

第26回 創業・IT等ワーキング・グループ 議事概要

1. 日時：平成26年7月11日（金）14:00～15:27
2. 場所：中央合同庁舎4号館4階共用第2特別会議室
3. 出席者：
 - （委員）安念潤司（座長）、滝久雄（座長代理）、松村敏弘、森下竜一
 - （専門委員）川本明、圓尾雅則
 - （説明者）独立行政法人国民生活センター、日本ベンチャー学会、
株式会社東京大学エッジキャピタル(UTEC)郷治友孝代表取締役社長
 - （金融庁）総務企画局 中澤企画課調査室長
 - （事務局）滝本規制改革推進室長、中原参事官、柿原参事官
4. 議題：
 - （開会）
 - 金融庁、関係団体からのヒアリング
「適格機関投資家等特例業務の見直しについて」
 - （閉会）
5. 議事概要：

柿原参事官 それでは、時間になりましたので、ただいまから規制改革会議第26回創業・IT等ワーキング・グループを開催いたします。

皆様方には御多用中、御出席をいただきありがとうございます。

本日は、所用により、翁委員、佐久間委員、小林専門委員、久保利専門委員は御欠席です。

それでは、議事を進めさせていただきます。

なお、本ワーキング・グループにおきましては、議事概要を公開することとなっておりますので、御了承願います。

以後の進行は、安念座長にお願いいたします。よろしく願いいたします。

安念座長 それでは、本日の議題「適格機関投資家等特例業務の見直しについて」に入らせていただきます。

まずは国民生活センターさんからヒアリングをしたいと思いますので、関係者の方にごうぞ御入室いただいでください。どうもありがとうございます。

（国民生活センター入室）

安念座長 座長の安念と申します。

どうも、今日はお忙しいところ、また暑い中、お出ましをいただきありがとうございます

ます。

では、早速ですが、御説明をいただいでよろしゅうございましょうか。

国民生活センター 国民生活センターの林と申します。

本日は、このような機会をいただきましてありがとうございます。

私ども国民生活センターでは、全国の消費者の方からの消費者トラブルに関する御相談をお受けしたり、消費者の方に対して注意喚起などを行う業務を行っておりますが、最近、特に相談件数が多く見られますのが、このプロ向けファンドに関するトラブルでございます。

私どもでは、昨年 12 月に、このプロ向けファンドにつきまして、消費者に対する注意喚起、行政への要望を行ってございますので、本日はその内容について御説明させていただきたいと思ひます。

資料をお手元に 2 つ御用意してあるかと思ひます。1 つは A4 横のポンチ絵、それから、公表資料の本文でございます。

ポンチ絵のほうで御説明させていただきます。

「プロ向けファンド」につきましては、もう皆様御承知のとおりかと思ひますが、プロを対象としたファンドということで、各種の規制が大幅に緩和されているものでございますが、49 人までであれば一般の投資家にも販売できるということがございまして、その部分で消費者トラブルが発生しています。

具体的に相談件数を見ますと、ポンチ絵の真ん中の上のグラフでございますけれども、プロ向けファンド届出業者の相談件数は、直近の 3 年間で約 10 倍になっております。2009 年度は 154 件でございましたが、2012 年度におきましては 1,518 件ということでございます。

その被害、トラブルに遭っている方の年代を見ますと、9 割弱が 60 歳以上ということでありまして、70 歳以上の方で見ても 6 割強ということ、非常に高齢者のトラブルが多くなっています。

それから、どのような形で勧誘されたかという点を見ますと、電話勧誘販売と訪問販売で 8 割超ということになっておりまして、不招請の勧誘が多い状況にあります。

まとめますと、高齢者の方が電話勧誘や訪問販売で勧誘されて、トラブルに遭っているという状況でございます。

それでは、具体的に事例を御紹介させていただければと思ひます。公表資料の本文の 6 ページを御覧いただければと思ひます。

6 ページの下のところで事例を記載しております。簡単に御紹介させていただきますと、まず、事例 1 と 2 は、判断力が十分ではない高齢者に対して電話等で不招請勧誘がなされたものであります。

事例 1 を読み上げさせていただきます。

昨日、父親から、母が投資ファンドの契約をして明日 100 万円を担当者が取りに来る、

と聞いた。母に聞くと「女性から電話があり、資料を送ると言われた。封書が届いた後、男性の訪問があった。配当金がもらえると言うので契約書らしき用紙に名前と印鑑を押した」と言っている。母には軽い認知症があるため父も気を付けていたが、父が留守中に訪問があり契約したようだ。パンフレットを確認すると「4か月に1回年金のように配当金が受け取れる」「安心の3年満期定期タイプのファンド」「個人のための運用商品」「最低予定利回り4.8%（税引き後）」などと書かれている。母の手元にはリスクについて書かれている書類は一切なかった。また契約書の控えもなかった。両親とも止めたいと言っている。断り方を教えてほしい。

という事例でございます。

事例の2も同じようなものであります。

事例3～5ですけれども、これはやはり高齢者に不招請勧誘が行われたものですが、そのセールストークとして、欺瞞的な説明ですとか、説明不足が見られるものであります。

事例3だけ御紹介させていただきます。

業者から「出資しないか」との電話があり、その後自宅に業者が訪問してきた。仕組みは分からなかったが、利率が10～12%との説明を受け、家族に内緒で自分の小遣いから10万円を出資した。申込書は自宅で書いたが、出資金の10万円の引渡しは市内の家電量販店の建物の横で行った。約款、パンフレットは現金を渡した後にもらった。後日約款を読んだところかなりリスクが高いことが分かった。リスクがあることが分かっていたら出資していなかった。最近も営業マンから増資しないかとの電話が来るが断っている。出資先の業者は本当に国の機関で認められた業者なのか。リスクも高く、本当に高配当が期待できるか分からないので、今後契約を継続しようかどうか迷っている。

というものであります。

事例6、これは短いものですが、業者から「金融庁に届出を出しているから悪質業者ではない」というセールスがあったものです。

次のページを御覧いただきまして、事例8ですけれども、詐欺的な勧誘も多く見受けられます。私どもは劇場型勧誘と呼んでおります。

B社を名乗る者から、「A社（注：プロ向けファンド届出業者）の黄色いパンフレットが届いていないか。市内に500通送付されているもので、中身は年利6%の投資信託の案内だ。そのパンフレットを当社に譲渡してくれたら、最大5万円の商品券を贈る。届いた際は是非連絡がほしい」との電話があった。さらに、C社を名乗る者から「A社の社債を購入してくれたら10万円の謝礼を出すし、もっと高く買い取る」との連絡があった。その後、パンフレットが自宅に届いた。不審なので情報提供する。

ということで、この方は未然に気付いたわけですけれども、これで実際にお金を払ってしまう方もいらっしゃいます。

ポンチ絵のほうに戻っていただきまして、こうした事例から見る問題点を右側に整理しております。

問題点といたしましては、この制度はプロ向けであるはずですがけれども、実際には一般の投資家向けのファンドがつくられていて、それが投資経験の乏しい高齢者などに販売されて、トラブルが生じているという状況がございます。

具体的に5つほど問題点を挙げておりますが、まず1つが、自宅への突然の訪問や電話により、投資経験が乏しく積極的に契約を望んでいない高齢者等にハイリスクで複雑なプロ向けファンドを販売していることです。事業者によっては、電話帳を見て上から順に電話するところもあったり、あるいは飛び込み営業をしているところもあるようであります。

2つ目ですが、うそや欺瞞的な説明、不十分なリスク説明、迷惑勧誘などが行われているということで、先ほどの事例にもありましたけれども、あたかも金融庁の公認があるというようなセールストークをしている業者もでございます。

3つ目ですが、劇場型勧誘が行われるなど、詐欺的な業者の関与がうかがわれるということで、先ほどの事例でも御紹介したような詐欺的な事例が多く見られていまして、この相談件数全体で4,500件ほどありますけれども、そのうち3割ぐらいが劇場型勧誘の相談ではないかと考えております。

4つ目、ファンドの運営内容につきまして十分な情報提供がなくて、消費者が内容を把握できないということがございます。販売勧誘ルールが大幅に緩和されており、書面交付義務等がないということで、ファンドの内容がどういうものなのか、消費者が理解できていないという状況がございます。

5つ目、被害回復が難しいケースが多いということで、これも同じですがけれども、販売勧誘ルールが非常に緩和されていまして、業者に問題点を指摘しにくいという状況があります。それから、契約上解約できないですとか、解約料が高いということになっている。あるいはこのトラブル・問題に気付くのが、配当が滞ってからというケースがありまして、そうなってくると、もう既に業者が逃げているケースも多くて、なかなか被害回復ができない状況がございます。

