

第2回 スタートアップ・イノベーション促進ワーキング・グループ 議事録

1. 日時：令和7年2月27日（木）10:00～12:05

2. 場所：オンライン会議

3. 出席者：

（委員）落合孝文（座長）、芦澤美智子（座長代理）、堀天子、御手洗瑞子

（専門委員）岩崎薫里、大橋弘、川本明、藤本あゆみ、増島雅和、宮下和昌

（事務局）内閣府規制改革推進室 稲熊次長、幕内参事官

（説明者）磯和 啓雄 株式会社三井住友銀行 専務執行役員

齋藤 健太郎 株式会社三井住友銀行 成長事業開発部部長

外山 望 一般社団法人全国銀行協会 委員会室調査役

井口 聖一朗 アイリス株式会社

高橋 庄平 いわぎん事業創造キャピタル株式会社 投資部長

岩渕 将知 株式会社岩手銀行 フロンティア事業室 プランナー

内野 宗揮 法務省大臣官房審議官

吉田 雅之 法務省大臣官房審議官

笹井 朋昭 法務省大臣官房参事官

尾崎 有 金融庁監督局審議官

4. 議題：

（開会）

議題：地方を含むスタートアップの成長のための融資の選択肢拡大

（閉会）

5. 議事概要：

○幕内参事官 定刻となりましたので、ただいまから、規制改革推進会議第2回「スタートアップ・イノベーション促進ワーキング・グループ」を開催いたします。

委員、専門委員の皆様におかれましては、御多用中、御出席いただき誠にありがとうございます。

初めに、事務局から会議に関する連絡事項を申し上げます。本日はオンライン会議ですので、会議資料は画面共有いたしますが、お手元にも御準備いただければと思います。

また、会議中は通常マイクをミュートにいただき、御発言される際にミュートを解除するようお願いいたします。

続きまして、本日のワーキング・グループの出欠状況について御報告いたします。構成員の委員、専門委員につきましては、瀧専門委員、梅田専門委員、原田専門委員、森澤専門委員が御欠席との御連絡を承っております。また、大橋専門委員は途中参加の御連絡を

いただいております。

本日、ワーキング・グループの開催に当たりまして、平大臣よりビデオメッセージをいただいておりますので、ただいまより再生をさせていただきたいと思っております。

○平大臣 皆さん、こんにちは。規制改革担当大臣の平将明です。本日も規制改革推進会議の議論に参加をいただきまして本当にありがとうございます。

我が国経済を高付加価値創出型の経済へと移行させるためには、イノベーションの創出や生産性の向上の牽引役となるスタートアップが絶え間なく生み出され、成長できる基盤を整備することが重要であります。国内におけるスタートアップの数や資金調達は増加傾向にあり、我が国のスタートアップを取り巻く環境は改善をしています。しかしながら、世界各国と比べるとさらなる強化が必要であるということは言うまでもありません。

この点、規制改革推進会議、特に本ワーキング・グループでは、企業活動の前提となるレギュレーションを時代や環境の変化、テクノロジーの進化と平仄を合わせてアップデートする改革を実行することで、スタートアップがより生まれやすく成長しやすい環境整備を後押ししていただきたいと思います。

本日はスタートアップの資金調達の課題に着目をし、地域の金融機関等による新株予約権付融資について御議論をいただきます。新しく有望な資金調達であるものの、ルールが追いついていない面があると聞いております。ルールを明確化することで飛躍的に活用が進み得るものと考えています。関係省庁ともその活用促進に向けて御議論をお願いいたします。

○幕内参事官 それでは、以後の議事進行につきましては、落合座長にお願いしたいと思います。よろしくをお願いいたします。

○落合座長 落合でございます。本日もよろしくをお願いいたします。

それでは、本日の議題「地方を含むスタートアップ成長のための融資の選択肢拡大について」、議論をしたいと思います。

御出席の皆様におかれましては、質疑時間を確保するため、時間内での説明に御協力をいただきますようお願い申し上げます。

まず、一般社団法人全国銀行協会を代表して、株式会社三井住友銀行専務執行役員、磯和啓雄様と成長事業開発部部長、齋藤健太郎様より10分ほどで御説明をいただきたいと思います。よろしくをお願いいたします。

○株式会社三井住友銀行（磯和専務執行役員） 全銀協会長の三井住友銀行でスタートアップを担当しております、磯和でございます。私からは、スタートアップ向け投融資の状況とスタートアップ向け融資の特徴を御説明し、その後、担当部長から新株予約権付融資の課題など、個別のポイントについて補足をいたします。

では、資料の表紙をめくっていただいて1ページをお願いします。このページでは、日本と米国のスタートアップの状況を比較しています。皆さん御存じだと思いますが、簡単にコメントしますと、上段3つのグラフを御覧いただくと、米国に比べ我が国のユニコー

ン、スタートアップは極めて限定的でありまして、IPO時の平均時価総額も極めて小さいものとなっております。上場後はもうあまり成長しないということが分かると思います。

下段の2つのグラフですが、これは米国と比べますと、左側の投資額は著しく小そうございます。これは棒グラフがないように見えますけれども、ないぐらいのスケールになってしまうぐらい小さいということでございます。特に今日の論点の融資、右側を御覧いただいても、これは増えたとはいえ、さっき平大臣がおっしゃっていましたようにかなり増えてきてはいるのですが、2023年でアメリカの20分の1であります。GDPでは6分の1ですから、それと比較してもかなり小さいということがお分かりいただけるかと思っております。

次の資料2ページを御覧ください。スタートアップ向け融資の特徴ではありますが、リード文の1ポツに記載のとおり、スタートアップ向け融資はコーポレートデット対比で事業が安定しておらず、債務者としての信用力が十分でない企業への信用供与でございますから、貸し手としては高めのリターンが必要になります。一方で、スタートアップは足元の営業キャッシュフローが安定しておりませんので、利払い能力が十分ではないというケースも多いわけです。

リード文の2ポツのとおり、新株予約権付融資の活用はその有効なソリューションとなり得るのではないかと考えております。下段の「新株予約権付融資の概要とメリット」というところを御覧いただいて、真ん中のところのスタートアップ側のメリットということにおいては、即時の経営権の希薄化を回避しつつ資金調達をすることができ、金融機関との借入条件の交渉材料とすることで、スタートアップが希望する条件を獲得しやすいということかと思っております。

その下、一方で金融機関側のメリットとして、貸付けに付随しまして新株予約権のキャピタルゲインが期待できることから、リスクに見合う適切なリターンを確保しやすくなりますし、特に地方金融機関等においてもアップサイドを狙えることから、スタートアップ融資への参入促進が期待されます。増加傾向にある地方発のスタートアップの支援体制の拡充につながるのではないかと考えております。

続いての課題から、担当部長が補足いたします。

○株式会社三井住友銀行（齋藤部長） 専務の磯和に代わりまして、成長事業開発部部長の齋藤から御説明をさせていただきます。成長事業開発部は、三井住友銀行におけるスタートアップ支援の担当部署となっております。よろしく御願いいたします。

資料3ページをお願いいたします。新株予約権付融資の普及に向けた課題について御説明をさせていただきます。新株予約権付融資の取扱いについて、主に利息制限法及び出資法に関わる法務面の課題が複数存在するため、多くの金融機関が積極的に取り組めていない状況となっております。

法務面の課題は3点ございます。

1点目に、新株予約権付融資にて取得いたしました新株予約権が利息制限法等における利息に該当するか否かが不明確な点が挙げられます。

続いて2点目に、新株予約権が利息に該当するとされた場合、新株予約権を勘案した貸出金利が利息制限法等における上限金利以内であることの疎明がしづらいことが挙げられます。

3点目に、期限前に返済が発生した場合、貸出期間短縮化による新株予約権の利息換算値が大きくなることで上限金利を超過するリスクが挙げられます。

これらの課題を背景に、新株予約権付融資に取り組める体制を持つ金融機関は全銀協のアンケートに回答した81行のうち12%にとどまっておりまして、新株予約権付融資の普及は限定的な状況となっております。

なお、米国におきましては一般的な利息制限規定が連邦法には存在せず、多数のスタートアップが所在するシリコンバレーを抱えますカリフォルニアの州法でも銀行等による法人向け融資は利息制限の対象外であり、同様の課題はないとお聞きしております。

続きまして、資料4ページをお願いいたします。1点目の課題である新株予約権の利息該当性について御説明をいたします。前提として、利息制限法等の立法趣旨は経済的弱者である債務者の窮境に乗じた不当に高利な貸付けを防止することだと認識しております。足元では新株予約権付融資に係る新株予約権は利息に該当するという法律家の皆様の解釈が定着しつつあります。実務上の観点からは、未上場の新株予約権は換価性が低いほか、新株予約権付融資の活用主体は法人でありまして、発行時には会社法にのっとりた決議が必要となることが一般的です。また、商品設計には記載のとおり複数のパターンが想定されます。立法趣旨や新株予約権の発行プロセス、商品設計パターンを踏まえまして、少なくとも商品設計のパターンによっては利息制限法等の適用がないことを明確化していただきたいと考えております。

続きまして、5ページをお願いいたします。2点目の課題である新株予約権の価値算定における統一的な考え方・手法の確立について御説明いたします。新株予約権付融資における新株予約権が利息に該当するとされた場合、利息制限法等を遵守するために新株予約権を勘案した貸出金利が上限金利以内であることを疎明する必要があります。しかし、そうした場合の新株予約権の価値算定方法については、統一的な見解がない状況となっております。なお、西村あさひ法律事務所による見解は記載のとおりでございます。

