
新株予約権付融資に関する検討会報告書

2026年2月19日

新株予約権付融資に関する検討会

(事務局：一般社団法人全国銀行協会)

新株予約権付融資に関する検討会メンバー

2026年2月10日時点

委員	田辺 英樹	(株)みずほ銀行法人業務部トランسفォーメーションチーム 次長
	村中 憲一朗	(株)三菱UFJ銀行スタートアップ戦略部企画グループ 上席調査役 (※2026年1月31日まで委員〔異動に伴い離任〕)
	村田 有機	(株)三井住友銀行成長事業開発部業務推進第一グループ 上席部長代理
	小川 悠介	(株)りそな銀行法人・プレミア戦略部ベンチャー支援Gr グループリーダー
	榎本 成樹	(株)横浜銀行営業戦略部法人戦略企画・サステナビリティ戦略企画グループ グループ長
	蔡 勇昇	三菱UFJ信託銀行(株)法人マーケット統括部法人事業開発室 調査役
	久家 浩二	(株)愛媛銀行ソリューション営業部 副部長
	久保 彰史	あおぞら企業投資(株) 代表取締役社長 CEO
	高橋 幸一	(株)商工組合中央金庫スタートアップ営業部 部長
	前川 寛洋	Funds Startups(株) 代表取締役
	宮崎 思佳	(一社)スタートアップ協会 理事
	佐藤 正謙	森・濱田松本法律事務所 外国法共同事業 パートナー
	内田 彰彦	日本公認会計士協会業種別委員会 委員長
	森田 宏樹	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
オブザーバー		金融庁監督局総務課 法務省刑事局・民事局
ゲスト	岡田 広	(株)プルータス・コンサルティング 専務取締役
	飯田 航太	(株)プルータス・コンサルティング EAS シニアマネジャー [新株予約権の評価に係る有識者として第2回検討会に招聘]
事務局	金子 洋平	(一社)全国銀行協会委員会室 室長 (株)三菱UFJ銀行経営企画部会長行室 室長
	堀 賢史	(一社)全国銀行協会委員会室 次長 (株)三菱UFJ銀行経営企画部会長行室 次長
	松野 雄	(一社)全国銀行協会委員会室 上席調査役 (株)三菱UFJ銀行経営企画部会長行室 上席調査役
	津原 徳裕	(株)三菱UFJ銀行スタートアップ戦略部 次長
	大畠 淳也	(株)三菱UFJ銀行スタートアップ戦略部 次長
	大波多 充	(一社)全国銀行協会業務部長
	吉原 康之	(一社)全国銀行協会業務部 次長
	吉村 隆史	(一社)全国銀行協会業務部 調査役
	柴木 達哉	(一社)全国銀行協会業務部 副調査役

(敬称略)

目次

はじめに	3
1. 新株予約権付融資の概要・特徴	4
2. 新株予約権付融資に関する規制の概要と法務面の課題	5
(1)わが国における金利規制の概要（利息制限法および出資法の規制趣旨）	5
(2)新株予約権付融資に関する法務面の課題	6
3. 新株予約権付融資に関する法務面の課題に対する検討	7
(1)新株予約権の利息該当性の有無の明確化	7
(2)貸出金利が上限金利以内であることの確認方法の明確化	9
(3)借手が期限前弁済した場合における対応の明確化	15
(4)その他関連する論点の整理	18
おわりに	20
Appendix	21
1. 新株予約権付融資の取扱状況	21

はじめに

わが国においては「スタートアップ育成5か年計画」（2022年11月）等にもとづき、スタートアップの起業加速とオープンイノベーションの促進等を通じて、スタートアップを生み育てるエコシステムの創出に向けて官民一体となった各種取組みが進められている。

こうした中、金融機関等がスタートアップへの資金供給を強化するうえで、新たな融資形態として新株予約権付融資への期待が高まっている。他方、新株予約権付融資には、利息制限法および出資法上の法務面の課題が指摘されており、その普及・拡大を加速させるための課題の一つとなっている。

また、政府の規制改革推進会議が2025年5月28日に取りまとめた「規制改革推進に関する答申」に基づいて6月13日には「規制改革実施計画」が閣議決定され、法務省および金融庁は、「民間事業者団体が設置予定の新株予約権付融資の普及における課題に関する検討会に参加し（中略）法令解釈に係る意見、助言、情報提供その他の協力を行う」とされた。

こうした状況を踏まえ、新株予約権付融資の普及・拡大における課題となっている法務面の課題の解決に向けた検討を行う場として新株予約権付融資に関する検討会（以下「本検討会」という。）（事務局：一般社団法人全国銀行協会）を設置し、新株予約権付融資の実務や法律・会計等に関する有識者を委員とし、金融庁および法務省のオブザーバーとしての参加を得たうえで、2025年7月から2026年2月にかけて、合計5回開催をした。

「新株予約権付融資に関する検討会報告書」（以下「本報告書」という。）は、新株予約権付融資に関する法務面の課題についての本検討会における検討結果を整理・取りまとめたものであり、今後、新株予約権付融資に取り組む金融機関等の事業者の検討の一助となることを期待している。

<開催実績>

回	開催日	検討テーマ
1	2025年7月30日	新株予約権の利息該当性の有無の明確化
2	2025年9月29日	貸出金利が上限金利以内であることの確認方法の明確化
3	2025年11月19日	借手が期限前弁済した場合における対応の明確化
4	2025年12月25日	これまでの検討会の振り返り、その他法務面の課題
5	2026年2月10日	報告書の最終確認等

