# 自民党金融調査会
# 提出資料
## 日本の中小企業に成長資金を呼び込むために
## -Limited Partnership Scheme（LPS）における課題調査-

2025年4月9日
一般社団法人 東京国際金融機構（FinCity.Tokyo）



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# Feedback from Canadians

"We are shifting allocations from China to Japan and **India**. Indians are much more aggressive. As a result, we tend to pay more attention to India"

"We are trying to increase allocation to Japan and considering to **open an office** in Japan"

"We are already **co-investing with GPIF**. We need to enhance our partnership with Japanese asset owners"

"Japanese FIEA is too complex. The room for legal interpretation is too much. We end up paying too much legal fees in conducting business in Japan"

CPP INVESTMENT BOARD

Caisse de dépôt et placement du Québec

ONTARIO TEACHERS' PENSION PLAN

"We are concerned about Japanese **corporate governance and gender diversity**."

INVESTISSEMENTS PSP INVESTMENTS

bc imc

OMERS

HOOPP Healthcare of Ontario Pension Plan

"Japanese **climate transition** related technologies are interesting, but they may be too early to be materialized/ monetized"

AIMCo Alberta Investment Management Corp.

OPB Your Pension. Our Promise.

OPTrust

"It is hard to allocate to Japan. Our **minim size of the ticket is 50 million** USD for private asset classes and we want to stay as a minority investor. It cannot find companies sizable enough for us"

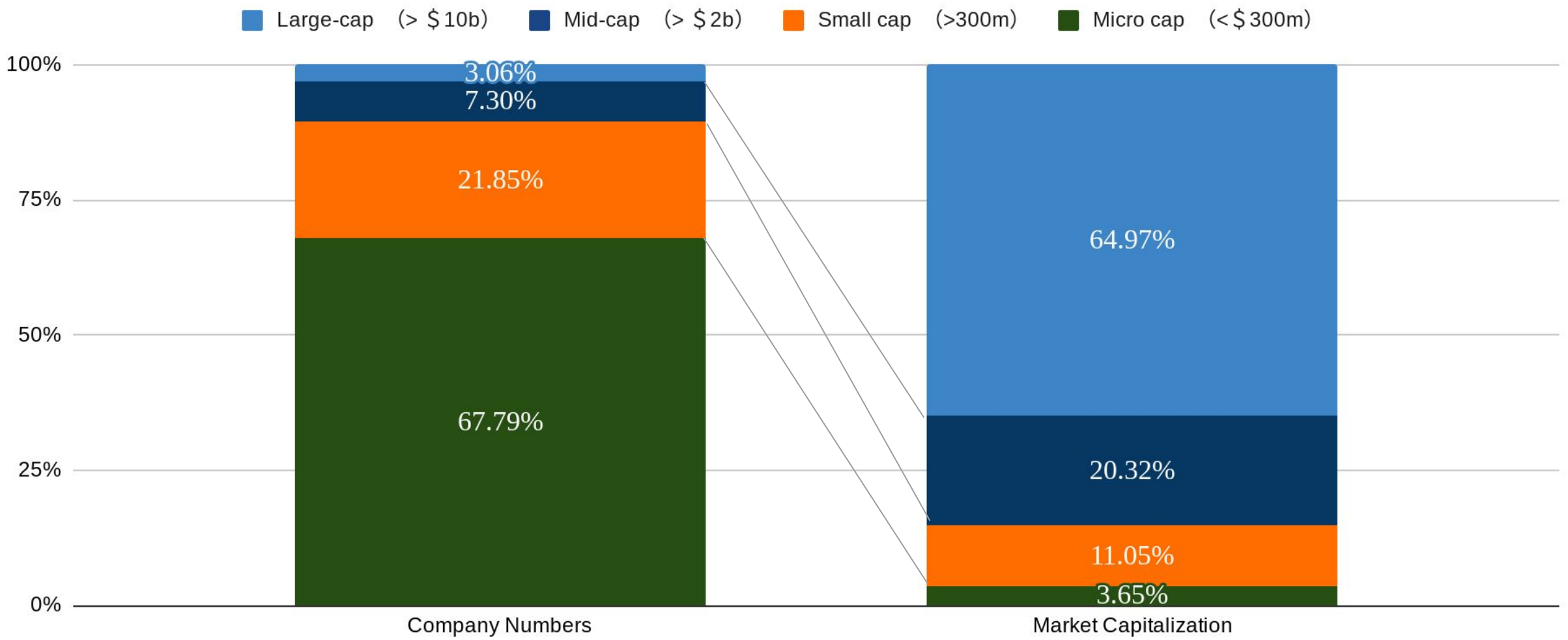
"US is politically too unpredictable and China is economically shaky. In this sense, Japan is our most stable partner both from supply chain and investment chain perspectives"

"Japanese **limited partnership related law and tax codes** are too complex and peculiar. We don't know how to stay away from the PE tax. Also Japanese LPS related information is limited in English"



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# Number and Market Capitalization Distributions of TSE Listed Companies



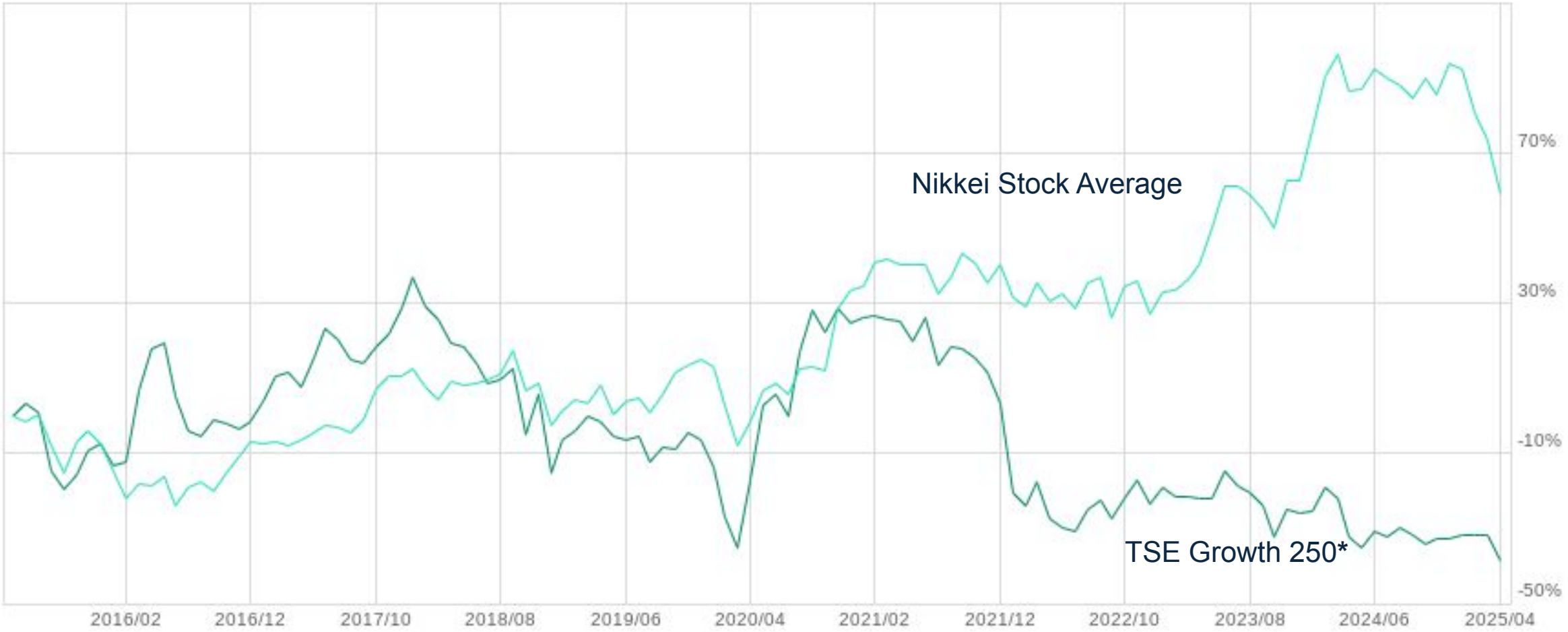

上記チャートは、東京証券取引所の情報を基にFCT作成（2025年4月4日時点）



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# TSE Growth 250 Index over the last 10 years