加えまして、三井住友銀行では資料に記載のと通りの価値算定を実施しております。

統一的な価値算定方法がない中で、意図せざる利息制限法等への抵触を恐れ、新株予約権付融資に取り組めない金融機関が存在するほか、新株予約権付シンジケートローンの組成に当たっての障害ともなっております。

つきましては、新株予約権付融資における新株予約権が利息に該当する場合、新株予約権の価値算定方法に関する考え方について、関係者共通の目線をつくる必要があると考えております。例えば関係省庁の皆様も参画する形で民間主体で研究会を開催していくことを検討していくことも一案かと考えております。また、会計上の議論も存在いたしまして、こちらにも価値算定の共通目線がない状況であると理解をしております。

6 ページをお願いいたします。3 点目の課題である新株予約権付融資における期限前弁済について御説明をいたします。西村あさひ法律事務所によれば、期限前弁済発生時に利息制限法等に抵触するリスクに対する対応として、記載の方法が挙げられております。しかし、出資法上は自己的な新株予約権の放棄では違反を免れ得ない懸念が存在いたします。また、期限前返済を許容しなければ、スタートアップにとって不要な利払いが増加する懸念がございます。つきましては、事後的に金銭で精算、または新株予約権を放置したとしても出資法違反にならないように明確化していただきたいと考えております。

また、民法136条2項を踏まえまして、期限前弁済がなくても貸付人の期限の利益は等しく保護するものとの見解も存在しております。

7 ページをお願いいたします。最後に、利息制限法等における新株予約権付融資の考え方の明確化緩和により期待される効果についてお話をさせていただきます。

1 点目に、金融機関にとって新株予約権付融資導入のハードルが下がり、新株予約権付融資が普及することでスタートアップに関する知見が蓄積され、スタートアップ向け融資全体の拡大につながるが見込まれます。また、解釈の統一によりまして、新株予約権付シンジケートローンの活用が促進されることで、より大規模なスタートアップ向け融資の実現が期待されます。

2 点目に、地域金融機関のマーケット参入により各地の大学発スタートアップへの資金供給が拡大し、そうしたスタートアップの成長が地方創生の核となることが期待され得ると考えております。

以上で三井住友銀行からの説明を終わります。

○落合座長 磯和様、齋藤様、どうもありがとうございました。

続きまして、アイリス株式会社、井口聖一朗様より10分ほどで御説明をいただきたいと思っております。よろしくをお願いいたします。

○アイリス株式会社（井口氏） 井口でございます。よろしくをお願いいたします。

私たちからは、スタートアップ目線においてベンチャーデットの有効性に関してお話をさせていただければと思っております。

まずは私たちの会社の紹介からさせていただきます。私たちは、nodocaというインフルエンザのAI医療機器を作っている、いわゆるディープテックのスタートアップでございます。皆さんも鼻に綿棒を突っ込まれてちょっと痛い思いをしてインフルエンザの検査をされたことがあるのではないのかなと思うのですけれども、私たちのこのnodocaで検査をしますと、喉の写真と問診情報といったところを用いて痛くない検査ができるといった医療機器を作っている会社となっております。

そういう喉の画像だけで検査ができるのかというところは思われるかもしれないのですが、私たちの技術ではこのように喉の画像の中でここが喉ちんこですよ、例えばここが濾胞です。インフルエンザ特有の濾胞とか、そういうインフルエンザ特有の喉の状態を判別して、そこでAIの検査をできるという医療機器になっています。

私たちはそういうAIの会社ではあるのですけれども、こういうnodocaというカメラの本体の部分の開発や設計といったところまで一気通貫、ハードウェアまでやっているというところになっていて、そのため、多くの資金が必要となります。そういう意味で、ベンチャーデットというのはほかのスタートアップさんと同様に非常に重要な資金調達の手段という形になっています。

皆さんには釈迦に説法なのかもしれないのですけれども、ベンチャーの調達手段に関して少しここからお話をさせていただければと思います。ベンチャーの調達手段は大きく分けて3つあるかと思っています。エクイティー、ベンチャーデット、いわゆるベンチャーデット以外の融資という形です。エクイティーというのが基本的にはベンチャーにとって一番一般的な資金調達手段だと思っています。今まではエクイティーと融資しかないような状態で、融資はなかなか基本的にはベンチャーにとっては使いづらいようなもので、そこから今、ベンチャーデットというあいのこのようなものが少しずつ出てき始めているという状況かと思っています。

それぞれ詳細を少し見ていただきますと、エクイティーは基本的には全てのステージでバリエーションを変えることによって使えるようなところ。一方で、やはり希薄化が発生してしまったり、資本コストはしっかりやっていくというところが特徴かと思っています。やはりそのVCさんたちがエクイティーを出資いただくのですけれども、そこでどう出資するかというところの判断基準として成長性、爆発的にしっかり伸びていくかといったところを見られるものかと思っています。

一方で、融資というところはシード、早いステージのところはなかなかやりづらい部分がある。希薄化や資本コストというところはなかなか低い部分はありませんが、基本的には着実な実績と確実にお金が返ってくるかというところを判断されますので、なかなかここはベンチャーとしては使いづらい。

そういうところで、こういう判断基準としてその間を取っているベンチャーデットというところが資金供給をしっかりともらうためには非常に重要になってくるという形です。

一口でベンチャーデットと申しましても種類は結構いろいろなものがありまして、大きく分けますとS0（ストックオプション）、新株予約権がついているものについていないものというところの2種類に分けられるかと思っています。このS0がない部分に関しましては、いわゆるハイイールド融資、高金利の10数パーセントの融資で、下にクラウドファンディング、ファクタリングというところがあります。でも、ハイイールド融資というのは金利負担、キャッシュアウトが大きい部分なので、ベンチャーデットとしてはなかなか使いづらい部分があったり、クラウドファンディング、ファクタリングというのは大規模な資金調達には今は正直向いていないというところがございます。

その中で、いわゆるS0がついているベンチャーデットというところは非常に有望なマーケットになっていますし、実際に今、ここでS0付ベンチャーデットが少しずつ増えているかという状況です。

ここのS0付ベンチャーデットというところには利点と課題というところがやはりございまして、ここの利点に関しましては、貸し手様、ベンダー様にしっかりリスクテーク、なかなか今の融資ではできないところを踏み込んでいってもら分、しっかりアップサイドをお渡しできる。そのことによってウィン・ウィンにベンチャーもレンダーさんもなるということが一番の利点かと思っています。

そういう意味では、ベンチャー側からの課題感ではないのですけれども、先ほど全銀協様からお話があったように、利息制限法、出資法などによってここのS0をお渡しできるところが制限されてしまうと、結果的に資金供給が絞られてしまい、ベンチャー側としてもなかなかしんどい状況になってしまいますので、ここの明確化は私たちからもぜひお願いしたいなと思っていますし、私たちも一緒にそういったところに協力できればなと思っています。

もう一つ、課題点と申しましては、S0の会計処理をするか、費用処理するかしないか、すごくはしょって言ってしまっていますが、そういうところも今、ベンチャーの業界の中ではなかなか固まっていない。S0を費用処理している会社もあれば、していない会社もあるというところが少し課題感としてはあるかなと思っています。

ベンチャー側として、結論、ここは区分計上というところは一定したほうがいいのではないかと考えています。区分計上をするということは、つまりところ会計上の費用が増えるので、ベンチャーにとって必ずしもうれしいことではありません。

ただ一方で、上場会社さんというところも基本的にはS0の会計処理というのを行う。そこをしっかり比較をしてもらうに当たっては、S0区分というところはせざるを得ない部分があるのではないかなと思っています。

そういうS0区分の費用処理というところがされていない場合は、簡単に言いますとPL、純利益がちょっとかさ増しされているような状況になってしまいます。かさ増しされているということが分かると、当然マーケットの機関投資家さんたちはそこに対してディスカウントをかけてくる。ただ、細かいところの計算までは当然してくれないので、機関投資家さんからするとIPOをするときのベンチャーというのはやはり東証4,000社のうちの一家ということになりますので、本当にある意味いわゆるIPOディスカウント、一般的には20%ほどのディスカウントを取りますが、そこを30%にしましょうというざっくりのディスカウントをかけられてしまうと、ベンチャーにとっても最終的にはプラスにはならないということで、ここはしっかり区分計上する必要があるかなとはと思っています。

一方で、ここの区分計上をするためには、実は結構コストが今かかっているという状況でして、具体的に言いますと、第三者のレポートの取得でしたり、監査法人からの専門チームによるチェックということで、一回発行当たり間違ってしまうと200万ほどかかってしまうこともございます。200万となると、例えば1億円のS0付融資を発行したときに200万取られるということになると2%の金利に相当します。今は金利が少しずつ上がっているような状況でも、35年フラットローンなどでも1%台で出ているような状況で

2%取られるというのはやはりなかなかしんどい。ここに関してははっきりコスト負担を抑制するということはしていきたいなと思っていますし、この解決策というところは幾つか候補があるかとは思いますが、非常にテクニカルな部分なので、こういったところの場というよりも、まさに研究会といったところでしっかり議論するというところが重要になってくるかなと思っています。

私からの発表は以上となります。

○落合座長 どうもありがとうございました。

次に、法務省大臣官房審議官、内野宗揮様、吉田雅之様、法務省大臣官房参事官、笹井朋昭様より10分ほどで御説明をいただきたいと思えます。よろしく願いいたします。

○法務省（内野審議官） 法務省でございます。

今、画面に映っております資料を御参照いただきながら、利息制限法・出資法の概要、それと新株予約権付融資における新株予約権の利息該当性について、御説明させていただきます。