1. 新株予約権付融資の概要・特徴

一般的にスタートアップ向け融資は、融資先企業の足元のキャッシュフローや担保に依存せず、将来にわたる事業の成長可能性を基礎にする点に特徴があるが、一般的な企業融資に比べて金融機関等の貸手にとってはよりリスクを伴う場合があり、担保可能な資産も多くないことから、融資先企業の事業が成功した際のアップサイドを享受できる権利の確保等、リスクに応じたリターンの確保が必要となる特性がある。

新株予約権付融資は、このようなスタートアップ向け融資の特性を踏まえた対応策の一つであり、貸手とスタートアップ間で、貸手が融資を行う一方で、スタートアップから新株予約権の割当を受けるという、エクイティとデットを組み合わせたスキームである。貸手は新株予約権の割当も契機として借手との関係性を一層強固なものとし、ひいてはスタートアップの成長に向けてより踏み込んだ支援にも繋がる可能性がある。

新株予約権付融資については、画一的な商品性があるわけではないが、新株予約権に取組んでいる金融機関等に多く見られる一般的な特徴を整理すると次のとおりである。

<新株予約権付融資の一般的な特徴>

- ① 金融機関等とスタートアップ間で、融資契約書と新株予約権割当契約書を別々に作成し同時に締結する
- ② 新株予約権には上場やM&Aといった権利行使条件が設定される
- ③ 新株予約権は無償で金融機関等の貸手に割り当てられる
- ④ 融資完済後も金融機関等は新株予約権を保有し、権利行使が行える
- ⑤ 金融機関等は将来的なキャピタルゲインを目的に新株予約権の割当を受ける

新株予約権付融資は、借手となるスタートアップと貸手となる金融機関等の双方に、表1のようなメリットがあり、その活用に向けた期待が高まっている。

<表1：新株予約権付融資のメリット>

主体	メリット
スタートアップ (借手)	<ul style="list-style-type: none">○ 創業者等の株式持分の即時の希薄化を回避しつつ、資金調達を実現することができる○ 新株予約権の割当を融資条件（金利・期間・金額）の交渉材料として、希望する条件を獲得し得る
金融機関等の事業者（貸手）	<ul style="list-style-type: none">○ 融資に付随して新株予約権の権利行使により得た株式の売却等によるキャピタルゲインが期待でき、リスクに見合う適切なリターンを確保しやすくなる

2. 新株予約権付融資に関する規制の概要と法務面の課題

(1)わが国における金利規制の概要（利息制限法および出資法の規制趣旨）

わが国における金利規制は、上限を超えた金利を定める利息の契約がその超過部分について無効となること等を定めた利息制限法と上限金利を超える利息の契約をした場合等の刑事罰を定める出資法（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律）の2つの法律で構成されており、その規制趣旨等は表2のとおりである。

<表2：利息制限法および出資法の規制趣旨等>

法律	規制趣旨および関連条文（抜粋）
利息制限法	<p>○主として経済的弱者である債務者の窮迫に乗じて不当な高利の貸付けが行われることを防止する趣旨から、利息の契約を制限するもの</p> <p>第1条（利息の制限）</p> <p>金銭を目的とする消費貸借における利息の契約は、その利息が次の各号に掲げる場合に応じ当該各号に定める利率により計算した金額を超えるときは、その超過部分について、無効とする。</p> <ol style="list-style-type: none">一 元本の額が十万円未満の場合 年二割二 元本の額が十万円以上百万円未満の場合 年一割八分三 元本の額が百万円以上の場合は 年一割五分
出資法	<p>○いわゆる高金利等を取り締まることにより、健全な金融秩序の保持に資すること</p> <p>第5条（高金利の処罰）</p> <p>2 前項の規定にかかわらず、金銭の貸付けを行う者が業として金銭の貸付けを行う場合において、年二十パーセントを超える割合による利息の契約をしたときは、五年以下の拘禁刑若しくは千万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する。その貸付けに関し、当該割合を超える割合による利息を受領し、又はその支払を要求した者も、同様とする。</p>

(2)新株予約権付融資に関する法務面の課題

新株予約権付融資において、貸手がスタートアップから割当を受ける新株予約権が、利息制限法および出資法が規制する「利息」に該当するかが不明確であるとの課題が指摘されており、新株予約権付融資の普及の課題となっている。

本検討会においては、新株予約権付融資に関連する次の法務面の課題について検討を行い、各課題の取扱いについて、整理を行った。

<表3：新株予約権付融資に関する法務面の課題>

課題	内容
新株予約権の利息該当性の有無	○ 新株予約権がそもそも利息に該当し得るのか、利息に該当し得る場合には具体的にはどのようなケースなのかが明確でない
貸出金利が上限金利以内であることの確認方法	○ 新株予約権が利息に該当し得る場合、上限金利以内であることを確認するための新株予約権の価値評価等の方法が明確でない
借手が期限前弁済した場合における対応	○ 新株予約権が利息に該当し得る場合、借手が期限前弁済を行うことによって融資期間が短縮されることにより、上限金利規制に抵触するリスクがあるかが明確でない
その他関連する論点	○ 上限金利規制以外の法務的な課題（個別業態への出資規制、新株予約権の売却時のインサイダー取引規制等）