これらを踏まえまして、私どもでは消費者へのアドバイスと行政への要望を行っております。

消費者へのアドバイスといたしましては、基本的にこのプロ向けファンドは一般の投資家が購入するようなものではないという前提に立ちまして、1つ目は、取引内容が理解できなければ契約をしないということ。

2つ目は「必ずもうかる」「元本保証」などとうそその勧誘をしてくる業者とは絶対に契約しないこと。

3つ目は、金融庁公認などと言ってくる業者もありますので、金融庁に届け出ているからといって信用できるわけではないということ。

4つ目は「代わりに買って」「名義を貸して」「あなたの名前で買った」というのは、先ほど申し上げた劇場型勧誘の典型的なセールストークですので、そういう勧誘の電話があれば、すぐに切ること。

5つ目は、消費生活センター等に相談すること。

6つ目は、日ごろから高齢者への見守りをしっかりしてくださいというアドバイスをしております。

それから、この件につきましては、なかなか消費者への注意喚起だけではトラブルを防止することが難しいであろうということで、行政に対する要望を2点行っております。

1つ目は、プロ向けファンドの制度趣旨にのっとった仕組みを導入することという要望をしております。これはプロ向けの制度であるはずなのに、実際には不特定の一般投資家向けのファンドがつくられていて、そこでトラブルが生じているということがありますので、そもそもの制度趣旨に沿った仕組みを入れてほしいということでございます。

2つ目は、不適切な勧誘を行うプロ向けファンド届出業者に対して厳格な対応をとることということで、これは現行のルールの下においても厳格な対応をとってほしいという趣旨でございます。

説明は以上でございますが、今回、ここでお話しさせていただくに当たりまして、最新の相談件数を見てまいりましたところ、2013年度につきましては、大体1,300件程度の相談になっております。ですので、2012年度に比べますと若干少なくなっている状況でございます。これは各方面からの注意喚起の効果などがあつたのかなとは思いますが、引き続き2011年度の水準よりまだ高い状況になっております。

説明は以上でございます。

安念座長 どうもありがとうございました。

それでは、ただいま御説明いただきましたことにつきまして、御質問、御指摘、御意見等がございましたら、どうぞ、どなたからでも結構でございます。

どうぞ。

森下委員 確かに、新聞でもこういう問題が起こっておりまして、大変問題が大きいということはよく分かるのですが、一方で、今回出ているように、届出のままで出資の個人の要件を制限したからといって、被害に関して言うと、実は余り変わらないのではないかと。言い方を変えると、もともと詐欺でやられている方が多分圧倒的に多いと思うのです。ですから、そういう意味では、やはり業者を厳しく取り締まったほうが、むしろ効果強いのではないかと思います。

最初から悪いことをしようと思っている方は、恐らく要件があつたとしても、その裏をかいくぐってされるのでしょから、実状的な点でいうと実は余り効果がなくて、むしろ積極的に悪質な業者を摘発するほうが望ましいのではないかとと思うのですが、いかがでしょうか。

国民生活センター 私も御指摘のとおりだと思っております、今回のトラブルのポイントは、悪質な業者がこの制度の中に入り込んでしまっているということで、そういう悪質な業者をどう排除できるかということだと思っております。

そのときに、今は届出制度となっているので、簡単に参入できる。販売勧誘のルールも

ほとんどなくて、説明もしないで投資経験の乏しい方に販売できる。そういう販売をしていても、届出制度ということで行政処分ができないということがあって、長く不当な行為を行うことができる状況があるのだと思っています。

ですので、端的に言ってしまうと、悪質な業者から見れば、リスクは小さくてリターンが大きいわいしい商売になっている。ただ、届出は一応ちゃんとしてあるので形式上は合法的で、我々は金融庁に届け出ているしっかりとした会社ですということを装って悪いことをして、ある程度お金をもうけたら逃げてしまおうというものがこの制度の中に入っているということなので、やはりそれは制度として、そういう人たちが入ってこないようなものをつくらなければいけないのではないかと考えております。

森下委員 最近、私も金融庁から後で注意された業者にたまたま勧誘を受けて、見るからに怪しいなと思って聞いていたのですけれども、ですから、そういう意味では、今、出ている案で個人のところを絞り込んだとしても、恐らく理由をつけて勝手に高齢者の方に売っていく業者が問題なのだと思うのです。届出のところを厳しくするか、あるいは届出を取り消すというのも変な話ですけれども、何か届出を取り消せるような制度で悪質な業者を早目に退出させるような制度をつくったほうが本当は良いということですね。

国民生活センター そうですね。その退出させる方法はどのようなものかというのはいろいろあると思うのですけれども、おっしゃるとおり、こういう制度であればここではもう商売できないなと悪質な業者が思うような制度をつくるということだと思います。

森下委員 今回の案で個人の出資要件のところをやったとしても、恐らくそういう業者はかいくぐってくるので、私自身は実は余り効果がないのではないかと考えているのです。やらないよりはやったほうがいいのかもかもしれませんけれども、ちょっと方向性として、余り効果はないのではないかとイメージを持っているのですが。

安念座長 どうですか。それはどうなのだろう。多分いろいろなアプローチがあって、真に悪質な業者というのは、どんな方法を探ってもなかなか摘発はできないのだけれども、中ぐらいに悪質な業者は数が多いだろうし、そういうのを摘発できたら相対的には割にベネフィットが大きいかなと思うのですが、どうなのですか。

例えば、届出制のままで業務停止とか、そういう制度を導入するとか、今はないことになっている説明義務を強化する。

それから、プロ向けの場合は適合性の原則はないのですね。適合性の原則というのは、民法で錯誤無効とか公序良俗違反とかいうのは一般規定とやや似たところがありますね。事後的にコントロールする方法だけれども、そういうのを導入するというのは、多分、可能性としてはいろいろあると思うのですが、国民生活センターさんとしてはどういう手が最も有効だとお考えですか。

国民生活センター なかなか難しいと思うのですけれども、やはり原則に戻るといいですか、プロ向けファンドの制度が何のためにできたのかといえば、プロとその周りにいる関係者にファンドを販売するためにできたものであって、関係者以外の人に販売すること

は想定していなかったのだと思います。ですので、販売対象の範囲をどれだけそちらのほうにすり寄せていけるのかということだと思っています。

現状は、中ぐらゐの悪質な業者がそれこそ電話帳を見たりとか、名簿を集めてきて上から順に電話したり、飛び込み訪問して、いきなり高齢者宅を訪れて勧誘をしているという状況がありますので、そういう状況をどうしたらなくせるのかということで考えると、販売対象を制限するほうが分かりやすいかなとは思っています。

川本専門委員 ちょっとよろしいですか。

安念座長 どうぞ。

川本専門委員 ちょっと実態をお聞きしたいのですけれども、この制度というのは、要するにプロの人が出すよと言っているから、その他の一般投資家もそれを信頼して投資していいよということだと思ふのです。実際に被害に遭ったケースでは、本当に適格機関投資家がコミットしていたんでしょうか。本当に金商法上、適法・合法と言えるものなのでしょうか。

国民生活センター 私どものほうで消費者からトラブルが寄せられて、事業者に来ていただいて話をしたこともございます。そのときに、本当にこのファンドにはプロの方が投資しているのですかとお聞きしますと、投資はしていますが、その名前は答える義務はありません、と言われるだけで、実際に今、こういうトラブルの中で適格機関投資家が投資しているという事実をつかんだことはありません。

安念座長 それはそうでしょうね。

川本専門委員 そうだとすると、今の話の前提は、金商法の制度の中に悪い業者が入り込んでいるということになってはいますが、実際に全く枠外の話ではないかという気もするのです。本当は、ちゃんと私は出しますという適格機関投資家の人の証明書みたいなものがないと一般投資家の人を勧誘してはいけない、それが本来の制度の趣旨ではないかと思うのです。ですから、そういう勧誘をプロもやっているから安心してとか言って電話で勧誘すること自体がおかしいわけですね。本来、それは金融庁にお聞きする話かもしれないけれども、何かそういう問題のような気がするのです。

安念座長 皆さん、どう思われますか。

森下委員 本当はやはり悪徳業者の方が、やっている時点で退場してもらえる仕組みを早くつくるのと、悪徳業者が入らないようにするのが本来の話ですね。言われるように、もともと適格機関投資家がいなのに勧誘しているという不正行為を最初からやっているわけですね。そこを本当は何とかしないと、先ほどもちょっと言いましたけれども、範囲を変えたとしても、かいくぐるのは幾らでもできそうですし、本人が金融資産をこれだけ持っているという話を聞いたと言ってしまうと、恐らくそれで通るわけですね。ですから、するのも大事でしょうけれども、それだけでなくなるとはちょっと思えないような気がするのです。

安念座長 他にいかがですか。

多分2つの考え方があって、勧誘対象を、機関投資家及び準機関投資家とでもいうか、単なる個人ではない投資家に限定していこうという考え方も一つあるだろうと思うのです。それから、森下委員がおっしゃるように、業者そのものを規制していくという考え方もあるでしょう。あるいはその二つのドッキングということもあるかもしれない。

