特段の限定は設けていません。

モデル契約整備の実務上の意義

本モデル契約の整備は、実務面・投資家保護面の双方において以下の意義があると考えられます。

- (1) 契約実務の標準化による効率化
匿名組合契約、持分譲渡契約、秘密保持契約といった主要な契約類型についてひな形が示されることで、案件ごとにゼロから契約書を作成する負担が軽減され、営業者・投資家双方の取引コスト低減につながります。
- (2) セカンダリー取引の円滑化
本モデル契約では、持分譲渡を相対取引とし、営業者の承諾を前提とする枠組みが採用されています。こうした実務フローの在り方をあわせて解説として整理することで、投資家は譲渡の進め方をあらかじめ把握したうえで検討に臨むことができ、安心して持分を譲渡できる環境の構築が期待されます。
- (3) 投資家における把握容易性の向上
匿名組合契約の内容が案件ごと、まちまちである場合、投資家はその都度契約書全体を精査し、権利義務関係を確認する必要が生じます。これに対し、匿名組合契約自体にひな形が存在することで、投資家は標準的な契約内容をあらかじめ理解したうえで、個別案件においては標準的な内容と異なる箇所のみ検討の重点を置くことが可能となります。とりわけセカンダリー取引においては、譲受人は限られた時間の中で、譲り受ける匿名組合持分に係る権利義務の内容を的確に把握したうえで譲受けの可否を判断することが求められることから、契約内容の標準化は、譲受人の確認・検討に係る負担軽減に資するものと考えられます。
- (4) 会計・税務上の判断および決算報告の一助
本モデル契約解説では、会計・税務上の論点に加え、営業者が匿名組合員に対して開示する本組合事業に係る貸借対照表および損益計算書のひな形についても整理されています。これにより、営業者にとっては決算報告に係る実務上の負担が軽減されるとともに、投資家にとっても、開示される計算書類の内容を案件横断的に比較・理解しやすくなる点も、本モデル契約の意義として位置付けられます。

投資事業有限責任組合(LPS)スキームとの比較

前述のように、スタートアップ企業等への成長資金供給を目的とする器としては、本 SPV スキーム(匿名組合＝TK-GK 型)のほか、投資事業有限責任組合(LPS)の活用も選択肢となり得ます。もっとも、LPS は個人投資家による活用の観点からは実務上のハードルが相対的に高く、主として機関投資家やエンジェル投資家によるベンチャー投資で用いられてきた経緯があります。これに対し、本 SPV スキームは匿名組合契約を用いてシンジケート投資を行う枠組みであり、投資家相互間に直接の契約関係が生じず、営業者と各投資家との二者間関係として整理されるため、契約管理を比較的柔軟に行うことができます。また、匿名組合員としての立場にとどまることで、投資家が対外的に表に出ることもなく、匿名性が確保される点も、個人投資家にとって利用しやすい設計となっている理由の一つと考えられます。

比較項目	LPS(投資事業有限責任組合)	本 SPV スキーム (匿名組合／TK-GK 型)
根拠法	投資事業有限責任組合契約に関する法律(LPS 法)	商法上の匿名組合契約
財務諸表の作成・備置	LPS 法第 8 条第 1 項により無限責任組合員に作成・備置義務あり	契約上の任意の定めによる(法定の作成義務なし)

会計監査人による監査	LPS 法第 8 条第 2 項により公認会計士または監査法人の意見書の添付が義務付け	法定の監査要求事項なし (本モデル契約においても監査に関する規定は設けられていない)
会計・監査の実務指針	日本公認会計士協会 業種別委員会実務指針第 38 号が存在し、評価基準・開示・監査手続が体系化	現時点で本 SPV スキームに特化した会計・監査の実務指針は存在しない
投資家層	機関投資家中心(個人投資家の参加は限定的)	個人投資家の参加を前提とする
エンジェル税制の適用	要件の充足により、適用が可能となる	匿名組合ではエンジェル税制を利用することはできない