なお、本検討会の検討対象は、新株予約権付融資においてスタートアップから割当を受ける新株予約権の取扱いに関する法務面の課題に限定しており、会計面については検討対象外であることに留意いただきたい。

3. 新株予約権付融資に関する法務面の課題に対する検討

(1)新株予約権の利息該当性の有無の明確化

① 「利息」の定義と新株予約権の利息該当性判断における検討要素

利息制限法および出資法において、「利息」の定義に関する規定は存在しない。このため、新株予約権付融資において、貸手に割り当てられる新株予約権が「利息」に該当するのか否かポイントとなる。

一般的に「利息」とは「元本使用の対価であり、貸付額と貸付期間に比例して支払われる金銭その他の代替物」¹と説明される。利息制限法および出資法は、不当な高利貸付から経済的弱者を保護することや健全な金融秩序を保持することを規制目的としており、みなし利息を含めて広く規制対象として取り扱われている。借主保護というこれらの法律の目的に鑑みて規制対象を広く取る観点から元本額・使用期間と支払われる金銭等の比例関係を要件としない見解もあるほか、元本使用の対価であれば必然的に比例関係が内包されるとの見解もあり、「元本使用の対価性」があるかが重要となると考えられる。

なお、「みなし利息」については、利息制限法第3条および出資法第5条の4第4項において、いずれも金銭を対象としていることが明らかであり、新株予約権は「みなし利息」には該当しないと整理できる。

○ 新株予約権付融資への適用

前記の通り、割り当てられる新株予約権が「利息」に該当するか否かを判断する重要なポイントは「元本使用の対価性」²の有無であり、具体的な商品設計を踏まえて判断することが適当であると考えられる。新株予約権の割当に「元本使用の対価性」があると認められ得る商品設計の場合には、新株予約権が「利息」に該当する可能性があると考えられる。他方、新株予約権の割当に「元本使用の対価性」がないと認められる商品設計の場合には、新株予約権が「利息」に該当しないと考えられる。

「元本使用の対価性」の判断基準については、表4のような検討要素を勘案する必要があると考えられる。

¹ 金融法務研究会報告書（6）「金融取引における『利息』概念についての検討」7頁

² 「元本使用の対価性」とは、貸手からすると一定額の金銭を借手に使わせることで、本来であれば自分で他の目的に使えたはずであったのに（そして経済的利益を上げたはずであったのに）、その可能性を奪われるという負担を負うので、それに対する補償として対価（利息）がとれるという、貸主が利息を取ることができることを正当化する考え方のこと（金融法務研究会報告書（6）「金融取引における『利息』概念についての検討」8頁）

<表4：「元本使用の対価性」の判断基準に関する検討要素>

検討要素	「対価性あり」の要素	「対価性なし」の要素
① 新株予約権の取得目的は何か	・将来的な新株予約権の権利行使に伴うキャピタルゲインを含めた適切なリターンの確保	・融資債権の担保として約定どおりに返済されなかった場合の権利行使
② 新株予約権の取得に当たり取得対価を支払っているか	・無償割当	・有償割当（新株予約権の正当な価値評価にもとづく取得対価を支払う前提）
③ 新株予約権の取得が融資取引の金利等の条件決定や、融資取引の実行に影響を与えているか	・将来的な新株予約権の権利行使に伴うキャピタルゲインを含めた適切なリターンを勘案して融資取引の金利軽減を行っているケース（金利の軽減効果あり） ・新株予約権の割当が融資取引を実行するかどうかの判断に影響を与えているケース	・新株予約権の割当が融資取引の与信条件に影響を与えないケース（金利の軽減効果なし）

② 一般的な新株予約権付融資に関する検討

「1. 新株予約権付融資の概要・特徴」に記載の一般的な特徴を持つ新株予約権付融資は、融資取引のリスクを踏まえた適切なリターンの確保が新株予約権の割当目的の理由の一つになっていると考えられること、新株予約権の無償割当を受けていること、また、融資取引の金利を軽減するなど与信条件にも関係するケースがあること等を踏まえると、「元本使用の対価性」があることを否定することは難しい。このため、金融機関等においては、新株予約権が利息に該当するものとして整理される可能性も念頭に置く必要がある。

なお、この場合においては、新株予約権の割当は新株予約権付融資の契約締結・実行時点で一括して行われることが一般的であることを踏まえると、利息制限法および出資法上の観点では、新株予約権は「約定貸付期間全体」に対して付与される利息と解することができる。

③ 「元本使用の対価性」がないと認められ得る商品設計パターンの検討

a 金融機関等が新株予約権の対価として金銭等を支払う場合

貸手が新株予約権の割当を受けるに当たり、後述する正当な価値算定が行われた新株予約権の評価額を金銭等の手段で支払う場合には、金利の軽減や融資の実行の判断に影響を与えるためではなく、融資取引とは独立して新株予約権を通じたスタートアップへの投資が行われたと考えられることから、新株予約権の発行に「元本使用の対価性」がないと認められると考えられる。

b 融資債権の担保を目的として新株予約権の割当を受ける場合

新株予約権付融資を行うに当たり、新株予約権割当契約において、融資が予定どおりに返済された場合には新株予約権を放棄すること、また、約定に従い返済されないときにのみ新株予約権の行使が認められることを約定する場合、新株予約権は万が一の場合に元利金を補填するための手段としての位置づけに過ぎないことが明確となる。このように担保としての位置づけが明確な場合には、「元本使用の対価性」がないと認められると考えられる。