まず、1枚目を御覧いただけますでしょうか。まずは利息制限法の趣旨でございますけれども、これは主として経済的弱者であります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ために利息の契約を制限するというものでございます。

利息制限法の内容でございますけれども、第1条で利息の制限について定めております。具体的には金銭を目的とする消費貸借における利息の契約は、その利息が元本の額に応じて定められております利率により計算した金額を超えますと、その超過部分について無効とする規定されておまして、元本の額が10万円未満の場合は年20%、10万円以上100万円未満の場合は年18%、100万円以上の場合は年15%が上限利率として定められております。

第3条は、いわゆるみなし利息について定めております。これは利息の制限の潜脱を防ぐために、金銭を目的とする消費貸借に関し、債権者の受ける元本以外の金銭は礼金、割引金、その他いろいろ規定しておりますが、いかなる名義をもってするかを問わず利息とみなすというものでございます。

新株予約権付融資におけます新株予約権の利息該当性につきましては、利息制限法の解釈上、一般的・抽象的に定まるというのではなく、あくまでも個別具体的な事情によるものであると考えられるところでございます。

その上で、利息該当性についての一般論を申し上げますと、元本の使用の対価として交付されるものは、その財産の性質にかかわらず利息に該当し得ると考えられております。したがって、新株予約権付融資における新株予約権についても個別具体的な事情の下で元本使用の対価に当たると認められる場合には、利息制限法上の利息に該当し得ると考えられているところでございます。

まず、利息制限法についての御説明は以上でございます。

○法務省（吉田審議官） 続きまして、私から出資法について御説明申し上げます。法務

省の官房審議官の吉田と申します。

出資法は、この資料でございますように正式な名称は「出資の受入、預り金及び金利等の取締等に関する法律」でございます。高金利のほか、預り金などについても規制しており、これら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を目的としております。

高金利の処罰に関する条文は、資料に記載している第5条でございます。この条文において、まず第1項においては、金銭の貸付けを行う者が年109.5%を超える割合による利息の契約をするなどしたときは、5年以下の懲役もしくは1000万円以下の罰金に処し、またはこれを併科することとされています。

また、2項においては、業として金銭の貸付けを行う場合について、今、申し上げた利息の割合の上限を年20%に引き下げております。

さらに、3項においては、業として金銭の貸付けを行う場合において、年109.5%、先ほどの1項のところで申し上げた利率を超える割合による利息の契約をするなどしたときは、10年以下の懲役もしくは3000万円以下の罰金に処し、またはこれを併科することとして処罰を加重しております。

また、この法律の第5条の4においては、脱法行為を捕捉するために、金銭の貸付けを行う者が貸付けに関し受け取る金銭、条文上「金銭」とされておりますが、それは各号に掲げるものを除き、名目を問わず利息とみなすこととされております。新株予約権付融資における新株予約権の利息該当性については、先ほど利息制限法について説明があったのと同様でございます。一般論としての考え方、あるいは具体的なケースにおける利息該当性の判断については、先ほどの利息制限法と同様に理解されているものと承知しております。

以上でございます。

○落合座長 そうしましたら、法務省様、どうもありがとうございました。

次に、金融庁監督局審議官、尾崎有様より5分ほどで御説明をいただきたいと思っております。よろしく願いいたします。

○金融庁（尾崎審議官） 金融庁の監督局で審議官をやっております、尾崎と申します。よろしく願いいたします。

金融庁からは、新株予約権付融資そのものではないのですが、これまでのベンチャー企業に対する融資、いわゆるベンチャーデットの拡大に向けた最近の金融庁の取組について、簡単に御説明させていただきたいと思っております。

資料の2ページを御覧ください。金融庁では、毎事務年度にその年の目標や重点的に取り組む施策を金融行政方針として取りまとめております。今、御覧いただいている資料の上段のほうですけれども、こちらに記載がありますように、こうした金融庁の大きな方針の中に今事務年度もベンチャーデットに関する施策を盛り込んでおります。具体的には、目下、海外調査を実施しております。米国や欧州、シンガポールにおけるベンチャーデッ

トの審査体制、リスク管理の実務や人材の確保・育成の状況などを調査しておりまして、近々に調査結果を取りまとめた上で公表することを予定しております。この調査結果はこれからベンチャーデットに取り組もうと考えている日本の金融機関の皆様方にとって参考にしていただけるようなものではないかと考えております。

それから、3ページです。ベンチャーデットにつきましては、昨事務年度もその拡大を重要な施策として取り組んできました。当時の取組といたしましては、主要行や地域金融機関からベンチャーデットに係る経営目標や融資審査の基準、ベンチャーキャピタルとの関係性等についてヒアリングを行い、審査体制の確立、専門人材の確保・育成を中心に課題と工夫事例を洗い出して公表しているところでございます。

さらに、昨年3月には我々と日本経済新聞が共催いたしましたイベントであるフィンテックサミットにおきまして、3メガバンクとスタートアップが一堂に会するパネルディスカッションを開催し、ベンチャーデットの拡大に向けた関係者の意識の醸成に努めてきたところでございます。

以上のように、金融庁といたしましては、ベンチャーデットの拡大を日本の持続的な経済成長に大きく貢献する重要な施策と位置づけて様々な取組を重ねているところです。本日の議題であります新株予約権付融資に関しましても、ベンチャーデットの拡大に資すると期待される融資手法の一つであると考えております。金融庁としても今日の御議論を踏まえながら、新株予約権付融資の活用促進に資する取組に最大限御協力できればと考えております。

金融庁からは以上です。

○落合座長 金融庁様、どうもありがとうございました。

それでは、質疑に入りたいと思います。本日の質疑時間は2つの議題に分けて議論をできればと考えております。まず、前半については新株予約権の利息該当性について、後半は新株予約権の価格算定について、質疑の時間を設けます。御意見、御質問がある方は、挙手ボタンにより挙手をお願いいたします。私より指名いたしますので、それから発言をするようにしてください。限られた時間になりますので、御質問や御意見、また、御回答は簡潔をお願いいたします。

なお、本日は質疑対応として岩手銀行の皆様にも御参加をいただいております。御多用のところ、御出席いただきまして誠にありがとうございます。

それでは、まず新株予約権の利息該当性について質疑をさせていただきたいと思います。では、増島委員、お願いいたします。

○増島専門委員 どうもありがとうございました。

新株予約権付ローンを出すときの新株予約権部分が利息制限法の適用対象となるというのは、法律家はみんなそのように思っていて、ここがいろいろな形で実務的に難しいよという話になっているわけですがけれども、一応認識としては利息になるということであるとすると、ここは15%なり18%なりに収めつつ発行をしていただくということになりますが、

その形でやると、期限前弁済をしたときに結果として15%、18%を超えてきてしまうことがあり得るので問題になるという問題意識として理解をしております。

期限前弁済をしないという合意をすると、それは逆に借り手であるところのスタートアップに余計な制約を課するのでよろしくないという主張になっていると思うわけですがけれども、法務省さんにこの期限前弁済の部分を中心にお伺いをしたいわけですがけれども、実際の期限前弁済が行われたときに新株予約権を放棄するという行為をしたとしても、出資法における違法性というのがなくなるということは本当はないのかという話、もしくは、期限前弁済をしたときに出資法なりの利息を超えるということになったときには自動的に放棄がされますという合意を事前に置いておいたとしても、これは出資法違反という話に本当になるのかどうかというところをまず教えていただきたいなと思っています。

あとは、この再計算みたいなものは本当に要るのかどうかということも一つの論点ではあると思っているわけですがけれども、ここは本当に再計算をして利息制限法の上限金利に当たっているということをしなくてはいけないということになるのかどうか、この辺りを少し教えてください。

○落合座長 では、法務省様、お願いいたします。2点ございました。

○法務省（吉田審議官） 私、吉田からお答えしたいと思います。

まず、出資法における利息の該当性についてですがけれども、先ほど民事局から説明がありましたように、一般論としては新株予約権付融資における新株予約権は利息に該当し得るということではございますけれども、常にそれが利息に当たるということまで断定しているものではございませんで、そこは契約等のスキームによってくる部分がございまして、一概にはなかなか申し上げにくいところがあるということは御理解いただきたいと思えます。

その上で、例えば仮に新株予約権付融資における新株予約権が個別の事実関係の下で利息に該当するとなった場合、契約の時点において新株予約権が利息に当たるという判断を前提にその後の期限前弁済における現金の授受を考えていくということになり得るだろうと思えます。その新株予約権の経済的な評価の仕方については現時点で私どもも確たる知見を持っているものではございませんので、なかなか申し上げにくいところがございましてけれども、仮に期限前弁済の際に現金のやり取りがなされたとして、その現金が利息に充当されるということになってくるとしますと、その時点において出資法上の利息受領罪の成否が問題となるだろうと思えます。その際には、契約時に取り交わされていた新株予約権の経済的評価を前提として、実際に期限前弁済で受け取った利息の額を合わせて計算・考慮したときに、出資法上の規定されている利息を超えているかどうかという判断になるのではないかと思います。

今、申し上げたのはあくまで一般論でございまして、実際上の契約や期限前弁済の際のスキームによってくる部分もあると思えますので、なかなか一概に必ず出資法上違法であるとか、適法であるということをお断言することは難しいということは御理解いただければ