As of 8 April 2025




*As successful companies tend to move up to the Prime Market (i.e., removed from the TSE Growth 250 index), this index may have a 'Reverse Survivorship Bias'

出展:https://finance.matsui.co.jp/stock/.MTHR/index

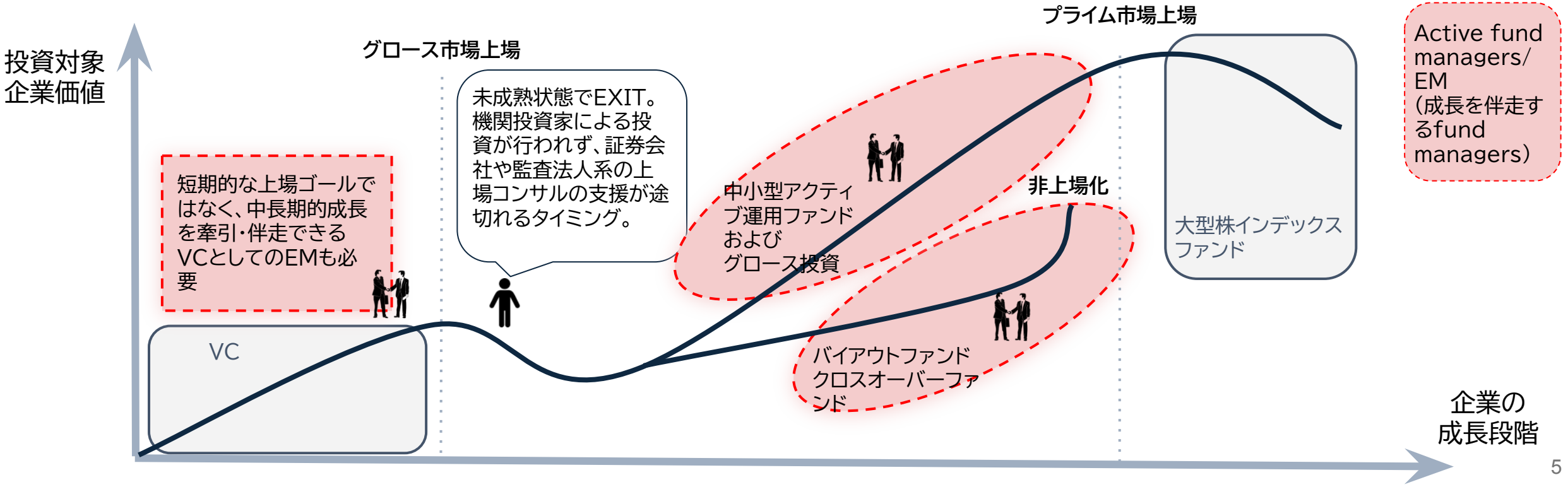
Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# Growth Equityやバイアウトファンドの活用の重要性

- 上場まではVenture Capitalists（VC）が伴走するものの、小さな時価総額にて上場するケースが多い。
- 上場後の持続的な成長を支えるべく、以下の機能を持つ以下のファンドの必要性は高い。

  →多くの機関投資家にカバーされていない企業に対する**成長資金の供給と伴走**する機能

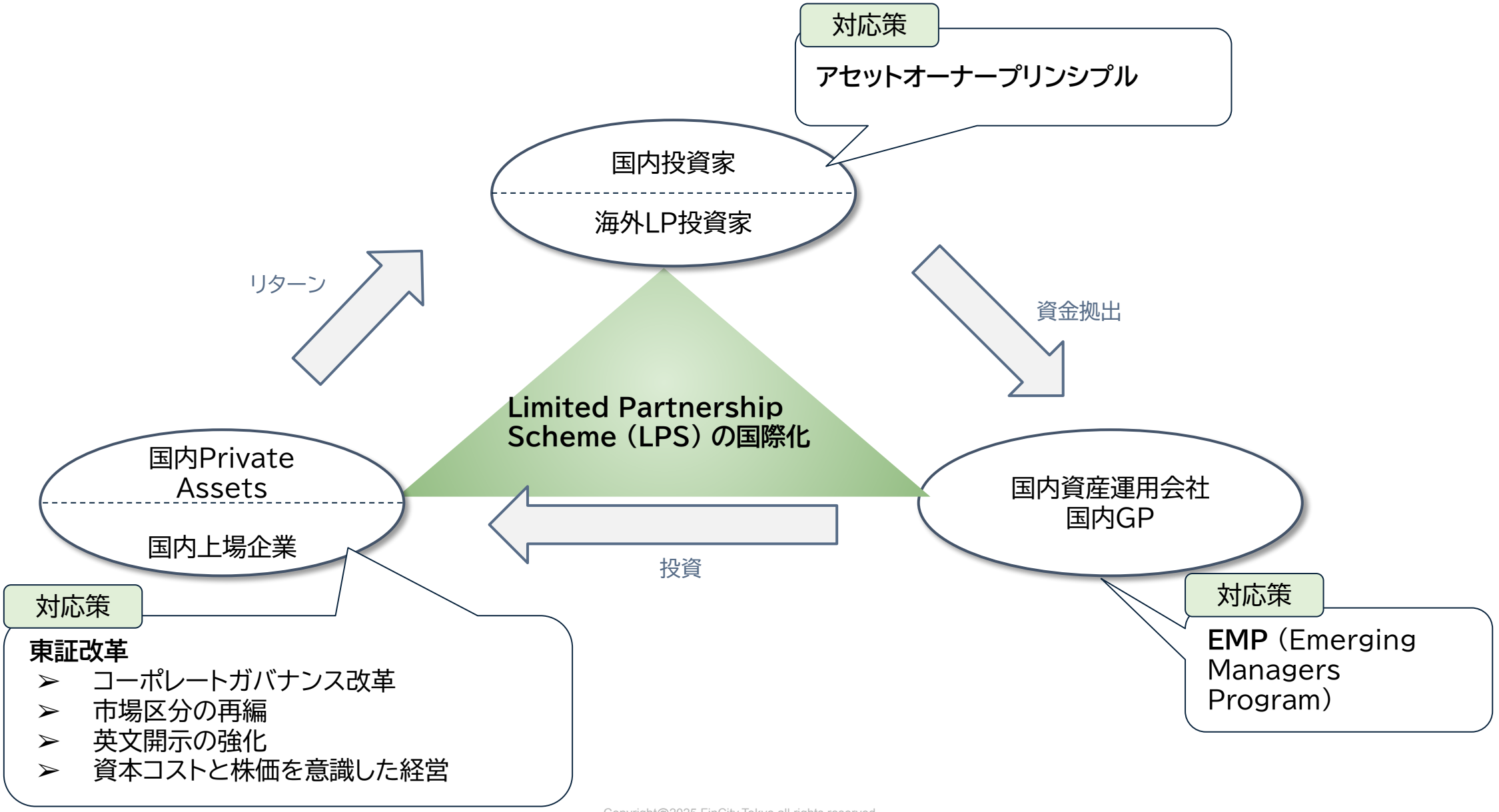
  →成熟した企業が再び成長軌道にのるために**非上場化等**を通じて**事業再編**などを後押しする機能