しかし、どうですか。お金を持っている個人に投資を求めること自体は、別にそれはそれで悪いことではないような気がするのです。けれども、ただの個人である以上は、私みたいな貧乏人だって、10億円持っている人だって、基本的に同じ扱いになるわけでしょう。

森下委員 一方で、エンジェルを育成しようという観点があるわけです。エンジェルというのは資産があるからエンジェルではなくて、志の問題なので、そういう意味では、5,000万円持っていて、そのうちの100万円でも使いたいという方がいらっしゃるとか、あるいは1,000万円でも、そのうちの100万円を使いたいという方はやはりいらっしゃると思うのです。今回、逆にそういう方ができなくなってくるので、一方でベンチャー育成をしてエンジェルを増やそう、あるいはクラウドファンディングしようという方向と、かなり向きが逆になってしまうと思うのです。

だから、そういう意味では整合性が政府としてちょっと取れていないかなという思いがあって、ある意味、例えば中小機構が半分出しているのはファンドの運用者だったり、あるいは国のほうでもっと的確に資格要件をやって、資格を取ったファンドに関しては個人にも売っていいみたいな、もう少し悪徳業者を締め出して、ちゃんと一般的な良いお金を集められるところをしっかりと選ぶという考え方もあると思うのです。

少なくとも、中小機構のファンドとかで政府が半分入っているやつというのは、ある意味、保証されているようなところがありますから、そういうところは別にそういうのを決めなくてもいいのではないかという気もするのですけれどもね。

ベンチャーをやっている側から言うと、やはり最初は必ずエンジェルのお金で始まるので、エンジェルのお金を一切勧誘できないとなると、なかなかファンドというのが成り立たなくなるとというのが現在の日本では実情だと思うのです。会社がお金を出すということはめったになくて、どちらかというと、滝さんのような成功された会社をやっている方が、ちょっと出してみようという形が圧倒的に多いというのが実情だと思います。

安念座長 どうぞ。

滝座長代理 真面目に取らないで申しわけないですが、結論を先に言うと、本当に日本はベンチャーを育てる体制がない。だから、私なんかは、もうないと思って、自分でまず収益性を出して、その半分を使うみたいに。でも、いよいよ今度のマイナンバーの絡みとかが機能して、クラウドがががが行って、非常に細かいけれども、ポテンシャルのあるいろいろな発明・発見の領域は、私はファンドも結構機能するチャンスのような気がしています。今、森下さんが言うみたいな、いわゆるエンジェル精神というか、夢を買っていますね。ですから、プロはプロでやってくれていいのだけれども、それを利用するようなこの仕組みはちょっと問題だったと思います。

安念座長 なかなか痛しかゆしだと。

どうぞ、松村先生。

松村委員 森下さんがおっしゃっていることを確認したい。おっしゃっているのは、勧誘する相手を制限するばかりでは問題なので、例えば、最も極端なケースだと、届出制ではなくて許可制にしてしまおうとか、そこまでいかなくても登録制にするとか、ここの入り口をきつくるカテゴリーを設けることによって、個人から勧誘することを締め出さないでくれ。そうおっしゃったということですか。

森下委員 本当であれば、両方組み合わせるのが一番いいと思うのです。ただ、どちらかという、現状では締め出しの部分だけが先行して、余り登録のところの手をつけようとしていないように思うので、とりあえずの状況でいえば、個人からの資金を勧誘できることに関して、例えば先ほどの中小機構の半額出資しているようなやつとか、ある程度、他の方がそのファンドは大丈夫だというのが分かっているやつに関して言うと、そんなに厳しくしなくてもいいのではないか。

もう一つは、今の案件が、金融資産とか、非常に厳し過ぎるのです。しかも結局、実態として幾ら持っているかどうか分からないというところでやるので、余り実効性が上がらない割には、まともな業者の方は多分遠慮してしまう。どちらかという、まともではないところは今までどおりやる可能性が高いと思うので、もう少し個人の投資できる方の枠を広げるか、あるいは先ほど言ったように、業者のほうで何らかの形で、真っ当な業者だということが分かるような制度に入っているところであれば、そこは除外するとかをしたらいいのではないか。この後、ベンチャー学会と東大エッジキャピタルの郷治さんが来られますけれども、彼らが言っているように、少し幅を広げてもらうというのが一つの手ではないかと思うのです。

ただ、根本的に言うと、やはりそれだけでも解決しなくて、松村さんが言われたように、何らかの手で早く取消しか、登録にするか、届出だけでいいというところに手をつけないと、多分、国民生活センターが言われているような悪徳な業者は恐らく変わらないですね。手を変え品を変えではないですけれども、ネズミ講みたいな話になるだけだと思うので、やり方として片方だけを強めるというのは何か違うのではないかということをお願いいたします。

安念座長 なるほど。難しいな。

どうぞ。

圓尾専門委員 証券会社にずっと勤めている感覚からすると、森下さんのおっしゃることも分かるのですが、逆に、投資家を保護する環境をつくるからこそ安心して資金が集まってくるという面もありまして、その意味では、プロ向けの商品と、一般の家庭等も対象にした商品というのは、やはり明確に区別していかなければいけないと思うのです。

例えば上場企業の株式は、プロだろうがアマだろうが誰でも買えるわけですがけれども、上場するためには様々な基準があって、また情報公開のスタイルも細かに決められていて、

これらをみんなで見張っているから安心して誰でも買えるのです。それでも、うそをついて上場廃止になった会社もありましたけれども、安心して輪に入ってきてもらえるような環境を整えているわけです。

プロ向けというのは、情報公開に関しては、それに比べるとある程度ルーズで構わないけれども、皆さんプロだから、リスクは自分でとれますね、とやるべきものなので、私は、プロ向けのファンドは国民生活センターの方がおっしゃるように、基本はプロに限定した商品であるべきであって、自分でリスクをとれる人を何かしら別の形で明確に定義して範囲を狭めるべきだと思います。もっとベンチャー等にお金を集めたいということであれば、それはプロ向けのファンドではなくて、誰でも容易に理解できる形でディスクロージャーをしているファンドに誘導しないと、どんなことをやっても、いつまでたってもイタチごっこで、恐らく悪徳業者はなくならないと思います。また、いつまでも一般の投資家が安心して入ってこれないという状態が続くと思います。

もう一つは、川本さんがおっしゃったことです。例えば「何々投資顧問という適格機関投資家がこのファンドには投資しています」という事実があったとしても、プロの投資家は大きな金額をリスク分散していろいろなものに投資しています。非常にリスクが高いけれども、一方で安定的なものにも投資しているから、これはリスクをとって投資できる、という判断で投資を行っています。ただ、適格機関投資家が投資しているからといって安心して買えるものばかりではありません。ですから、適格機関投資家の名前を明らかにするだけでは私は不十分だと思いますので、議論を、いかにベンチャーのファンドにお金を集めるかという観点と、だまされている方をいかにして保護するかというのは、分けて考えないとまずいと思います。

安念座長 これで大体、基本的な問題の所在はほぼ明らかになりましたね。一方で投資家の保護の要請がある。他方でベンチャーやエンジェルの促進という目的もある。その両方をいかにして両立させるかということでしたね。

しかし、国民生活センターさんのお仕事だから、当然といえば当然なのかもしれないけれども、深刻な事態が事実としてあるということもよく分かりました。

特に先ほど伺った電話帳を頭からとか、名簿屋から名簿を買い込んでというのは、基本的には振り込め詐欺と同じ手口ですね。我々は、規制改革を話し合っていく上でも、そういう人間が事実いるということは忘れてはいけないことだなと感じました。

それでは、大体時間になりました。

今日はどうも、本当に暑いところをありがとうございました。大変勉強になりました。どうもありがとうございました。

(国民生活センター退室)

(金融庁、日本ベンチャー学会、東京大学エッジキャピタル(UTEC)入室)

安念座長 今日は、お忙しいところ、また暑い中、お出ましをいただいてありがとうございます。

私は座長の安念と申します。どうぞよろしく願いいたします。

それでは、早速でございますが、まずは金融庁さんから御説明いただいてよろしゅうございましょうか。

金融庁（中澤調査室長） 金融庁の企画課の調査室長をしています中澤と申します。よろしく願いします。

それでは、直前に多分、国民生活センターさんのプレゼンがあったのだと存じ上げておりますが、プロ向けファンドについて、今回、当庁において考えてパブコメをさせていただいた件について、御説明をさせていただきたいと思えます。

資料は2 - 1から2 - 5までございまして、まず制度の説明ですが、これも多分、国民生活センターさんからあったのかもしれませんが、一応おさらいということでさせていただきます。