なお、担保目的で取得した新株予約権の行使により株式を取得し精算が行われた場合には、当該株式の評価金額分、被担保債権である融資の元利金が消滅することとなる。

(2)貸出金利が上限金利以内であることの確認方法の明確化

① 前提

本項の論点については、「元本使用の対価性」を否定することが難しく、「利息」に該当する可能性があると考えられる新株予約権付融資について取り扱う。

② 新株予約権の評価時点および再評価の要否等

新株予約権付融資は、一般的に融資契約と新株予約権割当契約がそれぞれ個別に締結される。融資契約と新株予約権割当契約の締結は同日に行われるケースが多いと考えられ、その場合は両契約の締結日を評価の時点とする考えられる。両契約の締結日が異なる場合であっても、極めて近接して行われると考えられることから、その場合には融資契約または新株予約権割当契約の締結日のいずれの時点で新株予約権の評価を行ったとしても評価が大きく異なることはないと考えられる。

新株予約権の価値は、企業価値等に連動して日々変動するため、新株予約権の再評価の要否が論点となるが、新株予約権の割当はあくまで新株予約権付融資を行った時点において「将来のキャピタルゲインの期待値（の現在価値）」を付与する行為であり、結

果として、新株予約権付融資の実行後に新株予約権の評価額が変動したり、新株予約権の実行により実際に得られたキャピタルゲインが新株予約権付融資の実行時点の評価額から乖離した場合であっても、利息制限法および出資法の観点で再評価を行う必要はない。

この再評価の要否については、あくまで利息制限法および出資法の上限金利以内であることを確認するために行う新株予約権の評価の要否を意味している。会計上は、原則として四半期ごとの時価評価が必要となる（重要性が無いとして時価評価を行わない場合を除く）。

なお、法律で定められている上限金利規制以下であることを確認する目的での評価と、新株予約権の時価を算出するための会計上の評価は、その目的や性質が異なることから、双方の算定方法やその結果が必ずしも同じである必要はない（上限金利規制の観点では新株予約権の価値が高く算出される保守的な条件をもとに算定を行うことも考えられる）。

③ 新株予約権の評価手法

新株予約権はオプションの一種であることから、その評価手法はオプション価値の算定方法を用いることになるが、オプション価値の算定方法は、表5のとおり複数あり、案件の特性や貸手の態勢等を踏まえて選択しなければならない。貸手はいずれの評価手法を選択することができる。なお、実務上は簡便なブラック・ショールズモデルの活用が一般的である。

ブラック・ショールズモデルは、プレーンなオプションの評価モデルであり、完全市場（流動性が無限にあり、取引のリスク・コストが存在しない理想的な市場）を前提としているため価値が大きくなる傾向があること、オプション満期時に権利行使できるタイプのオプション（ヨーロピアン・タイプ³）の算出モデルであること、権利行使条件等を含む様々な条件を反映することが難しい点は認識する必要がある。一方で、二項モデルなどのその他の手法は、計算過程がより複雑となる課題があるため、ブラック・ショールズモデルが実務上は広く活用されている。わが国企業会計基準においても、株式オプション価格算定モデル⁴として、二項モデルとならんでブラック・ショールズモデルが挙げられている。

³ オプションの権利行使時点に関して、行使期間の満了日等あらかじめ決められた時点に行使されるべきもの。権利行使期間内であれば権利保有者の意思で自由に時点を選べるものは「アメリカン・タイプ」という

⁴ 「『株式オプション価格算定モデル』とは、ストック・オプションの市場取引において一定の能力を有する独立第三者間で自発的に形成されると考えられる合理的な価格を見積もるためにモデルであり、市場関係者の間で広く受け入れられているものをいい、例

<表5：新株予約権の評価手法例>

評価手法	概要	特徴・活用可能性
ブラック・ショールズモデル	<ul style="list-style-type: none"> オプションの理論価格計算における代表的モデル プレーンなオプションの評価であり、行使条件が設定される場合、必要に応じて条件充足の確率を乗じる必要あり 	<ul style="list-style-type: none"> パラメータの当てはめによりオプション価値が算定できる簡便な手法であり、法的な価値算出に活用しやすい 新株予約権付融資の実務での活用事例も多い
二項モデル	<ul style="list-style-type: none"> オプションの理論価格計算における代表的モデル 期間を細分化したうえで、株価の上昇・下落をツリー上に場合分けし、期待値を算出 	<ul style="list-style-type: none"> 様々な条件設定にも対応できるモデルはあるが、計算過程がやや複雑
モンテカルロシミュレーション	<ul style="list-style-type: none"> 乱数と与えられた確率変動条件を用いて、起こりうる事象を繰り返してシミュレーションし、期待値を算出 	<ul style="list-style-type: none"> 様々な条件設定にも対応できるモデルはあるが、計算過程がやや複雑
有償新株予約権の発行実績	<ul style="list-style-type: none"> 近接した時期に同じ条件の有償新株予約権を発行している場合、当該新株予約権の価格を用いる 	<ul style="list-style-type: none"> 活用できるケースは限定的と考えられる
金利差 (金利の軽減効果)による算出	<ul style="list-style-type: none"> 新株予約権がついていない通常融資と、新株予約権付融資の金利差から価値を算出 	<ul style="list-style-type: none"> 主な借手として想定されるスタートアップは非上場会社であることが多く、その場合は、マーケットでの金利観測ができないため、「新株予約権が付いていない場合の金利」の妥当性の説明が難しい