と思います。

差し当たり以上でございます。

○落合座長 増島委員、よろしいですか。

○増島専門委員 そうですね、一応それは基本的には判断が裁判所で行われますとか、警察のほうでやりますということをおっしゃっているということで合っているのですか。

○法務省（吉田審議官） 基本的にはそれが前提となっております。証拠上の評価になってきますし、裁判所の判断になってきますので、先生には釈迦に説法で恐縮ですけれども、刑事事件でありますと必ず裁判所の判断が最後でございますので、それを離れて私どものほうで確定的に申し上げるのはなかなか難しいということをお理解いただければと思います。

○増島専門委員 ありがとうございます。

ここからほかの方々が具体的にどのようにそこを解決していくのかということをお聞きしたいので、まず私のほうではこの回答で少し論点を明確にさせていただきました。ありがとうございます。

○法務省（笹井参事官） 法務省ですけれども、増島委員から利息制限法のことについても御質問がありましたので、続けて私から。

○増島専門委員 そうか、担当が違ったのですね。申し訳ありません。

○法務省（笹井参事官） 民事局でございます。

3つ目の御質問は、再計算が必要かどうかという御質問だったかと思います。回答は簡潔にと言われたところではありますけれども、少し前提からお話をさせていただければと思います。

ここはもう増島委員は十分御承知のとおりで、釈迦に説法というところもあろうかと思っておりますけれども、通常の利息制限法といいますか、通常の融資における利息契約の定めは、元本の使用期間に比例するような形で設けられていると思いますので、例えば何%と定めて1年の約束だったけれども、半年の6か月で繰上返済がされたという場合には、その利率の比例に従って半年分を取得する。後半の実際には使われなかった部分に関しては、136条2項に基づいて利息とは別の形で取れるのか取れないのか、実害があればその利益をどのように補填するのかということが問題になってくる。したがって、利息制限法の再計算という問題が生じないということだろうと思います。

それに対しまして、今、問題になっております新株予約権の場合には、比率によって定められているわけではないのでこういう問題が生じてくる。その比率によって定められていないものが利息制限法上の利息に当たるのか当たらないのかというのも一つの論点であらうかと思っておりますけれども、多くの文献等によりまして、今のところ私どもで調べたところによりまして、そういった比率のような形で定められていなくても利息には該当するということですので、したがって、この問題が出てくるということかと思っております。

少し前提が長くなりまして、そういう意味では結論があまり充実してなくて恐縮なの

ですけれども、今、この問題について、利息というものが一般的には比率で定められているということを前提に恐らくこれまでの多くの文献における議論がされてきたと思いますので、現時点で今、この問題について法務省として自信を持ってこういう考え方であるということを申し上げるだけの十分な確立した考え方というのではないのかなと思っております。

ただ、先ほどの比率によって定められているものとのアナロジーといえますか、パラレルに考えていけば、半年分でかつ新株予約権という固定的なというか、比率によって変動しない一定の額を持っているものも利息に当たるのだということを前提にして考えていけば、半年分で例えば15%だったら15%を超える経済的な価値を受けるということについては、やはり形式的には利息制限法違反の問題が出てくるのではないかと思いますという考え方を取るほうが素直なのではないかという感じはいたします。

ただ、このときにどの部分が無効になるのか、無効になった場合に何を返還する必要があるのかというのはまた次の問題として出てくるのかと思います。これが例えば新株予約権が複数の単位から成っていて、1年間で複数単位の新株予約権を付与するということになっていたのだけでも、半分の半年で返済されたので新株予約権の半分を放棄しますという形にするのか、あるいはここはきれいに割り切れるかどうかという問題もありますので、その部分を例えば価格で償還していくのかとか、様々な問題が出てくるかと思っておりますけれども、そもそもこういった比率によって定められていないものについてどのように考えるのかというのが、先ほど申し上げましたようにあまり私どもが調べた限りで十分に学説、あるいは判例等の蓄積があるわけではなく、また、無効になった場合にどこまでどういった形でその無効部分が無効であるという法律関係を反映させていくのかというのは、まだ十分な見解が確立していないのかなと思っております。

私からは以上です。

○増島専門委員 ありがとうございます。

そうすると、この議論を出資法の議論と利息制限法の議論の2つに分けた上で、それぞれについて法務省としてよく分かっていない部分、もしくは確たる回答ができる状況では必ずしも現状ないというまとめかと思いましたが、私からはその現状の確認という意味ではこれでひとまず結構です。ありがとうございます。

○落合座長 どうもありがとうございます。

法務省のお二方に私からお伺いしたいところではあるのですが、先ほどおっしゃっていただいた裁判所に判断をしていただくという大前提ということ自体はよくこのワーキングでも議論させていただいているところでもありまして、それはそれで存在するところではございますが、一方で、過去にAI契約のレビューのガイドラインであったり、そういった見解をお示しいただいたことも法務省としてあったように思いますけれども、そういった前例についてはどのように捉えておられますでしょうか。

また、署名・押印・対面などのときにも、書面であったり電子署名について、御見解を

まとめていただいたことがあったと思いますが、いかがでしょうか。法務省様、どちらからでも結構ですが。

○法務省（笹井参事官） 取りあえず民事局からですけれども、見解をまとめるということ自体について、もちろんそれはどこまで法曹界なり学界なりの考え方がある程度固まっているかどうかということにもよるかと思います。ちょっと私もAIなどは十分把握をしておりますけれども、もちろん何か御協力できることがあれば御協力するとか、考えてみるということは可能ではあるかもしれませんが、今、申し上げましたように、利息制限法については、こういった新株予約権付で融資をするという実務がそれなりに広がっているのかもしれませんが、私も十分に把握はしてございませんけれども、それが十分に今、学会なり文献なりで展開されているかというところ、そこまでもないのかなとは思っています。

今回のこういったお声かけがありましたので、頂いた資料や幾つか弁護士さんが書かれたものなどはあるのかなと思っておりますけれども、法務省として見解をこうですということでお示したところでそれがどこまでの意味を持つのか、どれだけの権威を持つのかというところ、甚だ怪しいところかなとは思っております。

取りあえず民事局からは以上です。

○法務省（吉田審議官） 今の御指摘いただいた点について刑事局からも申し上げますと、先ほど御指摘になったケースでどのようなものがつくられたかというのは私のほうで今、承知していませんけれども、基本的に犯罪の成否に関わることについて法務当局のほうで何かガイドライン的なものを示すということは基本的にはしていないところでございます。

先ほど申し上げたように、実際に収集される証拠によって様相が変わりますし、また、刑罰法令の適用となりますと必ず裁判所の判断がございまして、そこから離れて法務当局として見解を示してもあまり意味がないのを超えて、逆に誤解を招いたりする可能性もございまして、その点については我々としては慎重に考えざるを得ないと考えているところでございます。

以上でございます。

○落合座長 ありがとうございます。

少なくとも民事局様からは一定程度検討の余地の御回答をいただいたように思っておりますし、弁護士法の場合ですと、弁護士法72条の話でございましたが、そちらは弁護士法77条において懲役刑までかかっている刑罰がついているかなと思いますので、今後の御検討に当たって、改めて持ち帰って御検討いただけるといいかなと思っております。

○法務省（笹井参事官） 1点補足させていただきますと、検討の余地があるというのか、抽象的にはそういう例があるということは承知しておりますけれども、申し上げましたようにあまり確立していないところで法務省だけが見解を示したところで、それが裁判所が受け入れるものになるかどうかというのは甚だ怪しいところでもありますし、我々の見解

にどれだけ権威があるのかという点と疑わしいかなとは思っているということをお願いいたします。

○落合座長 ありがとうございます。

多分謙遜され過ぎではあると思いますが、その間に研究会を開催していただいたりして学説の先生方にも御研究いただいてもよろしいかと思っておりますので、それはまたここで改めまして、次に、川本委員、お願いいたします。

○川本専門委員 ありがとうございます。今日の御説明、皆様、感謝申し上げます。

私から、今のような非常に詰めた法律的な論点は最終的に解決していく必要があると思っておりますが、全体的な方針について金融庁さんに2つほど質問をさせていただきたいと思っております。

一つは、もともと三井住友銀行さんの御説明にありましたように、利息制限に係るこの2つの法律というのは、言うまでもないことですが、経済的弱者、特にイメージとしてはいわゆるサラ金のようなものを想定して、個人の困窮したところにつけ込んで略奪的にお金を取り上げるという行為に対する規制であるということだと理解しております、本来、こうしたまさに日本のイノベーションを進めるべくいろいろな金融手法を考えていかなければいけないというコンテキストのファイナンスの新しい仕方について、これがかかってしまうというのはやむを得ないことかもしれませんが、本来の利息制限に係る2つの法律の法目的とは全く異なるところで生じている問題であるということだと思っております。

三井住友銀行さんの御説明の中にもありましたように、立法例を見れば、カリフォルニアの例でも法人向けの融資についてはそういう利息制限の規制は適用しないというカーブアウトを行っているということだと思っておりますので、方向としては今日のようないろいろな法律的な議論は詰めていくということで、金融庁さんとしても毎年の事務方針でベンチャーデットについて拡大を目指すという大きな方向を出されているので、金融庁さんとしてもそういったカーブアウトを明確にしていく。場合によっては、本来、べき論から言えば、もしどうしても法律上の問題が障害になるのであれば、法改正についても視野に入ってくる話ではないかと思っておりますので、金融庁さんのそういうスタンスについて、これは今、実態を調べられているという段階だと理解しましたがけれども、スタンスとしてはカーブアウトを明確にしていくと、カーブアウトがどうしてもできないのだったら法改正も視野に入れているというのが金融庁さんとしての、これは政府の中の相談が必要ですがけれども、スタンスだと理解してよろしいかというのが第1点。