Copyright@2024 FinCity.Tokyo all rights reserved
Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# 日本の中小企業に成長資金を呼び込むにあたっての対応策






Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# インタビュー対象者

| 対象者 | | 対象者数 |
|---|---|---|
| LP投資家 | | 8 |
| LPS運営会社（国内GP） | | 18 |
| サービスプロバイダー | ファンドアドミニストレーション（FA） | 3 |
| | 弁護士・会計士・税理士 | 7 |
| | 合計 | 36 |

調査実施時期：2024年9月～2025年3月



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# LPSに関するマーケットの声

税に関連する課題

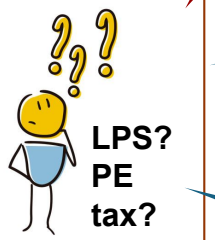
税以外に関連する課題

日本の**LPSにPE課税が課されるのはおかしい**。海外のファンドでは課税はない。
⇒(1)

日本のLPSに関するPE課税の免除特例の適用要件が複雑、厳しすぎる。英語での情報も不足している。
QA集の日本語の文章も読解に苦しむ。
⇒(2)

免除特例の適用手続きにも改善の余地がある。
⇒(3)

海外投資、デリバティブ投資などに**投資制限があり、柔軟な投資運用ができない**。
⇒(5)




**日本のLPSの法規制、金商法が難しい**。解釈の余地も大きい。**日本でのビジネスに、多額のリーガルフィーを払わなければならない**。
⇒(4)

**海外投資家は、日本特有の法律、これを受けたLP契約書のひな型を理解できない**。
⇒(6)

海外投資家にLPSの説明ができない。**海外投資家向けに、外国籍ファンドをわざわざ用意しなければならない**。
⇒(4)

LPSは、組成から運用開始まで時間がかかる。ケイマンだと、事前にNominee投資家と組合を組成できるため、直ちに投資運用が可能。
⇒ (7)

LPSは、**所轄官庁が複数にまたがるため手続き煩雑**、どちらを見ながら仕事をすればいいかわからない。
⇒(4)

LPS法は、**中小企業支援が背景目的**。投資を目的とした**グローバルプロトコルとは異なり、海外投資家にはなじまない**。
⇒(4)

**日本特有の会計基準**(取得評価や日本基準での財務報告)は受け入れられない。
⇒(8)



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# LPSの課題と解決策の提案

| | 課題（投資家の「声」） | 直近の主な改正 | 提案（投資家からの要望） |
|---|---|---|---|
| 税関連 | （1）原則、**PE課税**適用が課題 | • 投資割合25%の特例適用要件の判定方法を緩和（2021年）<br>• 外国株式、暗号資産、合同会社への投資制限が緩和（2024年）<br>• JGAAPにおいても、投資の評価は公正価値が原則に（2025年） | 海外投資家LPに対するPE課税の撤廃 |
| 税関連 | （2）PE課税の**免除特例適用要件**が厳格 | | PE課税の特例適用要件を緩和 |
| 税関連 | （3）PE課税の**免除特例手続き**が煩雑 | | PE課税の特例適用の申請・届出手続を簡素化 |
| その他 | （4）LPS**関連法規制**が複雑 | | VCのための新しい法規制の導入 |
| その他 | **（5）投資対象の制限** | | 投資対象制限の撤廃 |
| その他 | （6）LPS**モデル契約書**が日本独特、理解が困難 | | LPSモデル契約書の見直し |
| その他 | （7）組合設立から運用開始までのプロセスの柔軟性のなさ | | Nominee投資家によるLPS組成 |
| その他 | （8）国際基準と乖離した会計基準 | | IFRS等、グローバルスタンダードの採用 |



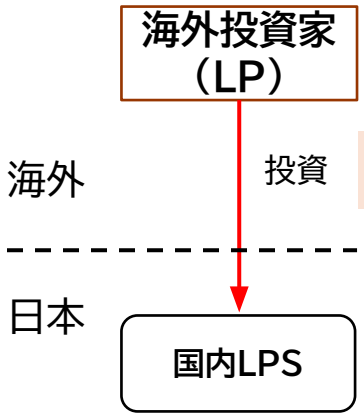
Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# Appendix



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （1）原則、PE課税が適用される




国内LPSへの投資 ➡ 日本にPEがあるものとされ、日本で法人税・所得税が課税
法人の場合：法人税35%

## 現状

**原則、PE課税が適用される**

- 国内LPSなど、**日本にGPが所在**する組合型ファンドに投資する海外投資家LPは日本に恒久的施設（PE）があるとみなされる。
- これにより、海外投資家LPは、原則、日本で法人税・所得税の課税の対象となり、投資リターンが減少することに加え、申告義務も生じる。

## 提案（投資家からの要望）

**海外投資家LPに対するPE課税を撤廃する**

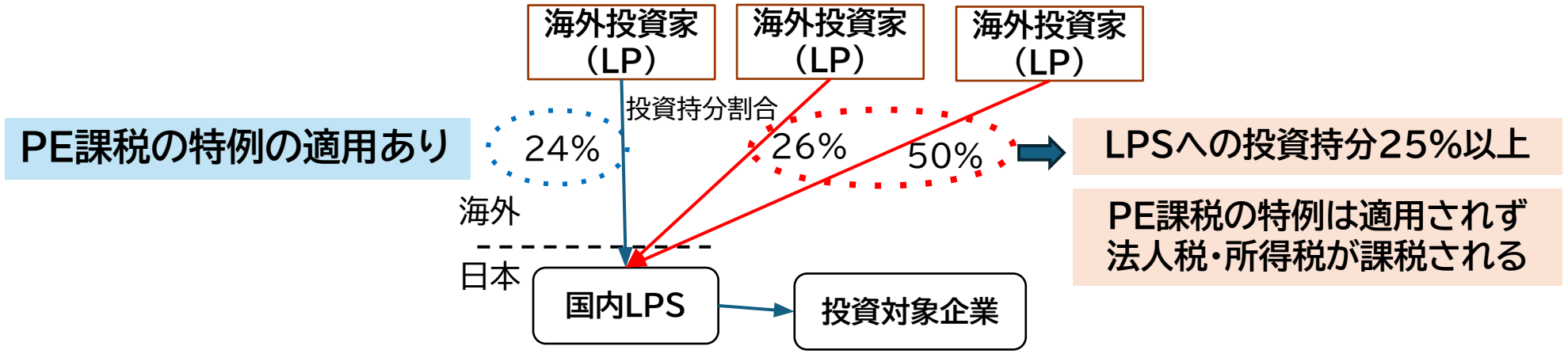
- 投資活動の盛んな米国、英国では、有価証券に対して投資を行うことのみではPEを構成しない。
- 海外投資家LPが、国内LPSに投資する場合のPE課税のあり方を見直してほしい。
- GPが**資産運用特区**内に立地する場合、海外投資家LPや投資対象LPSのPE認定がなされないものとしてほしい。