プロ向けファンドというのは、金商法制定時に金商法でファンド規制が入れられた際に導入された制度でございます。簡単なポンチ絵で恐縮でございますが、適格機関投資家と言われる金融機関などのプロが1名以上いて、49名以内のそれ以外の方で構成される場合につきましては、金商法につきましては、ファンドの販売等を行う場合には登録が必要になってございますが、この登録義務を免除しまして、当局への届出のみで販売が可能という形になっているところでございます。

また、2つ目の矢じりに「『行為規制』が一部の例外を除き適用されない」とございまして、虚偽告知、これは罰則がかかっているものでございまして、これと損失補填、この2つの条項しか基本的には適用にならないということございまして、いわゆる説明責任、適合性の原則とか、そういうものは一切かからないということになっているところでございます。

届出でございますので、なかなか行政処分、登録の取消しという行為が存在しませんので、何か不らかな業者がいると、この業者は問題のある業者ですと言うしかないという形になっているものでございます。

参考ですが、金融庁では年に1回、報告徴求権を用いまして、皆さんにどんな業務をやっているのかという報告を求めているところでございまして、そのデータによりまして、26年3月末現在で届出業者数は3,022でございます。平成24年度の販売本数が408本、販売額は9,388億円。それから、残っている運用本数は1,807本でございまして、運用額は9兆4,409億円となっているところでございます。

このうち、残高のほうで申し上げますと、7割方は不動産ファンドでございます。不動産ファンドの典型例は、上の絵でいきますと、適格機関投資家の金融機関等のところがゼネコン2社みたいな形になっているものでありまして、適格機関投資家以外が1人いるか、いないか。いないケースのほうが多いと思えますけれども、そういう形になってございます。

そもそも、このプロ向けファンドの趣旨というのは、基本的には左側の濃い青のほうだ

けを念頭に置いてつくられた制度ということをまず御理解いただければと思います。

資料2 - 2でございますが、上の図につきましては、先ほど国民生活センターさんから御紹介があったと思いますので、割愛させていただきます。

当庁では、先ほど少し申し上げましたけれども、問題がある業者の典型的なものは、うそを言って販売して、集めたお金を持ち逃げしてしまったというケースが多いと思いますけれども、それで警告書を出しております。登録が必要だったのに、登録がないままやっていたというケースの警告もありますし、投資する予定のものに全然投資していないまま逃げてしまって、その後、これは虚偽告知だということで警告を与えているものが、それぞれ下のような数になっているところでございます。

こうした事例を踏まえまして、本年4月、証券取引等監視委員会から制度の見直しに係る建議が出されております。

いろいろ書かれてございますけれども、問題事例としては、今、少し申しましたように、虚偽の告知とか、あるいは本来は登録が必要だったのに登録していなかったというもの、それから、預かったお金を完全に流用してしまって用途不明になっているもの、こういうものがたくさん認められているということで、こうした状況に鑑みれば、この特例制度については、出資者に係る要件を厳格化する等、一般投資家の被害を防止するための適切な措置を講ずる必要があるという制度改正の建議をいただいているところでございます。

タイミングを同じくしまして、資料2 - 5でございますが、内閣府に置かれています消費者委員会からも提言という形で、制度を見直すようにという話になっているところでございます。

後ろ半分は国民生活センターの報告書が付いているので、実質的には冒頭の6枚がその内容でございますが、ここで言いますと2ページの「プロ向けファンドの趣旨」と書かれているところがございまして、先ほど私が申しましたように、そもそもの制度として、先ほどの最初の絵で言うと、青いところを中心に組まれた制度だったでしょうと言われていたところでございます。

それを踏まえた上でいろいろ検討していただきまして、5ページ、6ページで、それぞれ法人の場合はこうするほうが良いのではないかと、個人の場合はこうするほうが良いのではないかとという形で提言をいただいているところでございます。

そうした状況を踏まえまして、当庁として、資料2 - 4でございますけれども、これは5月のパブリックコメントに付している内容でございます。

現行は資料2 - 1の図と同じでございますので省略させていただきますが、出資者に係る要件を厳格化すべしということでございます。また、先ほど消費者委員会の分析にもあるように、もともとプロ向けだったという本来の趣旨に戻る観点から、考え方の基本としては、金商法のプロと言われる特定投資家をベースとして、その上で、現実のビジネスの阻害にならない範囲はどこまでかということ。それから、現行の制度は何が問題かということ、余りに広くて、つけ込む隙を与え過ぎているということでございますので、つけ込む

隙を与えないような範囲で適切な人を盛り込むという発想で現在のパブコメができているところでございます。

適格機関投資家以外のところでございますが、具体的には上場会社、資本金 5,000 万円を超える株式会社、上場会社等の子会社・関連会社、投資性金融資産を 100 億円以上保有する厚生年金基金・企業年金基金、富裕層個人、これは投資性金融資産を 1 億円以上保有する個人投資家、富裕層個人さんがつくられる資産管理会社、ファンド運用者の役職員等ということで、現在の特定投資家をやや広げたくらいの形でパブリックコメントにかけさせていただいているところでございます。

パブリックコメントの結果につきましては、両サイドから多数の意見をいただいております。

ベンチャーキャピタルを営まれている方からは、もう少し広げてほしいということをおっしゃっております。具体的には、例えば上場会社の役員とか、そういうのを入れてもいいのではないかとございませぬけれども、それが 1 つでございます。

他方で、弁護士会からは厳しい意見をいただいております、適格機関投資家と適格機関投資家の役員等に限るべきではないかという意見をいただいております。我々の当初の案よりかなり狭い案を出しているということでございます。

我々はそれより広い案を提案しており、弁護士会の案とは違っておりますけれども、いただいたいろいろな意見を踏まえた上で、必ずしもベンチャーファイナンスを潰すという意図を持ってやっているつもりは毛頭ありませんので、現実的な解決策、先ほど少し申し上げましたが、つけ込まれてまた悪い人が出てくると困りますので、そういうことがないような制度を最終案として出したいと考えているところでございます。

以上でございます。

安念座長 どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、日本ベンチャー学会さんから御説明いただけますでしょうか。

日本ベンチャー学会 こういう場を設けていただきまして、どうもありがとうございます。

日本ベンチャー学会は制度委員会というのがございまして、制度の改革についていろいろな意見を具申しています。今回、制度委員会の委員長は、国学院大学の秦教授なのですが、今日は所用で来られませんので、私がピンチヒッターということでお伺いしました。

私は、もう一つ資料 3 - 1 のところに書いてございますように、日本ニュービジネス協議会連合会の副会長という立場で、地域の活性化に対する発言もこの団体としてもせざるを得ないというところがございますのと、もう一つのウエルインベストメントというのは投資会社、まさにベンチャーキャピタルでございまして、これを 1998 年からずっと行っているといういろいろな立場から、今回の規制案といいますか、新たなプロ向けファンドに関するこういう課題があるのではないかとということをお話し申し上げたいと思います。

同時に、実際に制度委員会の中で、ベンチャーキャピタリストと同時にいろいろな方々

をお呼びして、特にファンド面からのベンチャーイノベーションをどのように支援するかということを実践的にやっています、その一つに独立系のベンチャーキャピタルの育成ということがあります。今、その代表として東大エッジキャピタル(UTEC)の郷治さんも同席していますので、後で若干の補完をしていただきたいと思います。

それでは、中に入らせていただきます。

まず、そもそも、このファンドができたのはいつだということを遡ってみますと、1枚目でございますが、1982年に民法上の初の投資事業組合というのをJAFCOが作りしました。JAFCO方式と言われているものでございまして、いかに二重課税を排除するかということで、何も制度がないまま民法上の枠を使いまして、いろいろなところと根回ししながら、外為法のことも含めて、この制度をつくったという経緯がございます。

それから15年、いろいろな制度の民法上の組合の問題点も出てまいりまして、投資事業有限責任組合法という法律が新たにできて、そのときの経済産業省側の窓口が郷治さんだった。私が制度検討委員会の委員長だったという経緯がございます。

同時に、個人がベンチャーを支援しようということでエンジェル税制ができたのですが、非常に使い勝手も悪いということで、2008年に約1,000万円の所得控除ということで新しいエンジェル税制ができたのです。これもなかなか利用者が少ない。非常に申請書類等々が複雑だということがございます。

現在、クラウドファンディングが大体俎上に上ってきて、来年具体的にどうなるのかということは非常に興味がございます。一方、ベンチャーへの投資の側からすると、研究開発型投資の場合、当然、研究開発の損金処理が認められるのであれば、技術ベンチャー投資の損金処理もあっていいのではないかとということを実践的に日本ニュービジネス協議会連合会でもずっと議論してまいりました。それが若干制度として取り入れられたのが、組成ファンド枠として20億円以上、LP出資の80%を損失準備金処理するということが制度的に決まりました。具体的にどう認定されるかどうか分かりませんが、今年からスタートしたということがございます。そういう経緯の中から、今日取り上げようとしているプロ向けファンド規制の課題があるかと思えます。