それから第2点は、そういった明確化をしていく中で、先ほどのベンチャー企業のアイリス様の御説明にもありましたように、ストックオプション付の融資というものについて、現場はどんどん進んでいるという印象でございました。実際に区分会計をしたいのだけれども、そのコストがちょっとかかってしまうというところまで今、実態は進んでいるということで、ここら辺について扱いを透明化・標準化していかないと、ベンチャーデットは市場として広がっていかないということで、イノベーションも進まないということだと思

います。

先ほどのアイリスの方の御説明の中でももうかなり論点が明確になっているということですので、ここは金融庁さんとしても調査報告の公表というスケジュールをお考えだとは思いますが、可能な限り速やかにこの透明化・標準化についての具体的ステップを取っていただくということについて、これもスタンスの問題ですけれども、そういうことで理解してよろしいかという2点を御質問したいと思います。

○落合座長 ありがとうございます。

川本委員、2つ目の御質問は評価のほうの話。

○川本専門委員 失礼しました。そのときで結構でございます。

○落合座長 分かりました。

では、金融庁様、1点目のほうをお願いいたします。

○金融庁（尾崎審議官） 金融庁の尾崎です。ありがとうございます。

まず1点目の中の1点目ということになるのですかね、新株予約権付融資、ベンチャーデットを推進するために非常に重要であるということに関しては我々もそのとおりであると思っております、それが何らかの障害があるということであれば、そういったものを可能な限り取り除いていくというふうには考えておりますので、その点については先生がおっしゃるような方向性であると考えております。

それから、2点目のカーブアウトの議論なのですけれども、これは法務省さんがおっしゃっていたことの繰り返しになるのですけれども、結局特定の新株予約権付融資が利息制限法や出資法に抵触するかどうかというのは個別具体的なスキームに応じて最後は裁判所で判断されるということになりますので、金融庁のほうでこれをカーブアウトするといった方針や指針を仮に示したからといって、それは全く裁判所の判断を拘束するものにはなりませんので、そういう意味では先生がおっしゃっているように、これがもし駄目ならばというその駄目なほうになるのかと思います。

最後に立法論ということになってくると、これはもちろん法務省さんと一緒にやっていくという話かと思えます。ただ、相手が法人であっても利息制限法、出資法の過去の歴史について御存じの方も非常に多いかと思えますけれども、高利の貸付けが債務者である個人だけでなく法人も含めて苦しめたという経験の中から、規制の潜脱を防止ということも含めて利息の定義を幅広く取ってくるという考え方の下で運用がなされてきたし、法律もそもそもそういう考え方の下で制定されてきたのではないかと考えております。したがって、今後、この問題についての立法論的な議論をしていくということに関しては、こういった歴史的な経緯に鑑みて、幅広い国民的なコンセンサスといったものをつくり上げていく必要があるのではないかと考えております。

私からは以上です。

○落合座長 川本委員、よろしいでしょうか。

○川本専門委員 先ほどの裁判でないとは分からないので全くガイドライン的なものは出せ

ないというところについては、我々としてはもう少し検討の余地があるのではないかと考えておりますので、その点はこれからまた議論ということだと理解しました。

○金融庁（尾崎審議官） すみません、もし誤解を与えたのであれば修正したいと思えますけれども、ガイドライン的なものが無意味であるということを行ったわけではなくて、私は先生がおっしゃったカーブアウトという議論が何か金融庁がルールを定めればそれで確実に抜かれるという趣旨でおっしゃったのかと思ったので、それはそういうことではないだろうと考えています。

例えばガイドライン的なものを設けることで裁判所がそういったものを参考にする可能性があるのかどうかというのはまた別の議論かと思えますので、全く意味がないと申し上げたのではなくて、我々がルールをつくれるのかということ、それは我々が何か指針を出せばそれがルールになるということではないということをお願いしたいという次第です。

○川本専門委員 分かりました。

何らかのルール形成について、金融庁としてぜひ貢献していただくことを期待したいと思えます。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

利息制限法と出資法そのものは金融庁様の直接の御所管ではないので解釈を示す権限がないという御趣旨かなと思いましたが、貸金業法などはいけると思うのですけれども、そこだけで今回の問題は解決しないのではというお話もあったのかなとは思いましたが、ただ一方で、川本委員からは将来の在り方みたいなものも含めて考えていただきたい、というお話もあったと思いますが、これは金融庁様におっしゃられていましたけれども。法務省様にも向けてというものでもある、ということになりますでしょうか。

○川本専門委員 そのとおりです。

○落合座長 分かりました。ありがとうございます。ちょっと法務省様に御質問はいたしません、そういう御趣旨ということです。

では、岩崎委員、お願いいたします。

○岩崎専門委員 岩崎です。私からは金融庁様と岩手銀行様にお伺いしたいと思います。

まず、金融庁様につきましては、川本委員とも重なるのですけれども、裁判になるかもしれないというリスクがあるのだったら、やはり銀行といたしましても新株予約権付融資に二の足を踏み、どうしても本格的に参入できないと思えますので、例えばいろいろな関係者による研究会を立ち上げて、そこでの議論を基に適法となるようなベストプラクティスを公表するといった取組が考えられると思うのですけれども、その点についてどうでしょうかというのがまず金融庁様への御質問です。

2点目に、岩手銀行様へなのではございますけれども、全銀協様からの説明にもありましたように、これから大学発スタートアップがすごく活発に全国で立ち上がっておりますし、また、地域の課題を解決するスタートアップも全国で立ち上がっておりますので、そういったス

スタートアップの資金調達先としまして、地域の銀行が果たすことができる役割はすごく大きいと思っております。また、そのツールとしまして新株予約権付融資が有力だと考えられます。

そこで、岩手銀行様には、こういった融資をめぐる法務面の不明瞭、いろいろな課題が解消された場合には、岩手銀行様としても乗り出しやすくなるかどうかということ伺いたしたいと思います。

以上2点です。

○落合座長 ありがとうございます。

では、最初に金融庁様からお願いいたします。

○金融庁（尾崎審議官） ありがとうございます。

どちらかという今回の御質問は事前に事務局と、あるいはちょっとお話を伺った時点で考えたのは、今日は1点目の論点と2点目の論点があって、どちらかという金融庁は2点目の新株予約権の価値をめぐる話について金融庁としてどう考えるのかということをお聞かされたのかと思っていたのですけれども、そういう観点で、先ほど全銀協さんからお話があった中で少し業界のほうでも話をするとといった話がございます、我々ももちろんそういった中で協力するといったことは当然あり得るのかなとは考えております。

したがって、テーマにもよるのでももちろん我々ができることとできないことはあるかと思っております。できることについてはもちろんいろいろ勉強会などを立ち上げるのであれば、参加していくといったことは可能かなと考えております。

○落合座長 岩崎委員、よろしいですか。

○岩崎専門委員 はい。

○落合座長 では、岩手銀行様、岩崎委員の御質問にお願いいたします。

○株式会社岩手銀行（岩淵プランナー） ありがとうございます。岩手銀行のフロンティア事業室の岩淵と申します。今日はよろしくお願いたします。

我々は岩手県を中心とした東北地域を営業エリアとしている地方銀行でございます、現状、我々は地元とか、そういった営業エリアのスタートアップに対する融資というのはもちろん実績がございますけれども、新株予約権を付与した融資というのはあまり普及していないというのが正直現状でございます。

そういった中で、今、論点となっていた利息の該当性であるとか、そういった様々な論点が解消されていくということ、あとはベストプラクティスが見られるということについて、それが一つの論点にはなってくると思いますが、そういったものが示されていくことによって全国的にこういった新株予約権付融資の知見が広がっていくということはあるのかと思っておりますので、ぜひこういった利息該当性や価格の算定の明確化を通じて、適法に新株予約権付融資が行える環境の整備というものは進めていただくということにぜひ期待をしていきたいなと我々も思っているというところでございますし、我々としても新株予約権付融資のスタートアップに対しての資金供給手段の拡大という取組の検

討を進めているという状況でもございますので、そういった環境整備はぜひしていただければなと思っているというところでございます。

私からは以上でございます。

○落合座長 ありがとうございます。

岩崎委員、よろしいですか。

○岩崎専門委員 はい。ありがとうございました。

○落合座長 ありがとうございます。

では、次に堀委員、お願いいたします。

○堀委員 ありがとうございます。私からは全銀協様と法務省様にそれぞれ御質問でございます。

今までの御説明を聞いていますと、非常に不明確な解釈で、このままであるとすると新株予約権付融資というのは出せないという方向性になってしまうのかなという危機感も持っております。

全銀協様には4ページ目の御説明いただいたところに対する御質問なのですが、新株予約権の利息該当性について明確化してほしいという御要望がございます。このうち、そもそも新株予約権付社債であるとする、これは社債については利息制限法、出資法がかからないという解釈が一般化しているということから、これは新株予約権付であったとしても問題がないということになると思うのですが、今回、新株予約権付社債ではなくて新株予約権付融資を行いたいのだということが、これは銀行側としてどの点にメリットがあると感じなのか、どちらのほうの方が優れているということではなくて、新株予約権付社債だけではなく融資もしたいのだということであるとすると、どの点にメリットがあると感じておられるのか、その点をもう少し補足していただけたらなと思います。

また、この商品設計パターンの①、②、③ということなのですが、そのメリットとの関係では、①というのが融資が予定どおり返済される場合には放棄するという場合、この場合だとアップサイドは取れないということになってくると思うのですが、それでもそのようなニーズがあるのかどうか。