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （2）PE課税の免除特例適用要件が厳しい

## ①LPSへの25%以上の投資持分




### 現状

**国内LPSへの25%以上の投資持分の要件**

- 国内LPSに25%以上の投資持分があると、特例が適用されない。
- 海外投資家LPは、チケットサイズが大きく、容易に25%以上となりうる。ファンド初期には一定の海外投資家LPの投資持分が25%以上となる場合がある。

### 提案（投資家からの要望）

**投資持分割合に関する要件を緩和する**

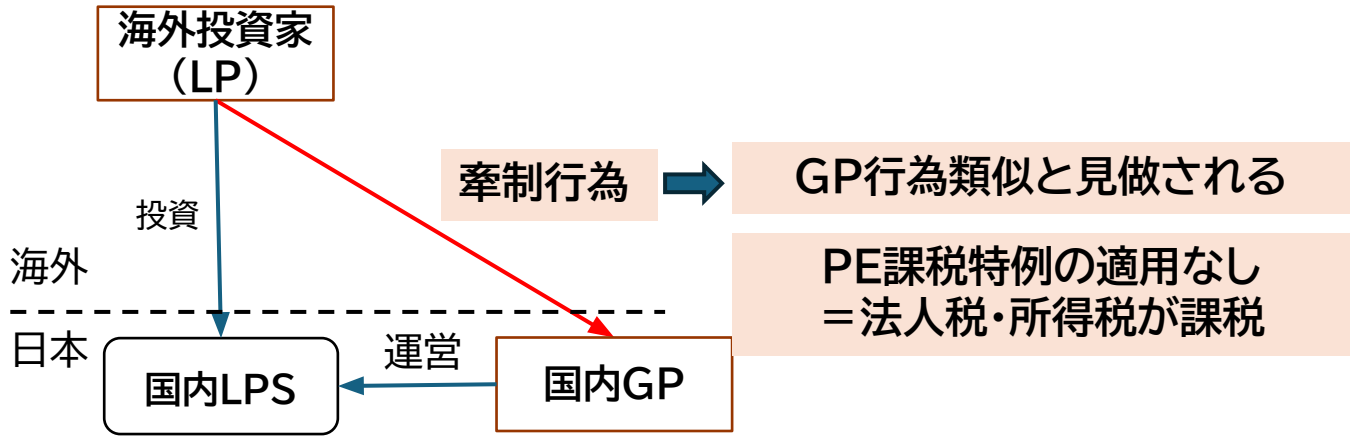
- 海外投資家LPから国内LPSへの投資持分割合ではなく、各投資家から投資対象への**間接投資持分割合**を特例適用の判定基準とできないか。
- 25%以上の判定は、1つのファンドの設定から終了までの期間を通じてではなく、当該ファンドでの投資対象株式売却時の判定としてほしい（せめて**募集開始初期**は判定対象外としてほしい）。



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （2）PE課税の免除特例適用要件が厳しい（続き）

## ②LPによるGPへの牽制行為




### 現状

**LPによるGPへの牽制行為の要件**

- GPによる利益相反取引の承認等、LPによるGPへの**牽制行為**が**GP行為類似**と見なされ、PE課税の特例が適用されない場合がある。
- どのような行為がGP行為類似となるか「Q＆A集*」が存在するが、日本語のみである。
- インターネット上での検索も容易ではない。
- 「日本人が読んでも読解に苦しい日本語」という声もある。

*経産省HP
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/pdf/Q&A.pdf

### 提案（投資家からの要望）

**LPによるGPへの牽制行為に関する要件を緩和する**

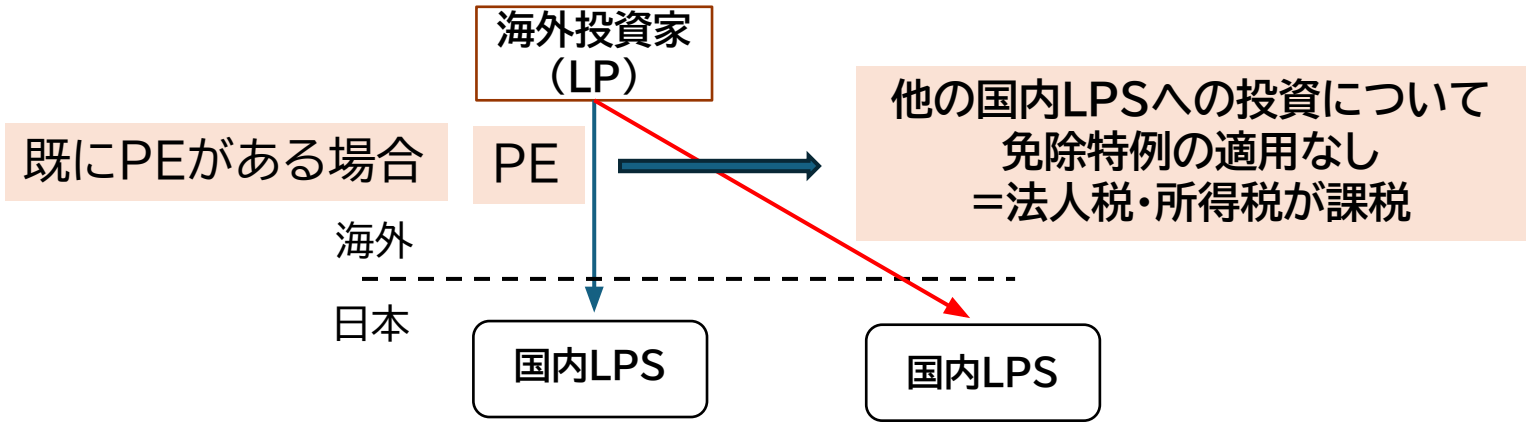
- 海外投資家LPによるGPへの牽制行為を一切GP行為類似と見なさず、PE課税の特例を適用してほしい。
- 「Q＆A集」を海外投資家が読んでもわかりやすい内容で英文化、フローチャート化を行ってほしい。



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （2）PE課税の免除特例適用要件が厳しい（続き）

## ③日本にPEを有する場合




### 現状

**日本にPEを有する場合の要件**

- 国内LPSへの投資につき1つでも特例要件（c.f., Appendix）を満たさない場合、他の国内LPSについてもPE課税の免除特例が適用されない。
- 言い換えれば、一つでも地雷を踏むと全滅する。