2. のところで申し上げますと、どういう投資環境かといいますと、日本のベンチャーファンド、ベンチャーへの資金の出し手あるいはエンジェルは非常に少ないと言われていたわけです。この理由に、日本のベンチャーを興した社長さんは非常に真面目でありまして、一生自分の会社を運営するというので、50歳ぐらいで辞めてエンジェルになるという方が非常に少ないという意味で、エコシステムとしてのエンジェルファンド、ベンチャーファンドが未成熟だというのが1つございます。

それから、2000年当時花盛りだったのですが、コーポレート・ベンチャー・キャピタル、CVCが今現在非常に多くなっています、多くのベンチャーキャピタルがCVCの中の投資のメンバーとして組み込まれている。CVCに従事する方々は大きな会社の中の一環として行われるので、独立系のベンチャーキャピタルとはまた違ったサラリーマン化が進んでい

ると見ることもできます。

しかし、ここ 10 年、20 年、非常に長期、株式は低迷してしましましたものですから、2000 年当時、金融系・事業系中心に多くのベンチャーキャピタル会社が出来た。そういう会社が縮小及び崩壊してきまして、15~20 年の経験がある若いキャピタリストが野に放たれたと言ったら言葉がおかしいのですが、多くの人材の放出があったと思っています。

そういう意味で、投資キャリアを積んだキャピタリストの集団が、今、結構多くなってきている。ついては、そういう方々は、今の状況からすると、個人のファンド運営者（GP）としてどうしてもリスクマネーの調達力が低いということと、お金の出し手が東京中心で、非常に偏在している。地方はどうするのだということが非常に大きな課題になるかと思えます。

次の 3 . のほうにまいます。投資キャリアを積んだキャピタリストは、当初 2 ~ 3 億円のファンドでスタートするというイメージなのですが、そうしますと、非常に小規模のファンドからスタートする。小規模のファンドを運営する投資チームは、ベンチャーを支援したいという燃える思いがないと、スタートできません。ファンドとしてもうかるかどうかなんて不確定で、パフォーマンスが悪く、苦勞するのが現実です。そういう意味では、燃える思いの投資チームという個人の思いからスタートせざるを得ない。とにかくいろいろな方々、すなわちベンチャー支援に協力したいという資金の出し手をお願いして、多種多様なお金を集めてくるということになるわけです。今回の提案ですと、ここの 3 の特に「個人や会社からの少額・多様な」というところがほとんど切られてしまうところがございます。

それから、出資者の偏在という意味では、やはり東京、大都市圏が中心でございまして、地方の活性化ということに対しては、地方に帰った有力なキャピタリストが地方のために動くことは極めて重要で、彼らを支援せざるを得ないわけです。東京あるいは都心部からの地方への落下傘の出店ということになりますと、なかなか地方では活発に動けない。

こういうことを考えたときに、今の状況ですと、地方でスモールファンドを立ち上げるというのが全く不可能になってしまうのではないかとというのが一つの危機意識としてございます。

と申しますのも、今の出し手の問題についてもさることながら、技術振興開発等々をやっている地方の行政も出資するという場合が非常に多いのですが、それはここから全部除かれている。あるいは適格機関投資家になればいいのですが、そうではない場合もございまして、それが排除されると地方の活力のためのファンド組成がまずできなくなるのではないかと危惧しております。

そういう意味で、投資判断能力を有する者に限定するという今回の趣旨でございまして、唯一救いは、中小機構のマッチングファンドというのがございまして、私は十何年もマッチングファンドにかかわって来ました。地方からのいろいろな提案が出されてますと、中小機構の資金を使ってマッチングするという増額貢献ができることが少しは救いと思いま

す。中小機構はどう扱われるのかということがありますが、これは適格機関投資家になるということでございます。

次に、4．に行きます。今回の詐欺行為に巻き込まれた一般国民が非常に不利な状況を被っているということは重々承知しています。現在の内閣府令も苦勞されて出されている。

これに対して、3ポイントについてちょっと申し上げたいと思います。

「4 - 1．小規模ファンド組成の出し手の拡大」ということで、先ほどのように、個人をほとんど排除しようということになっていきますので、既にプロフェッショナルな能力のある個人がいるにもかかわらず、会社組織に限定されていますので、個人がいなくなっている。しかし、プロフェッショナルの多くがこのベンチャーの支援には入っておりまして、そういう意味では、公認会計士、弁護士、弁理士、税理士さんも含めて、相当な見識のある方もおられます。こういう方々が現在では排除されているのではないかとということが1点でございます。

それから、先ほど地方のことをちょっと申し上げましたけれども、資本金が5,000万円ということを出ておりました。金融庁さんもこの5,000万円へ持ってくるまで大変苦勞されたというのを聞き及んではいるのですが、資本金5,000万円と言いますと地方では相当大きい会社でございます。利益が出ていると中小企業ですと純資産で2～3億円なのだろうという気がします。資本金そのものは小さくて、有力な会社というのは内部留保が結構あるということを考えますと、純資産5,000万円というほうが地方の活性化のための判断としては良いのではないかと考えています。

当然、そういう企業のオーナーである資産家にも拡大する。純資産5,000万円の会社の役員をされている方のいわゆる資産管理会社が ございまして、先ほどの新しい提示には資産管理会社は載っておりますので、と同じことかも分かりません。

純資産5,000万円の会社の役員や元役員、この元役員をどこまで遡るのかというのがまた難しいと思うのですが、そういうベンチャーを支援しようとする志の高い人を排除しないような方法をつくる必要があるだろうと考えています。

あとは細かく、その理由付けをそこにしておりますので、また御参照いただきたいと思っております。

4 - 3．でございますが、今回の金融庁の提案は投資家の限定のみに限られています。ファンド自身のガバナンスは届出で、それ以上のことは関与しないというスキームなのですが、そもそも他人の資金を預かっていくということを考えたときには、当然、そのファンドのガバナンス自身の運営整備状況というのがあるはずと同時に、資金提供者に対しては、ファンドがどのように運用されているかということをきっちり情報開示することが必要であります。

今回、この部分については一切触れられていないのですが、地方の活性化とイノベーションのことも含めて考えますと、GPという中心的なファンド運用者だけではなくて、それに出資する人LPも重要です。地方の先輩的な企業が後進の企業に対して支援していく、LP

も一緒になって支援するというのが地方のファンドの本来あるべき姿だろうと考えます。

特にここで大学というのが突然出てくるのですが、4大学の研究成果に対する投資ファンド、官民ファンドが大きく1,000億円予算付けされました。しかしながら、地方のどの大学にもきらりと輝く良い研究成果があるわけですが、そういう地方の若者の集積地である大学も含めた研究成果に対しても、大学自体が事業化投資をして、地元の雇用創出も兼ねて支援をするファンドづくりということを考えた場合には、今の資金の出し手として大学をどうするかも検討課題です。この際にも、やはりガバナンスということが重要です。届出の中身として、1年に1回は最低、ファンド自体の情報開示や投資説明会を開催し、違反者に退場願うことをルール化できないものでしょうか。

あるいは上場会社が投資する場合には、考えてみると、四半期報告します。今、四半期ごとのファンドの報告は非常に難しいと思いますので、せめて2回ぐらいはファンド報告するのが適切です。これがガバナンスに対する考え方でございます。

以上の3点でございますが、あとは、現場で日々苦勞されている東京大学エッジキャピタルの郷治社長から少し補完していただきます。

安念座長 お願いします。

東京大学エッジキャピタル 本日はこのような機会をいただきまして、ありがとうございます。東京大学エッジキャピタルの郷治と申します。

名前のとおり、東京大学発ベンチャーとか、大学発ベンチャー、技術系ベンチャーに投資をしております、研究者の方、学生の方、そのほか企業を飛び出すような方の起業に資金を出しております。

もともとは、先ほど松田先生からもお話しいただきましたように、1998年当時、投資事業有限責任組合法を起草する担当官を通産省でやっておりました。当時、投資事業有限責任組合というのは、金融証券取引法の前身である証券取引法の規制等はなく、自由に出資ができたということでございまして、この適格機関投資家等特例業務というのは2006年に金商法ができたときにできた制度でございまして、1名の適格機関投資家がいれば、そのほかは特に制限がないというファンドでございます。もともと資金供給に不当な制約がかからないようにするためにこういった措置が採られたと理解しておりますので、金融庁さんのほうで「プロ向けファンド」とお呼びになっていることについては、私、個人的にはちょっと違和感を覚えます。

今回お付けした資料3-3の中に、「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」ということで、特に特定の金融機関等の系列ではないメンバーの個人の連名でお出しした資料が入っています。私は会社の代表で、そのほかの方々も会社の代表だったりしますが、有志としての個人の連合体で出したものでございます。