また、③のような融資契約と新株予約権付与契約は別だという場合は、例えば締結しているようなケースで別だと言えるのかどうかというのもちょっと悩ましいと思うのですが、このようなケースでもニーズがあるということなのか、究極、ニーズとの関係では②だけなのかどうか、その点を明確化していただけたらなと思っております。

法務省様に対する御質問はこの後でよろしいですか。

○落合座長 分かりました。

では、全銀協様から、今、堀委員から何点か御質問がございましたので、お願いいたします。

○株式会社三井住友銀行（齋藤部長） それでは、齋藤から御回答申し上げたいと思います。

御質問の趣旨としては、まずなぜ社債でなくて新株予約権付融資なのかというお話だったかと理解しております。社債と融資を比較した場合に、まず社債の場合はアップフロントで手数料が結構かかってしまうようなケース、当然社債発行に当たっての諸手続・事務が発生しますので、それに見合ったコストを頂かなければいけないということもありまして、スタートアップ側に株のアップフロントの負担をかけてしまうおそれがあるので、融資のほうを選好されやすいというのがあるのかなと思っています。

加えまして、融資と比べまして、先ほどとも一部重複しますが、ドキュメンテーション等々に非常に時間を要するというのもありまして、手続のスピード感という意味でも融資が選好されやすいのかなと考えております。

そういった意味では、我々は長期の与信だけではなくて短期の資金繰り支援みたいなものも当然併せてやっている中で、社債に関するコスト、もしくは時間が非常にかかってしまうとか、スピード感がないということも踏まえて、スタートアップ様とのお話の中でやはり融資が選好されやすいということで融資に関しての新株予約権付融資というものをこういった形で問題提起させていただいていると御理解いただけるとありがたい。実務的には社債よりも融資のほうの方が非常に簡便に取り組みやすいということと、あとはスタートアップ側にも選好されやすいというふうに御理解いただければと思っております。

2つ目の資料4ページの①や③について、実務上本当にニーズがあるのかというお話なのですが、これはそれほどたくさんあるという実感が実際に営業をやっているわけではございません。ただ、どういうケースであれば利息に該当しないと言っているのかということとは我々としては確認した上で、こういう形であれば利息制限法等の制限を受けないのであれば、営業上使っていけるというコンセンサスをいただけることによる我々のソリューション提案が広がるということでの例示でございますので、物すごくニーズがあるかということ、先生お感じのとおりそれほど大きなものではないですが、こういった形で例示をさせていただいたということ御理解いただければと思っております。

ちょっと別の者から補足をさせていただきます。

○一般社団法人全国銀行協会（外山氏） 全銀協・三井住友銀行の外山と申します。

先ほどの新株予約権付融資で社債ではなく融資のほうを選好する理由というところで補足を申し上げます。もちろんこれは銀行側としては最大限スタートアップの方のニーズに沿った形での御提案をさしあげることになるわけですし、先ほど齋藤から申し上げたとおり、時間的な制約やコストの面などを御相談する中で、むしろスタートアップの方が融資のほうを選好されてということで、御提供することになっている事例が多くございます。

もう一点、スタートアップの方に選ばれやすい御事情としましては、資金繰りに応じて機動的に資金調達を行いたい、利払いを抑えるためにも必要に応じて資金を引き出し、また、必要がなくなった時点で短期で返済してといった枠の中での資金の出し入れを行うことを特に選好されるスタートアップの方にとっては、特殊当座貸越などといった銀行なら

ではの融資の商品を御選好されることが多いということがございます。社債だとなかなかそういった機動的な出し入れがしづらいというところもございますので、選ばれる事例が多くあると理解をしております。

1点だけ補足でございます。

○堀委員 大変よく分かりました。ありがとうございます。

そうすると、新株予約権付社債だけではなくて新株予約権付融資というものを正面から認めていく必要性がやはり実務的にあるということだと思えます。

その上で法務省様に御質問ですけれども、この①、②、③のケースで、①について、③についてはより融資との利息ということで該当すると判断する必要性はないのだろうと思えますし、②についてもあくまでも利息というのが元本と使用期間に応じて一定の利率によって支払われる金銭、その他の代替物だと解釈されていることからすると、こうした新株予約権というのは利息に該当しないと整理することも十分考えられるのではないかと思います。この点について法務省さんの見解を教えてください。①から③のそれぞれのケースについて、該当しないと言い得るのではないかとこの観点でお答えをいただきたいと思えます。

○落合座長 そうしましたら、法務省様、お願いいたします。

○法務省（笹井参事官） 法務省です。

冒頭、非常に不明確ではないかという御指摘がありましたけれども、そういう意味では対価としてであれば新株予約権が元本使用の対価としてであれば利息に該当するということとか、あるいは通常の金利と違って期間に応じてもらえるものが増えていくというわけではないけれども、しかし、そういったものも利息制限法の利息に該当し得ると一般的には考えられているということだとは思えますので、あとは、先ほど私は繰上弁済みたいなものがあつたときにその後の法律関係がどうなるのかというのはなかなかあまり確立した考え方ありませんねということは申し上げましたけれども、利息該当性という意味では冒頭申し上げたとおりだと思えます。

その上で、対価性があるのかなのかというのは法解釈の問題というよりはむしろ個別の事案の当てはめの問題になってきて、それは新株予約権という財産の性質に応じてというよりは、より一般的に存在している問題なのかなと思っております。

その上で、①から③についてということなのですけれども、今、申し上げましたようにこれは結局個別事案の認定問題になってくるかと思えますので、一概に①から③までで当たるとか、当たらないというのを申し上げるのは非常に難しいのかなと思えました。

この①から③の類型がされておりますけれども、それ以外に例えば契約に至る事情としてどういったものがあるのかということもあろうかと思えますので、申し上げたようになかなか一概にお答えするというのは難しいのかなと思えます。

ですので、その程度の問題としてということに、つまり一概に私が今申し上げたからといってそのように認定されるということには必ずしもならないのではないかとこのことで

はありますけれども、それでもお尋ねですので、できる限りのことで申し上げますと、まず①については、これも直感的なものにはなりますけれども、最終的に弁済がされたときに新株予約権を取得して、それを換価してみたいことが想定されているわけではなく、弁済を受ければそれでいいのです。言わば「保全」と書いてありますが、担保というか、そういうものだと思いますので、直感的に言えばこれは利息には当たらない、元本使用の対価として性質づけるようなものではないのではないかという印象を受けました。これを逆に債務不履行があった場合にどうなるのかとか、清算義務があるのかということによってもまた事情は若干変わってくるのかもしれませんが、そういう印象を受けております。

もう一つ、③のほうにつきましても、「融資契約と連動するような条件が無く」というのが、私の趣旨の理解が不十分でしたら御指摘いただければと思いますけれども、恐らく新株予約権を付与されたからといって、別に例えば融資の金額が変わってくるとか、融資の利率が変わってくるといふこととは関係ないという趣旨なのかなと思いますけれども、かつ、別であるということであれば、確かに融資契約部分と独立性があると認められる可能性のほうが多いのではないかという、どちらかというところという方向の対価性を否定するような事情になるのではないかと感じます。

ただ、企業間において、銀行と融資を受ける銀行においてなぜ新株予約権が付与されたのかということをおそらく認定に当たって裁判所としては気にするのかなという感じもいたしますので、これは融資契約と連動していないという条件の設定がされておりますので、そういうことであれば、先ほど申し上げたように対価性というのとは否定されるのかもしれませんが、そういう意味では新株予約権を付与しなくても同じ条件で貸せたということなのだとして、その新株予約権というのはどういう理由で付与されたのか、それが全く別の理由で付与されているのだということであれば、それは全く元本使用との対価性というのとは否定されていることになるのだろうけれども、その点の説明が恐らく裁判所の認定に当たっては一つのポイントになってくるのかなと思います。

②についてですけれども、これは私の理解が十分かどうか分かりませんが、②の想定として、こういったものが元本使用の対価としてあくまで付与されているのだと。対価として付与されているのだけれども、その付与された新株予約権の行使について一定の制約があるということなのだといいたしますと、そういった制約があるとしても、あくまでその元本使用の対価として付与されているのだということであれば、先ほど申し上げた一般論からすると利息に該当すると認められる可能性はあるのではないかと思います。

ただ、そこは一方で、これは次のテーマの問題かもしれませんが、こういう制約を受けているということが新株予約権の評価にどう影響してくるかという問題はあるかだと思いますので、結果的に非常に換価性が低くて、しかも行使できるタイミングが非常に低いということ踏まえて評価された場合に、結果的にはその価値に対して低い評価しか与えられないということになれば、結論的に言えば上限の利率を超えないという可能性は

あるかと思えますけれども、まず利息該当性という観点から言えば、その対価として付与されている以上はどれだけ制約されていたとしても一定の何らかの経済的価値はあるのでしょうから、それは利息に当たると言わざるを得ないのではないかという印象を受けます。

ただ、これも繰り返しになりますけれども、やはり最終的にはこれは法律の解釈の問題というよりはその対価というものを認定するかどうかという個々の事情の当てはめの問題になってくるかと思えますので、私が今申し上げたのは、あくまでお尋ねがありましたので一つの印象として申し上げましたけれども、最終的には個別事案の判断かなと思っております。

私からは以上です。

○堀委員 2点だけ、今の点なのですけれども、②の解釈について、法務省さんの見解は単に元本使用の対価かどうかというところで判断されているようなのですけれども、元本額と使用期間に応じて支払われるものというのが利息であるはずで、1回付与の時点で一定の量の新株予約権が付されて、これが元本使用に応じて支払われていくということではなくて、最終の権利行使条件のタイミングでキャピタルゲインが得られるというものはやはり利息としての性質を欠くのではないかと感じます。この②の点についてはもう少し議論をしていただきたいなと思えます。これは意見です。