### 提案（投資家からの要望）

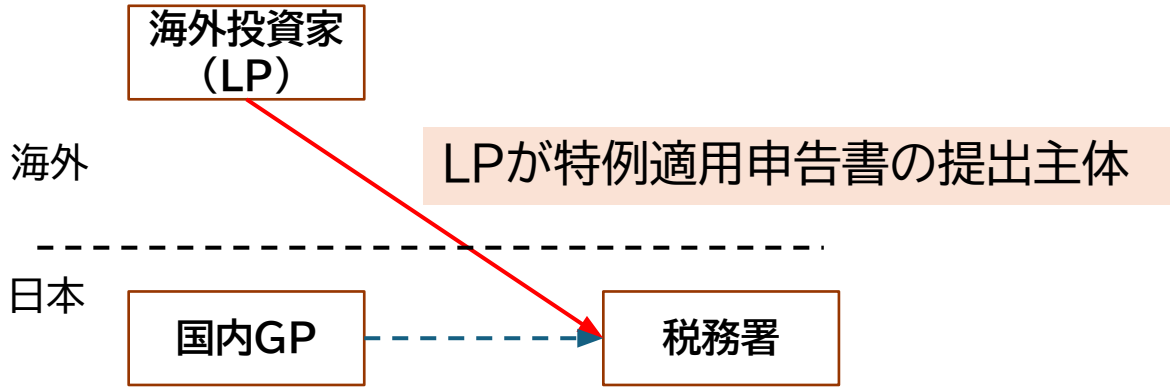
**日本にPEを有する場合の要件を緩和する**

- 海外投資家LPに対するPE課税の免除特例の適用要件である「日本にPEを有さない」という要件から「ファンド投資によるPE」を除外してほしい。

Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （3）PE課税の免除特例適用の手続が煩雑である

## ①特例適用申告書の提出主体



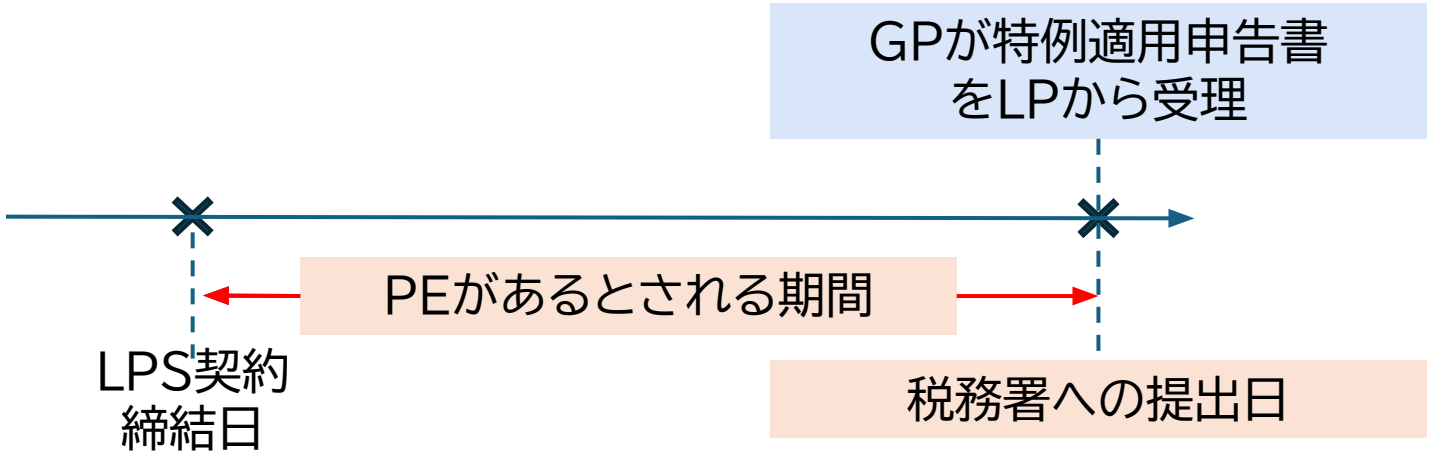

| 現状 | 提案（投資家からの要望） |
| --- | --- |
| **特例適用申告書の提出主体**<br>・PE課税の免除特例適用の為には、海外投資家（LP）による申告書提出が必要。<br>・海外投資家（LP） はGPに作成依頼できるが、提出主体はLPにある。 | **特例適用申告書の提出主体を見直す**<br>・申告書の提出主体を選択制（海外投資家LP or 国内GP）にしてほしい。<br>・GPには税務署への組合資料提出義務があるので、そもそもGPにおいてLP投資家資料を備えていればよいとできないか |



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （3）PE課税特例適用のための煩雑な手続（続き）

## ② 特例適用申告書の提出日




### 現状

**特例適用申告書の税務署への提出日**

- 現状、GPが海外投資家LPから「申告書を受理した日」がLPが申告書を税務署に提出日とみなされる。
  - ➢ 実態は、LPが申告書の作成業務をGPに依頼するケースが多い。
  - ➢ GPが代理で作成すると、GPが作成完了後LPが承認した日が当該提出した日になると考えられる。
- GPに申告書の作成を依頼することでLPの負荷軽減を図ったとしても、GPが契約締結日に作成を完了しない限り、契約締結日から作成完了日までの一定期間、PEがあるとされる期間が生じる。

### 提案（投資家からの要望）

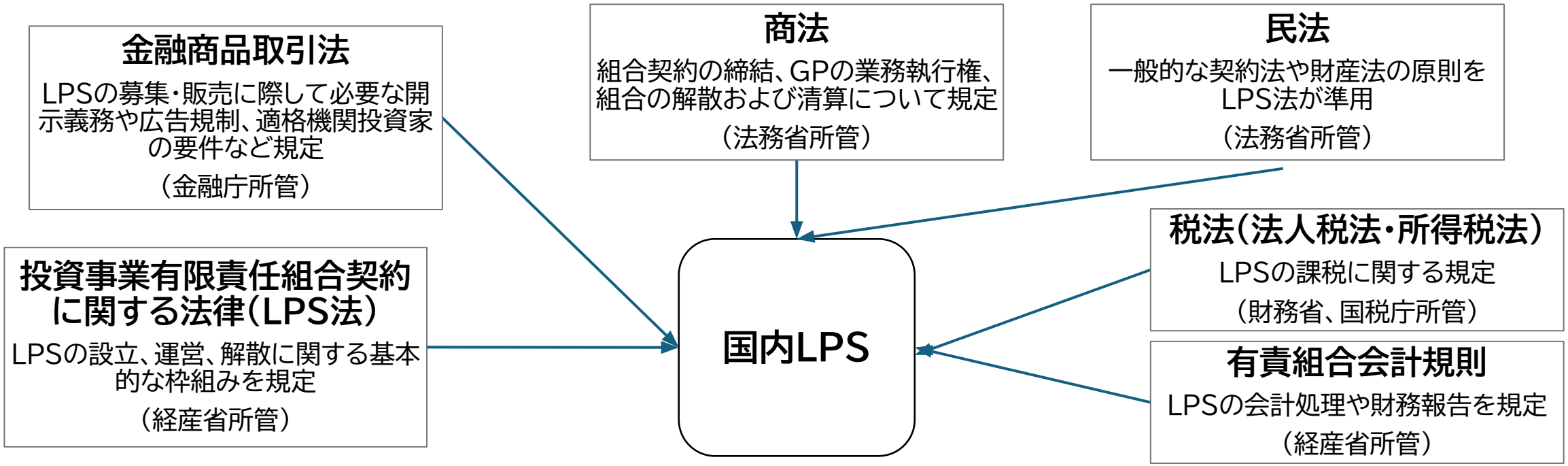
**特例適用申告書の税務署への提出日を見直す**

- LP が適切な情報とともに GP に「特例適用申告書の作成を依頼した日」が税務署への提出日とみなしてほしい。



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （4）LPS関連法規制が複雑である




## 現　状

### LPS関連法規制が複雑である

- 現状のLPSには、中小企業へのリスクマネー供給を目的としたLPS法、広く投資家保護を目的とした金商法、組合を規定した商法などが関連しており、LPSへの投資にあたり、これらの複雑な法規則を理解する必要がある。
- 海外投資家が一般的投資ファンドとして用いるケイマンELP*においては、ケイマンは英国領であり、英国法をモデルとした現代的な法体系が整備されており、欧米人による理解は容易である。