この有志の出した意見書の個別の追加案について御説明するのは控えますけれども、実は、今日お付けしていないアンケートをこのメンバーにいたしまして、これは金融庁さんにも御提出したのですが、一応、17本のファンドについてデータがもらえまして、もし金

融庁さんの改正案のとおりにやった場合、そのうちどれだけ出資者が出せなくなってしまうかを調べました。

そうしましたら、17本のうち13本については、出せなくなるLPさんがいた。個人の方で金融庁案の要件に該当しない方とは、例えば、金融庁案の投資性金融資産1億というのは現金資産では駄目なので出資できなくなる方です。投資性金融資産とは、不動産でも駄目だし、基本的に株などの有価証券です。投資性金融資産を1億円も持っている個人の方はめったにいないわけですね。

安念座長 そうですか。

東京大学エッジキャピタル 株で1億円以上持っていらっしゃる方というのはですね。

日本ベンチャー学会 ちなみに、株だけではなくて。

安念座長 投信もそうでしょう。

日本ベンチャー学会 国債、保険もですね。

東京大学エッジキャピタル どれぐらいの数かというのは、データを客観的に見なければいけないのですが、投資性金融資産を1億円以上も持っている個人というのは、それほど一般的にはいないわけですね。純資産が1億円以上ある人でもほとんどの方は駄目ですので、やはり多くの方が漏れてしまう。

アンケートの結果によりますと、金額ベースだけで見ると、20%ぐらいは金融庁さんの改正案のままでは出せなくなってしまう。頭数で見ると、当然、個人の方は1名当たりの出資額が小さいので、出資できなくなるLPの割合は更に多いというデータでございました。

金額で言えば、個人など出資額はそんなものではないか、はした金ではないかという議論があるかもしれませんが、個人の出資者は、組合であるファンドの共同事業者として出資されるわけですから、お金だけではなくて情熱とか思い入れ、チャレンジ精神といったものを持ち込んでいただけるわけですね。そういう方が出資を通じて起業家の活動を支援するという意味があるわけですね。機関投資家の出資者は、金額は大きいかもしれないけれども、このアントレプレナーシップのサポートという意味では不十分で、やはり個人の方の参加を投資事業有限責任組合で認めないといけないでしょう。

ベンチャーキャピタルファンドに出資できる者の範囲として、金融庁に列挙いただいた資料2-4の要件が十分かということ、これは先進国の中でも、世界でも一番厳しい。出資者の出資する自由が確保されているかという観点からすると、狭過ぎるのではないかと考えております。

もちろん、金融庁さんは非常に努力いただいて、最初の日本弁護士連合会の意見に比べればはるかに御配慮をいただいておりますが、そもそも日弁連さんの意見は一部の弁護士さんの意見に過ぎないようにございまして、日頃、企業法務であるとかベンチャー法務に関わっている方は恐らく全く意見が集約されていないのではないかと思います。日弁連さんには改めて弁護士全体の意見を集約し直していただいて、政府に御提言をいただきたいと思っております。

あと、先進国だけではなくて中国、韓国などの近隣諸国に比べても非常に厳しい案が、日本だけでできてしまいますと、いろいろな問題があると思います。

そこで、3つ、御提言といえますか希望を申し上げたいと思っております。

1つは、我が国の国家戦略との整合性といえますか、安倍内閣の閣議決定との整合性でございます。

御承知のように、6月24日に新成長戦略の閣議決定がなされました。これは通常国会が終わった2日後でございますけれども、その中では、「産業の新陳代謝とベンチャーの加速、成長資金の供給」といったことがうたわれております。それとどれだけ整合性が取れているのかということです。

私も投資の詐欺に遭う方の被害は是非防がなければいけないと思うのですけれども、被害者の方の意見だけではなくて、やはり日本経済のパイをどう伸ばしていくのか、守っていくのかという観点の方も入れて、時間をかけて議論していただく必要があるのではないかと思います。

2点目は、出資する側の経済活動の自由という観点です。もちろん、詐欺に遭ってしまう方はいらっしゃるわけですが、そういう方の類型をもっと客観的にデータとして属性を割り出した上で、そういう方への投資勧誘を規制するというアプローチは考えられないのだろうか。実際に被害があったからといって、この規制案のように、ほとんど大多数の国民や企業の出資を禁止してしまうというアプローチが、本当に良いのだろうかということがあろうかと思えます。

これについては、被害者の方の意見は是非聞いていただきたいのですけれども、それ以外にも、実際に組合であるファンドに出資をしてきた方々、これまで独立系ベンチャーキャピタリスト等のファンドに出資をしてきた個人の方々であるとか、そういった出資者の支援を受けた起業家の方の意見とか、それによってサービスを受けたお客様の意見とか、あるいはそれに関わった法律家、弁護士等々の意見も聞いた上で議論をしていただけないだろうか、と思えます。

3つ目としては、これが最後ですが、手続的な問題なのですけれども、国家戦略との整合性ということかというと、今は国会が閉まっている最中で、臨時国会が9月29日からですけれども、その前にこのような規制強化を本当に決めていいのだろうか。新成長戦略に逆行しているのではないかという懸念があるような規制を、今、政令と内閣府令で決めてしまっているのだろうか。

恐らく臨時国会では、本当に政府は新成長戦略を閣議決定どおりに実行しているのかということが集中的に審議されるのではないかと思います。その中で、このような規制については、やはり手続的に慎重を尽くす必要があるのではないかと、先ほど申し上げたようないろいろな関係者の方々の意見を聞いた上で議論をしたほうがいいのかと思います。

今までの規制の案は、どちらかというと、やはり規制推進派といえますか、実際に被害に遭った方々の声が一番大きかったもので、仕方がないのですけれども、それを中心にまと

められてきて、金融庁の御努力でここまでになってきたと思うのですが、もっと日本経済全体のパイをどうするのかという観点から検討いただけないかな、と切望する次第です。

安念座長 お三方から御説明をいただきまして、どうもありがとうございます。

私なんかは素人だから、一方の側の御説明を伺うともっともだなと思うし、また反対側から伺うともっともだなとなって、どちらだかよく分からない。

最初の富裕層個人なのですが、投資性の金融資産が1億円ということだから、おっしゃったように、不動産は入りません、キャッシュは入りません、銀行の預貯金は入りませんということでしたね。そうすると、まず、生株はあるだろうし、多分、投資信託も入るのですか。それから、保険なんかはどうなのですか。

日本ベンチャー学会 保険は変額だけ。

安念座長 物によるのですか。変額は入る。

日本ベンチャー学会 国債が入ります。

安念座長 もちろん、国債、社債は当然入るわけでしょうね。

日本ベンチャー学会 はい。

安念座長 1億円持っている人というのは結構世の中にたくさんいて、そういう人たちがパティシペイトできるなら、それで頭数的にも金額的にも結構いけるのではないかなと何となく漠然と思ったのですが、そう甘いものではないですか。

東京大学エッジキャピタル 比較的若手のキャピタリストの場合は、そういう方々が周りの若い方々の間にあまりいるとも限らない。エンジェルになるほど既に事業に成功した方は、東京なんかは比較的いらっしゃるでしょうけれども、地方だとますますいないでしょう。地元では名士の方でも、投資性金融資産を1億円以上持っている保証はないですね。

あと、大企業の役員の方も、会社の名前は立派でも、個人としてそれほど投資性金融資産は持っていない場合があります。事業についてはお詳しくても、投資性金融資産だけで切られてしまうと必ずしも救われないと思うのです。

安念座長 そう言われてみると、またこれもそうかという気がしてきますね。

どうぞ、どなたからでも。

金融庁（中澤調査室長） 投資性金融資産の話は、内閣府の消費者委員会の中でも相当議論になって、消費者委員会の委員の方々からは、富裕層と言われるのは3億円くらいではないかという意見をいただいております。しかしながら、そんなに厳しいことを言ったら投資できる人がいなくなるではないですかというような議論をさせていただいていて、1億円というのが、昔、金融審で議論したときの富裕層の一つの分かれ目ではあって、これは野村総研さんがつくった「個人金融資産の分布」という資料がありまして。

安念座長 それはありますね、1億円超ですね。

金融庁（中澤調査室長） それが1億円ということなので、そこが1つの基準になるのではないですかという議論をさせていただきました。その結果そこは多過ぎでも少な過ぎでもないということで一定のご理解を保てたのではないかと思います。

先ほど申しましたけれども、確かに投資性金融資産の枠組みだけで切ってしまうと、それは狭いだろうなという感じはしていますが、上場会社の元役員をどうするか、というのはなかなか悩ましいところです。

一つの考え方としては、例えば有価証券報告書は過去5年間分が公示されるわけですが、それに載っている範囲だったら範囲が確定できますし、それは特に問題ないのではないかということで検討を進めているところです。