④ ブラック・ショールズモデル等を活用した新株予約権の評価に必要なパラメータ

ブラック・ショールズモデル等を活用した新株予約権の評価に必要なパラメータは表6のとおりである。特に、「株価」「ボラティリティ」については、前提条件等により大きく変動し得るため、ある程度統一的な目線が必要である。加えて、新株予約権付融資の場合には、一般的に新株予約権に権利行使条件が付されることから、条件の充足確率を加味するケースが多い。

えばブラック・ショールズ式や二項モデル等が考えられる。」（企業会計基準第8号「ストック・オプション等に関する会計基準」第48項）

<表6：新株予約権の評価に必要なパラメータとその設定の考え方>

パラメータ	概要	設定の考え方
株価 (原資産価格)	・新株予約権を行使することによって得られる株式の時価	・上場企業は市場の株価を用いることが多いが、未上場スタートアップは別の手法を採用する必要あり（後掲a参照）
権利行使価格	・新株予約権を行使する際に払い込む金額	・新株予約権の割当時点の株価（時価）とすることが多い（新株予約権割当契約に定められる）
期間	・割当日から想定される行使時期の期限まで	・期間が長いほど新株予約権の価値は高くなる
無リスク利子率 (リスクフリーレート)	・現在価値の算定の基礎となる無リスクの場合の利子率	・割当日から想定される行使時期の期限までの期間に合わせた国債利回り等を使用することが一般的
配当率	・満期日までの期間における配当額の株価に対する割合（年間の予測配当額÷株価）	・実績・予定・予想等を用いて年間の予測配当額を算出（事業拡大期にあるスタートアップは通常配当しないと考えられる）
ボラティリティ (株価変動率)	・株価の変動率（標準偏差）	・上場企業は市場株価の変動率を用いることが多いが、未上場スタートアップの場合は上場する類似企業株価の変動率（後掲b参照） ・変動率が高いほど新株予約権の価値は高くなる
権利行使条件の充足確率 (必要な場合)	・権利行使条件（上場やM&A等）が充足する確率	・過去の統計データ等から類似性のあるスタートアップが条件を充足する確率を引用する（後掲c参照）

a 株価（原資産価格）の算定方法

ブラック・ショールズモデル等を活用した新株予約権の評価に必要な原資産価格（新株予約権の目的となる株式の価格）の算定方法は表7のとおりである。その算定に当たっては、簡便さや客観性の観点から直近のファイナンス価格を使用することが一般的である。ただし、直近のファイナンスから時間が経過している場合やファイナンス実績がない場合には、その使用が難しい。

なお、種類株式には残余財産の優先分配権が定められ、かつ株主間契約等に定められるみなし清算条項によってM&Aによる売却代金の分配にも適用される場合が多いことから、普通株式と価格が大きく異なることがある点に留意が必要である。新株予約権の

権利行使条件に応じて実現可能な経済的な価値を反映した適切な原資産価格⁵を算定すべきである。

<表7：考えられる未上場スタートアップの株価の算定方法>

算定方法	概要	特徴、活用可能性
直近のファイナンス価格	・対象企業が近接する時期に行ったファイナンス価格を使用	・実際の取引価格であり、客觀性がある ・新株予約権付融資の実務での活用事例も多い ・ただし、ファイナンスを行った時期から企業価値に変動があると思われる場合には使用できない
インカムアプローチ(DCF法)	・将来の事業計画（キャッシュフロー）をもとに現在価値を算出	・一般的なバリュエーションの手法であるが、前提となる事業計画・割引率により評価額が大きく変動
マーケットアプローチ（マルチプル法）	・類似会社の株価収益率、企業価値／償却前利益倍率等をもとに対象企業の株価を算定 ・類似のM&A取引における取引価額を参考にして対象企業の株価を算定	・類似会社の財務指標や、類似のM&A取引における取引価額等を対象企業に適用し、株価を類推 ・対象企業の財務数値の変動幅が大きい場合や、利益指標を用いることができない赤字会社の場合の難易度は高いが、上場等でも用いられる一般的なバリュエーションの手法

(留意点) 特に DCF 法、マルチプル法等は評価の手法やその前提条件によって評価額が大きく異なる場合があり、また、ビジネスモデルや事業の成長可能性に対する評価や事業計画の見立ては立場によっても異なることがある点に留意が必要

b ボラティリティの考え方

ブラック・ショールズモデル等を活用した新株予約権の評価に必要なボラティリティ（株価変動率）の設定に当たっては、ビジネス内容や成長ステージ等から対象企業の類似会社を選定したり、成長ステージにある企業も多い東証グロース市場に上場する銘柄のボラティリティを使用すること等も考えられる。

⁵ 新株予約権の権利行使条件が上場のみであれば、通常は上場直前に種類株式が普通株式に転換されることから普通株式の価格を原資産価格とする考えられる。一方、M&A も権利行使条件に含まれ、M&A 時に種類株主が「みなし清算条項」等に基づいて優先的な分配を得られる場合には、当該価値を原資産に反映することが考えられる。