もう一つは、①、②、③ということで今、個別事例でおっしゃっていただいた点は、あくまでも個人的なということでお話しいただきましたけれども、規制改革の中でも別途弁護士法との関係でこれも当てはめの問題だという前提を置きつつも、法務省様としてAI使用の場合にこれが鑑定に当たるのか、あるいは何らかの弁護士法に違反するのかどうかという点についての解釈を、一定の見解を基にガイドラインを作られたという前例もあると思えます。この①、②、③、あるいはそこに敷衍してどういうものが利息に該当するのか、しないのかということについて一定の方向性をお示しいただくということだけでも、紙にさせていただくのは有用ではないかと感じました。この点はぜひ御検討をお願いしたいと思います。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

そうしましたら、時間が少し押してきましたので、新株予約権の利息該当性についても引き続き意見がある委員の方々からは御意見をいただきつつも、新株予約権の価格算定についての質疑にも入らせていただきたいと思っております。最初に新株予約権の価格算定の話の御質問が出てきたところで、川本委員の御質問にも答えていただくようお願いしようかなと思っておりますが、藤本委員はどちらの論点になりますでしょうか。利息該当性の話でしょうか。

○藤本専門委員 どちらかというとならに両方に関わる話にもなるかなと思っております。

○落合座長 分かりました。

では、藤本委員に御質問いただいて、その後、金融庁様に先ほど川本委員の2点目の御

質問の御回答を待っていただいていたので、そちらも併せてお願いしたいと思います。
では、藤本委員、お願いいたします。

○藤本専門委員 私のほうは時間も押しているということもあり、簡潔に1点です。

この実施のスケジュールというところを御確認できればと思っております。といいますのも、昨年の調査も結果が出ていますけれども、いわゆるベンチャーキャピタルのファンドのところの組成が去年は減少しておりまして、これからさらにスタートアップにおける資金調達というところは難しくなってくるのではないかと思われています。かつ、地方のスタートアップというところもすごく増えていまして、今、私も九州のほうにおりますけれども、これからより期待されていく中で、地域の金融機関というのが難しくなっていく資金調達の中における重要な役割を果たすということは明白かなと思っております。

一方で、今日のこの議論をお伺いしていると、なかなか決まらない、決められないと進められないという鶏・卵みたいな議論が続いているような感触を受けています。待ったなしという状況において、金融庁さんと法務省さんのどちらにもお伺いしたいのですけれども、来年度内や2025年の中でよりスピーディーにこの件を解決できる、もしくは方向性を何らか決めていくというところでどのように皆様のほうで準備をされていくのか、もしくはお考えなのかというところをお聞きできればと思います。

○落合座長 分かりました。

そうしましたら、金融庁様と法務省様の両方ですかね。川本委員のものもあるので、金融庁様から先に答えていただいて、その次に法務省様、お願いいたします。

○金融庁（尾崎審議官） 先ほど後半のほうで出した件ですけれども、特に2点目のほうで既に新株予約権の価値評価の話に入っているのだと考えておりまして、そちらのほうで専門家の方々にベストプラクティスを積み上げていくといった形ができてくれば、裁判所もそういったものを参考にする可能性が高まってくるのではないかと考えています。

既にある民事法・刑事法の解釈に関わる問題なので、法務省さんも繰り返しおっしゃられておりますように、我々のほうで何かルールを決めるということができるわけではなくて、どうしてもプラクティスをしっかり積み上げていくという中で、裁判所がそういったものを重視していくといったことをやっていくことが重要なのかなと考えております。

価格算定のような非常に専門的な話になってくれば、それは専門家の方々が集まって議論をして、これまであまり具体的なプラクティスというものが積み上がっていないのだと。積み上がっていればそれをまとめることが非常に有益で、これは法務省さんからもお話があったかと思うのですけれども、仮にそういうものが十分でない場合であっても専門家の方々が議論するというので、一定の影響力というものを期待するといったことはあり得るのかなと思っておりますので、特に全銀協の皆様方から話がありますように、共通の理解といったことで例えば議論が行われるということであれば、我々としてもそれに参加していきたいと考えています。

それから、区分経理の話は、今回、この件については我々のほうで答えをするというこ

とを期待されていないという整理で事務局と話をしているので、我々もそのための人や準備というものを用意しておりませんので、この件に関してはお答えすることはできないと考えております。また別途の機会で事務局さんからお話があれば、こちらのほうでそれを準備するという形にしたいと思っています。事前にそういう整理になっていたかと思いませんので、失礼いたします。

○落合座長 ありがとうございます。

藤本委員、よろしいですか。

○藤本専門委員 はい。

ただ、今の御回答ですと、積み上がってきたらそれをまとめて解決するとなるとあまりスピード感を感じられないというのが正直あります。結構待ったなしの状態かなと思っていて、これはどなたが旗を振っていただけるとより速く進んでいく、事例の積み上げについても誰が収集していくみたいなどころがあるのかということの見解をお聞きできればと思います。それは金融庁さんにお伺いするのが適切でしょうか。

○落合座長 そうですね、一応先ほどの金融庁様からの御回答への更問いなので、金融庁様。

○金融庁（尾崎審議官） 私からお答えします。

こちらは恐らく全銀協さんからお答えがあるのかなと思いますけれども、先ほど申し上げましたように、既に十分なプラクティスが積まれているかどうかはともかくとして、一定のプラクティスがあるのだと思っています。したがって、そういったものの中から一般的な良いベストプラクティスといったものを文書化するということは考えられるのかなと思っていますので、この点に関しては恐らく全銀協さんから何らかの方針があるのかなと考えておりますので、恐らく全銀協さんにお話をいただくのがいいかと思っています。

○藤本専門委員 なるほど。

では、これはリードしていくのは金融庁さんではなく、あくまで全銀協さんがリードされていくということになるのでしょうか。

○金融庁（尾崎審議官） 基本的にいろいろな論点があるかと思いますが、少なくとも新株予約権の価値がどうなるかということに関しては、何か我々の規制がどうであるとか、金融庁がこの件に関してエキスパティーズを持っているわけではなくて、実際に実務をやっておられる方に専門性があるかと考えておりますので、彼らの中でまずは何がベストプラクティスか、何が新株予約権の価値の評価として適正なのかといったことについて議論していかないと、この問題は議論が始まらないのかと考えています。

○藤本専門委員 なるほど。

では、もう少し聞きたいことはあるのですが、ほかの方におつなぎします。

○落合座長 あと、全銀協様も今、金融庁様からあったので、お願いいたします。

○株式会社三井住友銀行（齋藤部長） 三井住友銀行の齋藤でございます。

プラクティスを積み重ねるという視点でも、ぜひ早急に実務家で集まって、我々が持つ

ている事例、他行さんが持っている事例を集めて協議をしていく、その中で答えを見いだし、していくというのを早急に着手するというのであれば、全銀協としてもぜひやっていきたいと思っておりますので、ぜひ金融庁さんと一緒にやっていければと思っております。

私からは以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

今、全銀協様から、金融庁様と一緒にやっていきたい、ということではありましたが、いろいろ御対応いただけるということでしたので、金融庁様は、それは御協力いただけますでしょうか。

○金融庁（尾崎審議官） 全銀協のほうで立ち上げていくということであれば、我々ももちろん参加していきたいと思っています。

○落合座長 ありがとうございます。

あと、藤本委員から法務省にも聞かれていましたね。

○藤本専門委員 できればなのですが、ちょっと時間もあるので、もしかしたらほかの方の中でカバーいただいても大丈夫です。

○落合座長 ただ、今のも大事な点なので、法務省様も今の藤本委員から御質問の点について、御見解をいただけないでしょうか。

○法務省（笹井参事官） 私たちはどちらかというといわゆる基本法みたいなものを所管している立場で、今回、利息制限法を持っていたということもありまして、利息制限法の該当性について見解を述べよと言われた立場で今日は参加しております。そういう意味では、例えば何らかのベンチャーデットとか、そういったものをスタートアップについての金融資金調達方法として促進していくという政策的な問題について私たちが旗を振るといふ立場ではないのかなとは理解をしておりました。

ただ、これは別にこの問題に限ってではありませんけれども、我々は基本法を持っている観点から、他省庁の政策的な課題に協力せよと言われれば、これまでも協力してまいりましたので、先ほど申し上げましたようにこの問題の性質上我々に何ができるのかという問題はありますけれども、私も事前に何か聞いていたわけではないですが、今、お話を伺ったところで全銀協が何かするので協力せよという話になるのであれば、それは何ができるかという問題は考えていきたいと思えます。

○落合座長 ありがとうございます。

そうしましたら、全銀協のほうで引っ張っていただいて、金融庁様、法務省様もそれぞれ御協力いただけるということでしたので、そういう座組で検討を進めていただけるといいなと思っております。

続きまして、増島委員、お願いいたします。

○増島専門委員 ありがとうございます。

今までずっと議論を聞いていて、どちらかというガイドラインの作成みたいなものに積極的に御協力いただけるという方向で全体を進めていけるのかなと思いましたが、事例

の積み重ねの部分で少し御協力いただけるということはありませんでしたが、この論点は省庁さんとするどちらかというコミットメントライン、特定融資枠契約に関する法律というのがあって、これはコミットメントラインについて利息制限法、出資法をばさっと抜くという法律になっているわけですけれども、ああいう形で解決をするべきだと思われていらっしゃるのかということについて御意見はお伺いをしたいということと、もしそうだとすると、立法までどのぐらいの時間がかかるのか。これは法務省管轄なので、金融庁さんというよりは法務省さんなのだと思うのですけれども、最速でどのぐらいでできるのかというのを教えていただけませんか。