## 提案（投資家からの要望）

### VCのための新しい法規制を導入する

- グローバルのVCファンドスキーム（ケイマンELP*、シンガポールVCC**など）を参考に、VC投資を目的とした新しい投資スキーム（法規制）を、一元的な所管官庁の管轄下において導入してほしい。

* ケイマンELP: Exempted Limited Partnerships
** シンガポールVCC: Variable Capital Company

Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （5）投資対象に制限がある

## LPS法の改正（2024年9月施行）

- 外国法人株式への投資制限見直し
- 既出資額を50%未満に制限される外国法人範囲から、国内の事業者がその経営を実質的に支配し、又はその経営に重要な影響を及ぼす外国法人を除外
- 暗号資産、合同会社への投資制限見直し

等

## 改正後の課題（投資家の「声」）

令和6年LPS法の改正により、投資制限の見直しはなされたものの、**いまだに投資制限はあり**、海外のVCファンドスキームと比較すると投資の自由度は低い。

- ➢ 国内事業者の支配力・影響力が及ばない**外国法人への投資は50%未満に制限**
- ➢ 株式投資に加えて、**不動産等の事業資産を組み合わせ**た総合的な**投資支援ができない。**
- ➢ 為替取引や株式購入オプションなどの**デリバティブ投資戦略が制限**される。

## 提案（投資家からの要望）

**投資制限を撤廃する**

- ➢ 投資家・運用会社の目線に立てば、**法規制で投資対象に制約を設ける必要性はなく**、国内外問わず、投資家を呼び込むために、**投資制限を撤廃**してほしい。



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （6）LPSモデル契約書が日本独特、理解が困難である

| 現状 | 提案（投資家からの要望） |
| --- | --- |
| **LPSモデル契約書が日本独特、理解が困難と言われている**<br>・経産省がLPSモデル契約を公表しているが、モデル契約の平成30年3月版には、第24条に、決算後3ヶ月以内の財務報告、半期財務諸表の報告を示している。<br>・法規制に沿った内容であるものの、「より迅速で頻繁な決算報告を求める投資家のニーズを反映していない」との声がある。<br>・当該モデル契約に法的な強制力はないものの、「タイミングや頻度に関する柔軟性を損ねている」との声がある。<br>・LPSモデル契約は、英文版も公表されているものの、その条項は日本の法規（金商法、民法等）を参照しているなど、海外の標準的な契約書と異なり、日本の法規を理解していないと理解、契約締結は困難である。 | **LPSモデル契約書を見直す**<br>・LPSモデル契約において、投資家との合意に基づき柔軟に修正すべき箇所については、投資家の意思を反映しやすいひな型に改めたらどうか。<br>・ILPAのモデルアグリーメント*等、グローバルスタンダードと平仄を合わせたひな型を用意してほしい。 |

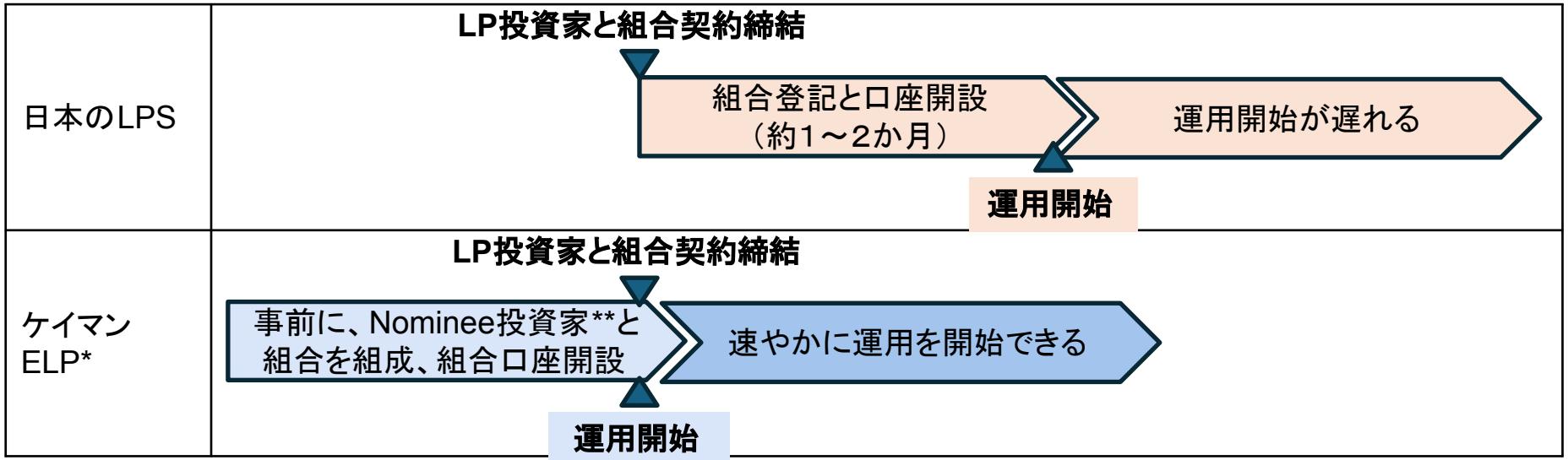
＊ILPAのモデルアグリーメント:
https://ilpa.org/industry-guidance/templates-standards-model-documents/model-limited-partnership-agreement/）

ILPAとは: Institutional Limited Partnership Association
VC・PE業界のための国際的な非営利団体。VC・PEにおける機関投資家の利益を代表し、業界のベストプラクティスの推進や情報の共有を目的として活動。



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （7）組合成立～運用開始までのプロセスに柔軟性がない




## 現状

**組合成立～運用開始までのプロセスに柔軟性がない**

- 日本のLPSは、LP投資家が決まっていないと、LPSの組成ができない。すなわち、LP投資家と組合契約締結の後、組合登記を行い銀行口座を開設する。
- 組合登記、口座開設に時間を要し（約1～2か月）、運用開始が遅れる。
- ケイマンELP*の場合、Nominee投資家**との間で組合を組成し口座を開設できる。組合、口座があるため、後から参加するLP投資家は、参加後速やかに投資運用を開始できる。