なお、ボラティリティは使用する株式銘柄の数と期間によって数値が変動し得ることから、複数の銘柄を選定する、新株予約権の期間を踏まえた相応の期間のボラティリティを参照する、特殊事情によるボラティリティの急変の影響を除外する等により数値を適切に平準化することも検討する必要がある。

c 権利行使条件の充足確率の考え方

新株予約権付融資で割り当てられる新株予約権については、一般的に上場やM&Aといった権利行使条件が設定されることが多い。このため、ブラック・ショールズモデルで算定したプレーンな新株予約権の価値に、必要に応じて、条件の充足確率を乗じることが考えられる。この設定に当たっては、類似会社（ビジネス内容や成長ステージ等で類推）における上場等の条件充足の確率を使用することが考えられる。

⑤ 新株予約権の価値算定手法や条件決定プロセスにおける手当

貸手における上限金利規制の遵守を担保し、併せて潜脱行為や借手企業の既存株主の利益の侵害を防ぐためには、表8のような、新株予約権の価値算定手法や条件決定プロセスにおける一定の手当を行う必要がある。

<表8：新株予約権の価値算定手法や条件決定プロセスにおける手当（例）>

考えられる手当	内容
客観性を担保するための評価マニュアルを制定	<ul style="list-style-type: none">マニュアルにおいて価値算定手法やパラメータの考え方、プロセス等を規定し、恣意性が働く余地をなくす
株価等の評価に際しての重要な前提条件を借手に開示	<ul style="list-style-type: none">取引当事者間において重要な前提条件を開示するプロセスにより、透明性を高める
貸手として会計上の時価を算定するプロセスが確定している場合、当該時価を活用	<ul style="list-style-type: none">会計上のプロセスによる客観性の確保や第三者によるチェックを活用する
保守的な前提条件、パラメータによる算出	<ul style="list-style-type: none">利息制限法および出資法に抵触しないことを明示するために、考えられるレンジのなかで、新株予約権の価値が高く算出される保守的な前提条件やパラメータを使用して価値を算定する
外部の専門家に価値算定を依頼する	<ul style="list-style-type: none">外部の専門家に価値算定を依頼することにより、客観性を担保する

実務的には、客観性を担保するための評価マニュアルを制定することで手当てを行っているケースが多くみられる。

⑥ 上限金利以内であることの確認

新株予約権は「約定貸付期間全体」に対して付与される利息と解されるため、例えば、満期一括弁済の取引の場合は、算定した新株予約権の価値を約定貸付期間の年数で除することで単年の利息相当額を算出し、さらに融資の元本額で除することにより年利に換算することができる。融資本体の約定金利にこの新株予約権の年利換算分を加えた和が、利息制限法や出資法に定める上限金利に抵触していないことを確認することが考えられる。

なお、利息制限法および出資法の観点からは、みなし利息に該当するものを含めて、上限金利以内であることを確認しておく必要がある。例えば、融資にあたりみなし利息に該当する手数料等を收受する場合には留意が必要である。

(3) 借手が期限前弁済した場合における対応の明確化

① 検討対象である新株予約権付融資および前提

借手が当初約定していた返済期日の到来前に弁済する期限前弁済が生じた場合には、上限金利の計算に当たり分母となる貸付期間が短縮化することから、当初の段階で割り当てられている新株予約権を保持することで上限金利に抵触することができるとどうか（再計算を行う必要があるかどうか）について検討を行った。

本項において検討する新株予約権付融資の前提は次のとおりである。なお、本項における検討はあくまで新株予約権についてであり、金銭による融資本体の約定金利については検討の対象とはしていない。

- a 「元本使用の対価性」を否定することが難しく、「利息」に該当する可能性のある商品設計（キャピタルゲイン目的・取得に伴う金銭支払なし・金利の軽減あり等）であること
- b 新株予約権の評価額を加味しても当初約定貸付期間にもとづく貸出金利が利息制限法および出資法上の上限金利以内であること
- c 貸手と十分な判断能力を持つ借手による取引であること（貸手との交渉やリスク評価が可能な企業を想定しており、新株予約権融資を受けるスタートアップ企業はこれに該当するものと考えられる）
- d 期限前弁済が借手自身の選択や借手との合意に基づき行われること（交渉による任意弁済も対象となるものと考えられる）

② 期限前弁済が発生した場合の一般的な利息の取扱い

期限前弁済が発生した場合には元本が存在しなくなることから、当初約定貸付期間のうち期限前弁済日後当初合意した支払期日（満期日）までの残存期間についてはこれに応する利益を「利息」として収受することはできないと考えることが一般的である。他方、貸手側の期限の利益の保護の必要性も認められているところ、民法第591条第3項は借手の期限前弁済に伴う損害賠償請求権について定めている。

民法第591条（返還の時期）

- 1 当事者が返還の時期を定めなかったときは、貸主は、相当の期間を定めて返還の催告をすることができる。
- 2 借主は、返還の時期の定めの有無にかかわらず、いつでも返還をすることができる。
- 3 当事者が返還の時期を定めた場合において、貸主は、借主がその時期の前に返還をしたことによって損害を受けたときは、借主に対し、その賠償を請求することができる。

民法第591条第3項の損害賠償請求権について、貸手が期限前弁済を受けて他に融通したところ、当初の消費貸借の成立時との経済状況が変化していたことにより、当初の消費貸借で定めた利率よりも低い利率で再運用することになった場合の当該差額相当額や、当初の消費貸借の裏で反対取引が行われていた場合の反対取引の再構築価格の支払いが生じるときの当該コスト分は損害にあたるとする解釈がある⁶。