これからの課題

モデル契約の公表は実務の一步前進である一方、いくつかの課題も残されています。

まず、ステージ別の開示における濃淡の検討です。シードやアーリーステージにおいては、重厚な管理・開示体制を求めること自体が経済合理性に見合わないおそれがある一方、ミドルやレイターステージでは一定の事業実績や財務情報の蓄積が進んでおり、投資先企業も情報開示に相応に慣れていることが多いといえます。本モデル契約の解説においても、投資先企業のステージに応じて開示水準に一定の緩急を設ける考え方が示されており、開示のタイミングについても半期ごとを基本としつつ、株式価値に重要な影響を与え得る事象が生じた場合には随時通知を行う設計とされています。もっとも、こうしたステージに応じた開示・管理の水準を、軽量版・標準版といった複数のモデルとして明確に切り分けるべきかどうかについては、引き続き検討の余地が残されています。会計監査人の観点からは、こうした開示頻度や内容の設計自体は、投資先企業の負担とのバランスを図る合理的な配慮と評価できる一方、実務上の負担軽減が優先されるあまり、投資家が投資判断に必要な情報を実質的に確保できているかという点については、引き続き注視が必要と考えます。

また、会計面では、LPS については前述のとおり、法律上財務諸表等の作成・備置および会計監査人(公認会計士または監査法人)による監査が義務付けられており、日本公認会計士協会の業種別委員会実務指針第 38 号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」により、時価評価基準、開示、監査手続が体系的に整備されているのに対し、本 SPV スキームでは、開示の内容・方法自体は本モデル契約(本約款)および本モデル契約解説において一定程度設計されているものの、開示情報の正確性や網羅性について独立した第三者による検証までは予定されていません。個人投資家の参加を前提とする場合に、投資家保護の観点からどこまでの開示・保証水準を求めるべきかについて、引き続き検討が期待されます。

おわりに

本モデル契約およびその解説の公表は、匿名組合契約、持分譲渡契約、秘密保持契約という主要な契約類型について統一的なひな形を示すものであり、これまで案件ごとに個別対応が求められていた SPV スキームの契約実務について、一定の標準化を図るものです。これにより、営業者・投資家双方の取引コスト低減や、投資家による契約内容の理解促進、セカンダリー取引の活性化が期待され、個人投資家を含めた幅広い投資家層によるスタートアップ企業等への成長資金供給を後押しする基盤整備として、大きな意義を有するものと考えます。

他方で、会計監査人の立場から見ると、投資事業有限責任組合(LPS)における法定の開示・監査の枠組みと対比した場合、本 SPV スキームには、投資先企業のステージに応じた開示水準の在り方や、第三者による保証(監査・レビュー)の要否といった論点がなお残されています。個人投資家の参加を前提とするスキームである以上、実務上の負担軽減と投資家

保護との適切なバランスをどのように図るかについて、実務の集積を踏まえたさらなる検討が進むことを期待したいと思います。

PwC Japan 有限責任監査法人では、ファンド組成・運営に係る会計・監査および態勢整備に関するアドバイザリーサービスを提供しております。本モデル契約への対応や、開示・会計上の論点に関してご関心がございましたら、お気軽に以下のフォームよりお問い合わせください。なお、文中の意見にわたる部分は、筆者の私見であることを申し添えます。

PwC Japan 有限責任監査法人
金融事業部 資産運用グループ
パートナー 太田 英男
マネージャー 弥田 絢香

PwC Japan 有限責任監査法人
〒100-0004 東京都千代田区大手町 1 丁目 1 番 1 号 大手町パークビルディング
お問い合わせ: <https://www.pwc.com/jp/ja/ja-contact.html>

本資料は概略的な内容を紹介する目的で作成されたもので、プロフェッショナルとしてのアドバイスは含まれていません。個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく、本資料の情報を基に判断し行動されないようお願いします。本資料に含まれる情報は正確性または完全性を、(明示的にも暗示的にも) 表明あるいは保証するものではありません。また、本資料に含まれる情報に基づき、意思決定し何らかの行動を起こされたり、起こされなかったことによって発生した結果について、PwC Japan 有限責任監査法人、およびメンバーファーム、職員、代理人は、法律によって認められる範囲においていかなる賠償責任、責任、義務も負いません。

© 2026 PricewaterhouseCoopers Japan LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.