## 提案（投資家からの要望）

**Nominee投資家によるLPS組成を認める**

- ケイマンELPの様に、Nominee投資家との組合組成、組合口座の開設を認め、LP投資家の出資から運用開始までのプロセスを短縮化できないか。

＊ ケイマンELP: Exempted Limited Partnerships

＊＊ Nominee投資家：組合登記時、実際のLP投資家に代わって、名義上の投資家として記録される個人または法人。ケイマンでは現地の弁護士事務所がこの役割を担い、LP投資家参加後は、投資（通常1ドルを出資）を引き上げる。



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# （8）会計基準に国際基準と乖離がある

## 2025年3月まで

**会計基準の差異**
- 会計基準のフレームワークがJGAAP（投資事業有限責任組合会計規則）。
- 海外ではIFRS、USGAAPが一般的。
- 海外投資家にとって、財務報告の理解や比較が難しい。

**投資資産の評価**
- 投資の評価基準として公正価値以外の方法も認められている。
- 意図しない評価基準が採用されることへ海外投資家LPは不安がある。

**財務報告の透明性**
- 投資事業有限責任組合会計規則により、投資家向けの財務書類の種類（e.g., B/S、P&L、業務報告書、附属明細書）、記載内容等が定められている。
- グローバルスタンダードと異なるため、海外投資家向けには、財務状況を正確に把握するための追加説明が必要となる。

## 会計規則改正（2025年4月1日施行）

- **投資資産の評価**方法については、IFRSやUSGAAPと整合的な評価、すなわち**公正価値評価が原則**となった。

- しかし、上記施行においても、**LPSの財務諸表はJGAAP**（キャッシュフロー計算書がない、注記の内容も特有 等）である。

➢ GP投資家が海外LP投資家へ報告するにあたっては、依然として、**JGAAPに基づく財務諸表に加えて**IFRS等に整合したレポートを別途作成せざるを得ない。

## 提案（投資家からの要望）

**IFRS等、グローバルスタンダードの採用を認める**
- VCファンドに適用する**会計基準における財務諸表において**、投資事業有限責任組合会計規則のみではなく、IFRS又はUSGAAPなどの国際基準の採用を可能としてほしい。



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# Heated discussions on small IPOs on social media

東京証券取引所は**上場基準**をあげるべき

小粒上場そのものが問題ではない

個人投資家から**換金機会**を奪うべきではない

Parallel Fundを作るとコスト高になる。日本政府はCaymanをもうけさせすぎじゃないか

Growth Marketの下に市場を作るべき。アメリカの**pink sheet**市場をつくるべき

上場維持基準が甘すぎる。成長できない企業は3～4年でGrowth Marketから**退場**させるべき

Cayman Parallel Fundを作ればいいじゃないか

日本の**LPSがガラパゴス化の原因**

既に、**東証プロマーケット**があるから、pink sheetは不要

**無知な個人投資家に掴ませる**のではなく、海外の機関投資家に長期保有してもらうように働きかけるべき

日本の**VCはガラパゴス化**している。もっと黒舟を入れるべきではないか

外国人投資家を意識するなら、**株主優待券**などやめるべき

**出来高はショック療法的**に増やすことができるので、やってみる価値はある

出来高はショック療法は**一発芸人**と同じ。長続きしない

**英語で開示**する以前に、**成長ストーリー**を書き直すべき

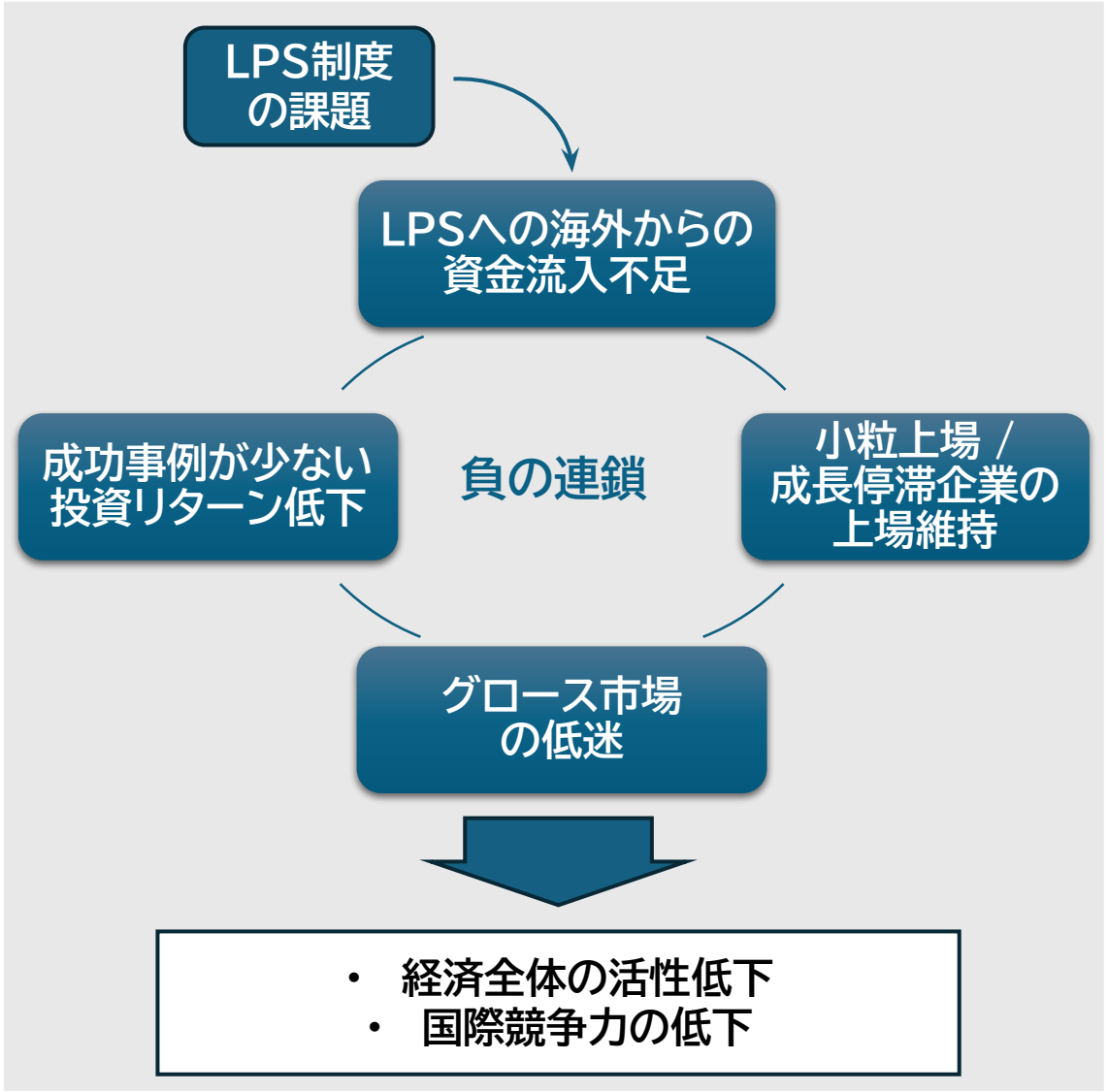
Silicon Valleyだって**仲良しクラブ**。ハラスメントも蔓延している。大して変わりない。