また、一部のコストだけでなく、当初合意した支払期日までの利息相当額の損害賠償が認められる場合とは、期限前に返済を受けたとしても金銭を再運用することが実際上困難であり、他方で返済期限までの利息相当額を支払ってもらうことの代わりとして利率が低く抑えられていたような場合等が考えられるとされている⁷。

③ 新株予約権付融資への適用

a 基本的な考え方

新株予約権は「約定貸付期間全体」に対して付与される利息と解されるから、期限前弁済がされた場合には、残存貸付期間に対応する新株予約権については、利息としてこれを保持することはできることになる。

他方、新株予約権付融資は、下記の特徴のとおり各案件における個別性が強く、同等の再運用先を見つけることが難しい融資であり、また、新株予約権の割当を受けて将来

⁶ 金融法務研究会報告書（32）「民法（債権関係）改正に伴う金融実務における法的課題」73、74頁

⁷ 筒井健夫・村松秀樹「一問一答（債権改正）関係」（2018年、商事法務）299、300頁

的に得られる可能性があるキャピタルゲインを踏まえて融資本体における金銭による約定金利の軽減等の条件を決定しているものと考えられる。このため、期限前弁済を受けた貸手が、民法第 591 条第 3 項にもとづく損害賠償に相当するものとして、残存貸付期間に対応する新株予約権を期限前弁済以降も保持することが合理的に認められると考えられる。そこで、民法第 591 条第 3 項に基づく損害賠償は、金銭による賠償であるため、貸手と借手の当事者間において、金銭の損害賠償に代えて新株予約権を引き続き貸手が保持し続けることを代物弁済（民法第 482 条）として合意することが考えられる。この場合、前記②で示した損害の発生を立証することで、貸手が期限前弁済後に当初受領した新株予約権を保持し続けることができ、金利の再計算も不要と考えることができる。

<新株予約権付融資の特徴>

- ・案件毎に借手の信用状況・回収可能性の差異が大きく、また当該企業のビジネスモデル評価にもとづく成長可能性も案件毎に大きく異なるため、与信方針の検討、リスク・リターン分析、回収シナリオの検討を個別に行っている
 - ・個別案件毎に DD、オプション価値の算定、条件・契約書交渉を行い、その結果を融資契約や新株予約権の契約条件に反映している
- ⇒案件ごとの個別性が強く、同等の再運用をすることは困難
-
- ・新株予約権は企業が成長した際にキャピタルゲインが得られることを前提としたオプション評価をしており、期限前弁済や期限前弁済時における新株予約権の権利放棄を前提にしていない。成長の蓋然性が高まった段階で返済されると、その前提が崩れる
- ⇒新株予約権の割当が融資の前提であり、金利軽減等の効果もある

b 不精算条項の設定

民法第 420 条・421 条において、当事者は損害賠償の予定を行うことができ、また、その賠償は金銭以外のものを充てることができる旨が定められている。民法第 591 条 3 項は、債務不履行に基づく損害賠償を定めたものとは解されていないことから、同法第 420 条、第 421 条が適用されるものではないとも考えられる。もっとも、同法第 591 条 3 項の損害について損害賠償の予定を合意した場合には、当該合意の効力として、同法第 420 条の損害賠償額の予定と同様に、損害発生等の立証を不要とする効力が生ずるものと解することができると考えられる。そこで、前記③の取扱いについて法的安定性を高めるため、貸手・借手双方において不精算条項（期限前弁済が発生した場合においても、貸手が新株予約権の返還・償却または金銭による支払を行わない旨の特約）を予め締結しておくことに意義が認められると考えられる（なお、かかる不精算条項は、金銭の損害賠償に代えて新株予約権を引き続き貸手が保持し続けることを認める点に鑑み、

代物弁済の予約に相当するものと見る余地もある）。不精算条項は、新株予約権が利息に該当すると判断された場合には、損害賠償の予定の性質を有することとなる。契約に不精算条項を定めた場合、期限前弁済が行われた後の損害についての個別の算定・交渉も不要となる。ただし、当該条項の効力は公序良俗や信義則等の民法の一般条項により規制され得ることには留意が必要である。

④ 出資法における考え方

出資法上の高金利規制としては、利息の契約・受領・支払要求という行為が規制されており、通常、新株予約権付融資の場合には、貸手は契約時に利息である新株予約権の割当を受けることを前提に検討を行った。

新株予約権付融資に関し、その契約や契約に基づく利息（利息と評価され得る新株予約権も含む）の受領、支払要求が出資法上の処罰対象となる行為であり、これらの行為が行われた時点で出資法に定める上限金利を遵守していることが必要である。

仮に、借手自身の選択や当初合意された契約に基づいて期限前弁済が行われた場合であっても、その時点において貸手が新たに利息の契約・受領・支払要求に当たる何らかの行為を行ったのでなければ、当初の契約・受領・支払要求の時点で出資法に定める上限金利を遵守している以上、出資法違反に問われることはない。

なお、融資契約において不精算条項を定めるか否かは上記整理に影響を与えないと考えられる。

(4) その他関連する論点の整理

① 新株予約権の売却等への対応

新株予約権付融資で割り当てられる新株予約権は、一般的に融資完済後も貸手により保有され続けることから、貸手においては、新株予約権の権利行使に伴い取得した株式や、新株予約権の売却等、出口戦略を検討しておく必要がある。