安念座長 有報は提出義務があるから。

金融庁（中澤調査室長） 提出義務がありますので、過去5年まで遡れるので、元役員も含めて範囲は確定できるので、それは有りうるのかなとは思ってはいるのですが、では、それを超える場合、例えば60歳ぐらいで役員をリタイアされて、30年前に役員だったという人が本当に投資判断能力があるのかということ、なかなかそこは難しく、そこを仮に広げるとしても、制約はあるのだろうと思っています。

もう一つ、サムライ業の話なのですが、サムライ業も、実は1つ考えていることがございます。中企庁さんが我々金融庁と一緒にやっている認定経営革新等支援機関という制度がありまして、これは創業支援を行うという公認会計士や弁護士等が登録されているのですが、その人たちはそもそも、そういうことをやろうと思って認定されているのだから、ひょっとして、それは類型に加えてもいいのかなと、今、考えて検討を進めています。

安念座長 収入基準とかはないですか。

日本ベンチャー学会 よろしいですか。

安念座長 どうぞ。

日本ベンチャー学会 先ほど富裕層という話で3億円というのが出ましたけれども、これは東京エイムという、ロンドンにあったエイム市場というのを日本に導入して、それを導入したときのプロ投資家というのが、個人としては3億円の金融資産というのを出しました。

安念座長 それは金融資産、一切合財ですか。

日本ベンチャー学会 金融資産の一切合財です。そのときが3億円だったのです。しかし、考えてみると、特に地方も含めて、国債は買います、信託ぐらいはやります。しかし、自分で個別の未上場企業をサポートするための株式を買うか疑問です。上場会社の株を買ったにしても、未上場の企業を支援したいという情熱を持っている方というのは、やはり上場会社の株で結構トレーニングした人かなという気もしますので、1億円の投資性金融資産が高いか低いかという意味では、ちょっと高いのかなという気がするのです。

特に個人を認定する場合に、画一的な認定をしないと、非常に定性的なことでは困ります。そうすると、今の富裕層の中に、例えば今年所得の話ですが、1,000万円以上という基準だけで認定すると、リタイアされたら収入がなくなってしまう排除されます。過去の3年間平均1,000万円という方法もあります。1,000万円以上の方は大体、確定申告し

ておられるはずですから、申告書コピーを出したらチェックは可能です。

そういう意味で、富裕層の方々、本当ならば40～50歳代の1,000万円以上の収入がある方々に、1,000万円でもいいから、このファンドに出していただき、その人たちもベンチャーのサポーターになっていただくというのが一番理想モデルなのです。しかし、リタイヤした人がほとんど日本の金融資産を持っているというのが現状です。そこからまたどう引っ張り出すかということも考えていかなければいけないとすると、変化する1年の年収だけではちょっと引っ張れないのかなという気がします。

安念座長 いろいろ考え方はありますね。

金融庁（中澤調査室長） 先ほど収入基準はどうですかという話がございましたので、お答え申し上げますと、収入基準はなかなか難しいのではないかと実は思っています、多分、念頭に置かれているのは、アメリカのプロ向けの投資家の中に収入基準があるということなのですが、結構厳しくて、20万ドル以上、過去3年間みたいな感じになっていて、それは本当に先ほどの投資性金融資産より更に厳しいのではないかという感じもしないわけでもないのです。

いずれにしても、プロであるかどうかの議論をしっかりしないと、これは昔、金融審でプロ投資家の基準を決める際に先ほど松田先生からもAIMの特定投資家の議論がありましたけれども、あの議論は、収入を基本的には考えない、収入で判定しないという議論だったので、プロ投資家の概念に収入基準を入れることについては根本から議論しないといけないだろうと思っています。

今回、我々としては、被害が続発している事実を見て、とりあえず止めなければいけないと思っているのですけれども、中長期的に仮にそういう投資判断能力が外形的にある程度はつきりしていて、潜脱の恐れも極めて少ない枠組みがつくれれば、それは追加できると思っています。

安念座長 それはそうだな。

金融庁（中澤調査室長） ベンチャー支援等の政府の施策との関連で申し上げれば、既存のベンチャーファンドビジネスを阻害しないようにするため、ファンドの実態としてモニタリング調査の中でいただいたデータもいろいろ検討して、線引きの作業を行わせていただいています。

それから、地方公共団体の話が先ほどあったのですけれども、これは少し私どもの見落としの部分があったので、府令の最終案では追加させていただく方向です。

同時に、地方公共団体が設置している創業支援のための公益法人、いろいろな名称があり、起業支援センターなどと呼ばれているものがあると思うのですが、これもつぶさに見ていくと、実はそのセンター自身が63条業者になっているというケースもあります。別の枠組みで出資するというケースもあるでしょうから、創業支援のための公益財団法人みたいなものを府令には1つ追加することについても検討しているところです。

安念座長 何か御発言はありませんか。

川本さん、どうぞ。

川本専門委員 ありがとうございます。

やはり先ほどの国民生活センターの議論でも、確かに中澤さんの置かれている立場も分かるのですけれども、では、この規制を強化したから被害が止まるかということ、そこはちょっと遠いところもあるのではないかと。それと他方で、今、ベンチャー学会と郷治さんからお話があった、現実非常に環境が厳しい中で資金集めに努力されているところを過剰に規制されてしまう恐れもある。その両方をバランスさせる必要があるのかなという感じがします。

要するに、資金を集めている方から要望のある点については、できるだけデータとかを集めていただいて、できるだけ過剰にならないようにレベルを設定していただくというのが良いのではないかと思います。

それから、ちょっと松田先生に御質問なのですが、最後におっしゃったガバナンスのところは、これは何か今の規制と関係ある話なのか、それとももう少し違う話なのかというのを確認させてください。

日本ベンチャー学会 ちょっと遡ってみますと、先ほど有責法の制度ができる時の話なのですが、そのときに民法上の組合を調査いたしました。そうすると、組合ですから、出資者の総会を開かなければいけないのですが、その総会すら開いていないというものも相当出てきました。先ほど JAFCO 方式ということを上申しましたけれども、これはもともと、どこから攻撃されても大丈夫なようないろいろな根回しと、きちりとした制度を運営していたにもかかわらず、その方式を多くのファンド運用者が破っていたということがあつたわけです。

そういう過去の経緯を考えてみますと、今回新しい制度ができたにしても、無知な人たちは制度自体を知らないで、その無知な人たちにも全部知っていただくような前提条件というのは、実は教育の問題に尽きるだろうと思います。そこがないまま、個人投資家をできるだけ排除するというこの金融庁の制度自身はやはりもう少し考える必要があります。結局、このベンチャーの支援というのは、本当は個人で情熱を持ってやっているのだろうという気がします。そういう意味で、個人投資家の排除の方向には反対です。

東京大学エッジキャピタル 投資事業有限責任組合の第1号も、全員個人の方々に共同事業として集まってできたものです。もし当時にこういった規制があつたら、有責法第1号のベンチャーキャピタルファンドはできていませんでした。この安倍政権の下で、国会の閉会中に、このような規制を本当に今からやるのか。慎重に考えていただきたいと思つたります。

安念座長 富裕層代表として一言どうぞ。

滝座長代理 悪徳は徹底的に排除しなければいけないと思うのです。何か夢というか、小さいリスクの中でベンチャーを育てることがやれる時代が来ているだけに、うんと頑張ってもらいたい。ぜひ法律家の方がやってくれないと。

安念座長 分かりました。済みません。お引き止めして申しわけない。

金融庁さん、どうぞ。

金融庁（中澤調査室長） 今、松田先生から出たガバナンスの問題ですけれども、是非投資事業有限責任組合法で実効性のある形でしっかりやっていただきたいと思います。今、この制度の問題として、投資事業有限責任組合の管理がゆるすぎて、そこが一番危なくなっているという問題があります。

安念座長 届出制のままではね。

金融庁（中澤調査室長） その基になる投資事業有限責任組合法が効いていないというのが問題でありますので、そこはしっかりやっていただきたいと思います。

東京大学エッジキャピタル ファンドのガバナンスについて、投資事業有限責任組合法の改正等は、ぜひ経産省にやっていただきたいと思います。ただ、出資者の資格を不当に、過剰に制限しないでほしいということです。以上です。

日本ベンチャー学会 よろしいですか。

安念座長 どうぞ。

日本ベンチャー学会 今、各ファンドに誰が投資をしているかというのは結構、秘匿ということで、今、おっしゃったようなことがあると思うのですが、ファンド自身のトータルとしてのパフォーマンスがどのように動いているのかということ、そして逆に、投資されているベンチャー企業が、ファンドの組合総会、あるいは情報交換会でもよろしいのですが、自分の会社はそのお金をいただいたことでどういう努力をしていますという情報交流の場というのが本来やるべき話だろうと思うのです。