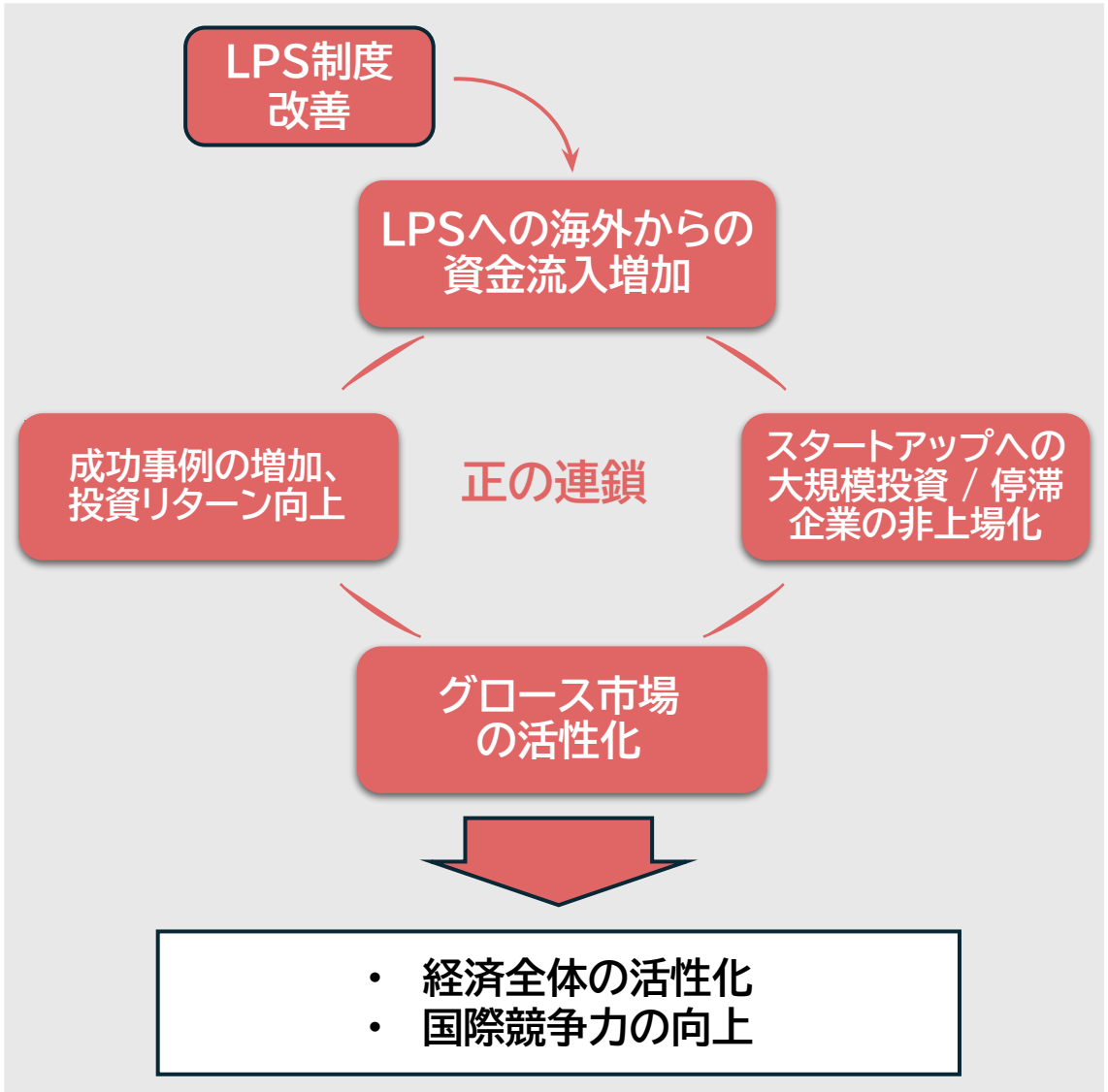


Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# なぜLimited Partnership Scheme（LPS）の国際化が必要か？

LPS制度を改善し、海外からの投資を促進して、国内スタートアップエコシステム全体の改善を促す。






Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# LPSへのPE課税に関する改正の経緯

| 改正内容 | 改正年 |
| --- | --- |
| 国内の恒久的施設（PE）を通じて事業を行う組合への投資により、外国組合員が受ける利益分配に源泉されることが法定。 | 2005年 |
| 日本のLPSに投資する外国LPは、一定の要件を満たせば日本にPEがないものとされた。<br><br>➢ その後（2018年）、日本のLPSに投資する外国LPは、一度PE認定はされるものの、特例適用要件を満たせば、免税されることとなった（PE帰属所得免税制度）。 | 2009年<br><br>（2018年） |
| PE帰属所得免税制度の適用要件の一つである「国内ファンドへの投資割合25%」の判定において、ファンドオブファンズ投資でも、外国組合員単位で国内ファンドに対する持分が25%未満の判定ができるようになった。 | 2021年 |



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved

# LPS法の生い立ち、発展、制約と課題

「中小企業等投資事業有限責任組合に関する法律（旧LPS法）」から「投資事業有限責任組合に関する法律（新LPS法）」への発展は、経済の国際化と投資活動の多様化に対応したものの、グローバルプラクティスと比較すると、まだ改善の余地がある。

| | | |
|---|---|---|
| 1.　旧LPS法<br>「中小企業等投資事業有限責任組合に関する法律」 | （1）背景、生い立ち: | • 1990年代後半にかけて経済の停滞が続き、中小企業やベンチャー企業への資金供給不足が問題とされていた。<br>• 1998年、アメリカの「Limited Partnership（LP）」制度を参考に、リスクマネーを供給しやすくするための法的枠組みとして旧LPS法が制定された。 |
| | （2）制度趣旨、目的: | • 中小企業やベンチャー企業に対する投資を促進し、経済の活性化を図ること<br>• 投資家の有限責任を明確にすることで、投資のハードルを下げ、資金供給を円滑にすること |

| | | |
|---|---|---|
| 2. 新LPS法<br>「投資事業有限責任組合に関する法律」 | （1）改正の背景: | • 投資活動の多様化と経済のグローバル化に伴い、旧LPS法の枠組みでは対応しきれない状況が出てきた。特に、投資対象が中小企業やベンチャー企業に限定されていることが制約となっていた。<br>• 国際的な投資スキームと比較すると、旧LPS法は制約が多く、外国投資家からの資金流入を阻害する要因となっていた。 |
| | （2）改正の趣旨、目的: | • より多様な投資活動を支援すること<br>• 投資の柔軟性を高め、国内外の多様な経済環境の変化に対応し、日本の経済成長を支えること |
| | （3）国際標準への整合性: | • 国際標準に合わせた制度設計を行い、海外投資家が参加しやすい枠組みを提供すること<br>• 国際的な資金の流入を促進し、日本の投資市場の競争力を高めること |

| | |
|---|---|
| 3. 制約と課題 | • 新LPS法により適用範囲は拡大されたが、国際的な投資スキームと比較すると依然として制約が大きい。**海外投資家目線で見ると、**税制面での恒久的施設（PE）課税や、法制面、会計面でさらなる改善が求められている。<br>• 旧LPS法の**中小企業支援**の趣旨は引き続き重要だが、**より広範な投資活動を視野に入れた法制度の整備**が必要。 |



Copyright@2025 FinCity.Tokyo all rights reserved