新株予約権の出口戦略には、大きく対象企業の状態が上場企業か・未上場企業か、売却対象が株式か・新株予約権かによって検討ポイントが異なるので留意が必要である。

a 市場による売却

対象企業が上場する場合には、一般的に新株予約権の行使条件が充足され、普通株式を取得することになるため、貸手は上場に伴う売出に参加するかどうかを含めて出口戦略を検討しておくことが望ましい。

特に、売出に参加せずに市場で売却する場合は、貸手としてインサイダー規制に抵触しないように対応する必要があることに留意が必要である。

b 新株予約権の売却

わが国においては、未上場企業の株式を取り扱う取引市場が未発達であることから、一般的に未上場企業の新株予約権の売却は相対取引で行う必要があるが、取引相手側の探索や適切な価格形成が難しいという課題がある。

c M&A への対応

優先株式（清算時の残余財産の優先分配権を持つ種類株式）を発行している企業がM&Aにて売却された場合、一般的には株主間契約等に定めるみなし清算条項にしたがって、株主間で売却対価の分配が行われる。この際、まず優先株式に売却対価が支払われるため、普通株式への売却対価の分配は劣後することに留意が必要である。優先株式を目的とする新株予約権を保有していたとしても、売却対価の分配を受けるためには、M&A プロセスにおいて適切なタイミングで優先株主としての分配を得るために手当（権利行使、あるいは新株予約権の譲渡等）を行い、株主間協定に参加する必要がある。また、権利行使条件に M&A が含まれない新株予約権を保有している場合、みなし清算条項による売却対価の分配に参加できないケースが多く、対象企業や他の株主とみなし清算条項に準じた取り扱いを別途合意する必要がある。

② 銀行法上の出資規制（議決権保有制限）への対応

また、銀行法において、銀行はその健全性を損なうことがないように、銀行またはその子会社を合算して、一般事業会社の議決権の 5 %を超えて取得し、または保有することが禁止されている（銀行持株会社に関しては、その子会社と合算して議決権の 15 %が上限となる）。新株予約権の割当段階では当該規制の対象外であるが、権利行使をした後の対象企業の議決権の保有比率には留意が必要である。

おわりに

スタートアップには新しいアイデアや技術によって経済成長の原動力であるイノベーションを生み出し、わが国において「成長と分配の好循環」や「価値創出型の経済の実現」を実現していくうえで重要な役割を果たすことが期待されている。また、社会的課題を解決していく存在としてもその役割が高まっている。

わが国としてスタートアップの育成への取組みをより一層強化するためには、様々ななかでスタートアップへの成長資金の供給を抜本的に強化していく必要があり、新株予約権付融資についても、伝統的なシニアデットやエクイティとは異なる手段として、その普及を促進していく必要がある。

本報告書は新株予約権付融資の普及の課題となっている利息制限法および出資法上の法務面の課題を中心に、資金の出し手となる金融機関や事業者および法務・会計等の有識者等の幅広い参画と、金融庁および法務省にもオブザーバー参加を得て開催した検討会での議論・整理の内容を取りまとめたものである。

本報告書が、今後、新株予約権付融資を新たに取り組み始める金融機関等の事業者の一助となり、スタートアップ向けの融資拡大に繋がることを期待する。

なお、2025年12月26日には金融法委員会から「新株予約権への上限金利規制の適用関係に関する検討～ベンチャーデット/スタートアップ向け融資を念頭に置きながら～」と題した検討資料が公開されており、必要に応じて本報告書と併せて参照いただきたい。

最後になるが、本検討会には委員およびオブザーバーの皆さまのほか、多くの傍聴者やゲスト等、幅広いご関係者に参画をいただき改めて感謝申しあげたい。

以上

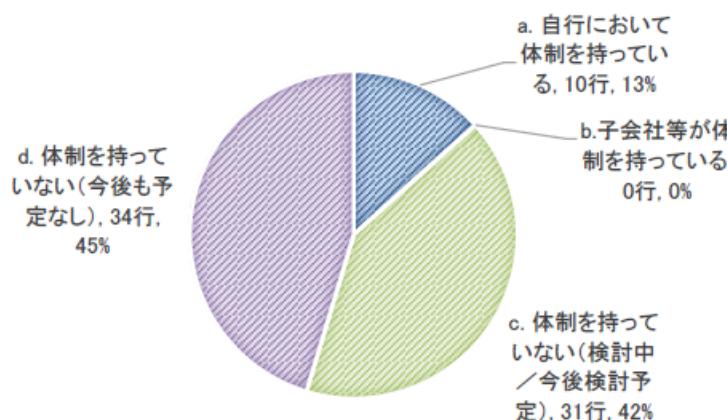
Appendix

1. 新株予約権付融資の取扱状況

本検討会の検討に先立ち、新株予約権付融資の取扱状況を把握するため、全国銀行協会の正会員行 112 行を対象にアンケートを実施した（有効回答数 75 行。2025 年 5 月末日時点の状況）。

2025 年 5 月末時点において、10 行がすでに新株予約権付融資を取り扱っており、31 行が今後検討予定と回答した（図 1 参照）。新株予約権付融資を取り扱うに至った契機としては、「既存の担保・保証では資金調達が困難だったため」（4 行）、「資本性資金のニーズがあったため」（5 行）、「スタートアップ企業からの提案・相談」（4 行）と、ほぼ同数で回答があった（図 2 参照）。

<図 1：新株予約権付融資の取扱状況>



<図 2：新株予約権付融資を取り扱うに至った契機>