ですから、これは経済産業省がもう少ししっかりしてくださいということかも分かりませんが、ガバナンスの方法については、ちょっと今までイージーに流れ過ぎているのではないか。

それと、上場会社の情報開示は相当厳しくなっていますので、それとの整合性を考えると、そこからの出資を仰ぐのであれば、今、申し上げたようなこともしっかりやっておかないと対応できないのだろうと思っています。

安念座長 しかし、金商法のカバレッジはどこまでなのかという根本問題がありますね。つまり、組織法とかガバナンスそのものは、やはり会社法周りの法令の任務だろう。一方、ディスクロージャーについては、組織法でもあり、金商法でもあり、それで、売り方については専ら金商法の話ということになっていくのでしょうけれども、確かにガバナンスそのものを金商法で面倒見ると言われても、ちょっとそれは困ってしまう話でしょうね。

金融庁（中澤調査室長） その議論をしていくと、そういう意味で開示規制になり、それこそファンドに大きな支障を生じることになると思いますので、それをしないがために現在の業規制になっているという前提ですから、そこを余り議論していくと、かえって厳しいものとなりかねないですから、そこはやはり気をつけたほうがいいと思いますし、今回、それは我々としても選択しなかったということでもあります。

いただいている提案につきましては、我々もある程度は柔軟でありますので、そこはしっかり、また議論をしていけばいいと思います。

それから、今回、どんな最終案になるかはまだ未定ですが、1回決めた範疇が全部、それで最後だということには恐らくならないと思いますので、それはやってみて、ここはやはり厳しいというところがあれば内閣府令で追加する類型ができるかもしれませんし、逆に今回、我々もつけ入る隙を与えないような形をつくったつもりですけれども、またつけ入れられることがあれば、そこはまた絞るということになるかと思いますが。

東京大学エッジキャピタル 一時的であれ、世界で一番厳しい出資者の資格要件を設けることが本当にいいのか。しかも、このタイミングでやっていいのかというのは、是非慎重に検討いただきたいと思います。

安念座長 他はいかがですか。

圓尾さん、何かないですか。

圓尾専門委員 お聞きしたいのが、資料3-3の2.のところに「内閣府令に追加する投資家の類型案」ということで(1)~(7)まで出ていますけれども、逆に言うと、このぐらいのところを認めてもらえれば特段問題はないということですか。

東京大学エッジキャピタル そうですね。6月12日に金融庁さんにこの意見書をお出ししたときはこれぐらいの追加でいいと思っていたのですが、その後に先ほどお話をしたようなアンケート調査をしたら、これでもカバーできないLPの事例がいろいろ出てきたのです。ですので、その類型案以上に、例えば年収要件というのがないとまずいなと感じています。

安念座長 もしお差し支えなければ、ちょっとそのリストは私どもにいただくことは可能ですか。

東京大学エッジキャピタル 分かりました。6月18日に日弁連に出した意見書には、年収要件の類型を追加していますが。

安念座長 私も日弁連の会員だからなんなのだけれども、ごく一部の過激派とは言わないまでもアクティビストの意見で会の見解は決まってしまうところがありますね。確かにコーポレート系の人は何でもかんでも規制しろとは言わないのですが。

東京大学エッジキャピタル 後でお送りします。

安念座長 川本さん、どうぞ。

川本専門委員 先ほど中澤さんが、つけ入れられないようにとおっしゃった点なのですが、この法律で被害を止めるというのは、やはりそもそも、なかなか難しいというのが前提だと思います。もちろん役所というのは、私もやっていましたから分かりますが、こんな苦勞をしてやる以上は、これで絶対被害を防ぎますという説明でないとい通らない世界なので、そちらに力点が入るのも分かるのですけれども、現実的にこれで問題を解決しようというのは非常に無理があって、それはやはり他のいろいろな取締まりとか、合わせてやらないと難しいという点は、重々御理解いただいていると思いますけれども、

私としては発言したいと思います。

安念座長 それはそうですね。

金融庁（中澤調査室長） 今回の政令、内閣府令で全てが解決するとは、我々も思っていません。ただ、今の枠組みでの取り締まりは、証券取引等監視委員会、あるいは警察当局も含めて、追いついてきていないことも事実でありますので、そこもしっかり対応するよう消費者委員会からも言われていますので、どうなるのかわかりませんが、今回の規制ができれば、また少しは変わってくるだろうと思っています。

それから、個人は余り投資しないでくださいというアナウンスをするかどうかは、国民生活センターさんから話があったかもしれませんが、まず、プロ向けファンドに投資するにふさわしくない方は少なからずいらっしゃると思うのです。ベンチャー支援等の志がある方はそれでいいのですけれども、そうではなくて単にだまされてしまっている人もたくさんいますので、ある意味、注意喚起もしっかりやっていって、その2つが両輪でいかないと、きつとうまくいかないなと思っていますところでございます。

東京大学エッジキャピタル いいですか。

安念座長 どうぞ。

東京大学エッジキャピタル 基本的に今回の消費者の問題というのは、だまされている人ですね。だから、だまそうとしている悪意のある、そもそも詐欺をしてやろうという、刑法犯にも当たるような人たちなので、そういう人に対して金商法で規制を幾ら丁寧にくくっても、そもそも本当に被害が減るのか。

安念座長 それはそうですよ。本当に悪い人はそういうものですよ。

金融庁（中澤調査室長） 実はそうでもなくて、詳細は申し上げられませんが、結構リテラシーがある人でもひっかかっているというのも事実であります。

安念座長 それもそうでしょう。

日本ベンチャー学会 よろしいですか。

安念座長 どうぞ、松田先生。

日本ベンチャー学会 またちょっと蒸し返すようですが、今、全国の県ごとにニュービジネス協議会をつくっていきこうということで、大体3分の2ぐらいの県はみんな立ち上がっているわけですが、その先輩として既にニュービジネス協議会の先行的なメンバーとして入っている方々が、後輩の人たちに対してその地域で支援していきこうというファンドをつくらうということをしつと政策提言案として出し続けています。通称、旦那ファンドという言い方をしているのですけれどもね。

これはGPとLPが、出資をする人たちも一緒にベンチャー企業を支援していきこうということが趣旨なのですが、先ほど申し上げましたように、資本金5,000万円というのは結構きついと思うのです。そういう意味で、5,000万円というのは余り動かさないなというのは、投資する会社の余裕度であると思いますので、5,000万円は良いとしても、ぜひ純資産のほうに変えていただく、これは決算書を出せばよろしいので、そうすると、もう少し

地方の有力者が地方の後輩に対して支援するのができやすくなると思っております。

安念座長 どうもありがとうございました。

口で言うのは簡単だが、適合性の原則が適用されたならばお引き取り願いたいような人はやはりお引き取り願ったほうが良いだろうというのが一方にあり、松田先生の言葉を使えば、まさに良き旦那はできるだけ排除しないようにという仕組みがつけられるのが一番いいことだし、恐らくそれでほとんどの当事者の方々は御異論がないように私は伺いました。

今日は幸い、大変ヒートアップして、私、とてもこういう雰囲気は好きなので、大変有益だったのですけれども、知恵を出せば、案外そこそこの着地点は見つかりそうだなという気がしました。当初思っていたよりは何となく気が楽になったというか、結構希望があるなという感じがいたしました。そういう意味を含めて、今日は大変有益な勉強をさせていただきました。

本当にどうもありがとうございました。

(金融庁、日本ベンチャー学会、UTEC 退室)

安念座長 しかし、私が考えているほど、金持ちというのはたくさんいるものではないということなのかな。

金持ちを相手にしておられる方としてはどうですか。

圓尾専門委員 そこそこいると思いますけれどもね。

安念座長 そうでしょう。だから、要するにあそこの1億円というのは、平たく言うと、相場を張っている1億円という意味ですね。それぐらいの人は、特に東京なんかは腐るほどいるのではないかなと思うのですが、違うのですか。そうでもないですか。

圓尾専門委員 東京はそこそこいると思います。

安念座長 だから、東京にいて地方のベンチャーに出してくれればいいわけでしょう。でも、実際に苦労している人はそう簡単でもないと言うのだから、簡単でもないのだろうけれども、数がいるということと志があるということは、おのずから別だということなのだろうか。

川本専門委員 それは違うでしょうね。

安念座長 当たり前ですけれどもね。

どうもありがとうございました。暑い中、他のワーキング・グループはやっていないのに、何でもこだけやるのだというお叱りも頂戴いたしました。しかし、お叱りにもかかわらず、これからも遠慮なくさせていただこうということを申し上げようと思ひまして。

どうもありがとうございました。

柿原参事官 次回のワーキング・グループの詳細については追って御連絡いたしますので、よろしく願いいたします。

安念座長 では、よろしく願いします。

柿原参事官 どうもありがとうございました。

安念座長 どうもありがとうございました。