○落合座長 では、法務省様、お願いいたします。

○法務省（吉田審議官） 刑事局担当の審議官、吉田から申し上げます。

まず、出資法に関して申し上げますと、この法律は法務省の単独所管ではございませんで、金融庁と法務省の共管ということになっております。したがって、改正をもし仮に行うということになりますと、両省庁で協力しながら検討するということになるだろうと思います。

先ほど民事局から御説明があったように、私どもとしてこの問題は積極的に促進していくという政策的な立場にあるわけではなく、また、知見も限られておりますので、基本的にはこのスタートアップへの金融面からの支援をどのようにやっていくかということは金融を所管している所管省庁のほうで御検討をされ、それを我々のほうでも協力させていただくという形での検討が自然なかなとは考えております。

その場合の検討のスケジュールというのは、これまた先ほど全銀協さんのほうでの検討という話もございましたけれども、どれぐらいかかっていくのかというのはその議論にも左右されるので、なかなか現時点でこれぐらいかかるというのは申し上げにくいと思っております。

以上です。

○増島専門委員 これは金融庁さんのおっしゃるのであれば、金融庁さんに審議会でもやってもらって有識者に議論をしてもらって、来年の通常国会にでも出してもらえという話になると思うのですけれども、先ほど金融庁さんには総論前向きなお話をいただいていたので、仮にそういう話になれば、審議会なりなんなりをやっていただいて来年の通常国会にかけていただけるかどうかというのはいかがでしょうか。

○金融庁（尾崎審議官） 結局は何が必要で、それぞれの方策というのがどれだけの効果があるかという問題なのだと考えております。例えば先ほど全銀協さんが何か勉強をするような形の枠組みを立ち上げて、それで議論していくということでどの程度の問題が解決するのかといったことが一つ考えられると思います。それで解決するのであれば、当然のことながら立法措置というのは様々な面でコストがかかる話ですので、どんなものだろうかということになるかと思えます。

もし仮にそれでは十分に解決できないと考えた場合にこういう立法措置の実現がどの程

度可能であるかということと、それから、どの程度の効果があるのかという両面からも考えられる話かなと考えております。

恐らく釈迦に説法なのだろうと思いますけれども、冒頭も申し上げましたけれども、この出資法と利息宣言法の問題というのは既に長い間、我々も過去に様々な商工ローンの問題であるとか、消費者ローンによる多重債務の問題などの様々な問題を経て現在の形になってきたものであります。ベンチャーデットを提供しようという方々がそういう意思を持ってやっているとは全く思っておりませんが、当然ルールでありますので、一定のルールを使えばそれを悪用しようとする人たちがどうしても出てきて、その犠牲になる人たちが出てくるというのが過去の歴史だったと思いますので、非常にこの問題をうまく区分けをして、社会的に望ましい融資というものを促進して行って、そうではないものをディスカレッジするといったことがどれだけできるのかといったことを考えていかなければいけないし、そういったことを社会の中で説得していかなければいけないものだと考えています。

これまで少なくともこの議論は、私も何度かこの問題には携わってまいりましたけれども、非常に反発も強い論点であると考えておまして、どれだけこの問題について国民のコンセンサスをつくっていくことができるかということが非常に重要な問題で、それはこの問題のこれまでの経緯を考えるとそう簡単ではないのかなとは思っております。

以上です。

○落合座長 増島委員、よろしいですか。

○増島専門委員 スタンスは理解しました。

総論で頑張りますとか、やりますとおっしゃっている割には、やろうとすると引いてしまうというところはちょっといかがかという感じがしておるわけですがけれども、様々な事情の中でそのようにおっしゃるという中で、規制改革委員会としてどういう答申を出していくかということを検討するという事かなと思いました。

ありがとうございます。

○落合座長 ありがとうございます。

では、宮下委員、お願いいたします。

○宮下専門委員 では、私からは委員としての意見を述べさせていただきます。言いたいことは全てチャットのほうに骨子¹をお送りしていますので、御覧になられる方はそちらを御確認いただければと思います。

まず1番目なのですが、デットファイナンススキームの普及というのは非常に重要だというのが私の大前提です。これはなぜかというと、スタートアップの「エクイティ“バラマキ”問題」と書きましたが、エクイティ・ファイナンスを打ち出の小づちだと勘違いしているスタートアップの方が割といらっやって、非常にもったいないキャ

¹ 委員提出資料として掲載

ピタルストラクチャーになってしまっているのですね。後からVCがお金をすごく入れづらいようなキャピタルストラクチャーになってしまっている。エクイティというのは打ち出の小づちではなくて虎の子なのです。だから、自社の成長に本当に貢献できる方に対してのみ付与すべき虎の子なのだということでエクイティをしっかりと使っていただいて、経営の自由度を確保・維持すると同時に成長資金とか運転資金を確保するためのスキームとしてのデットファイナンスはもっと普及するべきだと私は思っています。これが1番目。

では、どうやったら普及するのかというのが2以降なのですが、まず新株予約権付融資スキームにおいて新株予約権が利息なのか、担保なのか、その他、例えば融資組成業務の対価としてのアレンジメントフィーみたいな構成もあるとは思いますが、いずれに該当するかは、法務省さんに認定してもらう前に契約書に書いておくべきことなのですね。当事者間でどう合意されているのかということがまず重要で、まずこれが出発点だろうと思います。

3番目として、オプション価値の評価というのは、私はファイナンスのアドバイザー業務をやっている人間なので私の業務の一つなのですが、これをなりわいとしている者からすると一番ありがたいのは、会計基準等によってブラック・ショールズ式や二項モデルを使ってもいいということが書いてあることが一番重要なのです。つまり、オプション価値評価モデルをスクラッチからつくれとは書いていないのです。だから、ブラック・ショールズ式や二項モデルみたいなものをショートカットして使っているところが我々にとっては一番ありがたいことで、そうすると、次の4番目のところに行くのですが、ブラック・ショールズ式や二項モデルの利用が許容されている以上、いわゆる行使条件が何もついていないような裸のオプション価値、「プレーンバナナ」といいますが、その算定というのは全然難しくないです。何が困難かということ、それに複雑な行使条件が付されているオプションの価値評価というのは結構アートの作業が入ってくるので、一気に難易度が上がります。

なぜこういうことをやるかということ、括弧の中にも書きましたが、特に取得者側からするとオプション価値を下げることに對するインセンティブを持つのです。それはなぜかということ、受贈益リスクを回避したいので。なので、行使条件をつけながらオプション価値を下げるようなオプションを発行したいというニーズがあります。

以上を前提に、5番目なのですが、私は次のような進め方がいいのではないかなと思います。まず最初のブレットですが、スキームの組成側、これは金融機関ですね、あとは利用者側であるスタートアップ、さらに専門家から成る検討会をまず組成していただく。問題は、当該検討会の中で何を検討・議論していただくかなのですが、私が重要だと思うのは、新株予約権付融資スキームそのものの標準化をしっかりと検討していただきたい。この標準化の中で、オプションの価値を合理的に設定できるような行使条件を検討していただくというのがいいだろうと思います。

なぜ標準化を検討していただくのがいいと思うかという、金融というのは手段なのですね。目的ではない。金融というプラットフォームの上にいるいろいろなビジネスというコンテンツが乗って行って全体の価値が上がっていく、これが理想とする制度像だと私は思います。なので、この金融というプラットフォームの仕様を標準化するという方向性がまず重要で、そして、標準化されたスキームにおけるオプション価値評価モデル、評価プロセスというものをガイドライン化していく。そこに当局の方々もオブザーバーとして乗っていただいて、官民を挙げて洗練された実務をつくり込んでいく、これが私は理想的な進め方なのではないかと思います。

先ほどお話を伺っておりまして、コンソみたいなものをつくり上げながら進めていく方向性になるのかなと思うのですけれども、そのコンソの中で何を議論していただくのかということに関して、私の意見なども参考にさせていただければと思います。

私からは以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

引用していただいた部分がチャットのほうに入っているように思っておりまして、これはこの出席者だけしか見られないところがあるので、どうしようかなと思いますけれども、事務局、これは読み上げたほうがいいでしょうか。

○御手洗委員 もしくはこれは同じものを後で委員提出資料にさせていただければいいのではないですか。

○落合座長 では、これは議事録に添付する形を後で事務局に検討していただければと思います。

○幕内参事官 承知いたしました。検討します。²

○落合座長 そうしましたら、要旨は口頭で宮下委員から御説明いただいたと思いますので、その要旨を踏まえて御回答をお願いいたします。

○宮下専門委員 意見なので別に回答は大丈夫です。

○落合座長 いいですか。分かりました。では、それは後で添付ということにいたします。詳細な方法は事務局と相談して、何らか開示できるようにいたします。

続きまして、芦澤委員、お願いいたします。

○芦澤委員 ありがとうございます。

私からも大分いろいろな形で前向き、それからプラクティカルな形の御意見を金融庁、法務省さんからいただきましたので、付け加えて現場からの意見とコメントという形でさせていただきます。

大きく分けて2つあるのですけれども、まず1点目ですけれども、法務省さんということですが、利息制限法及び出資法における利息の価格については、当事者が採用した会計処理・価格算定にとられるということなく警察や裁判所が実態を見る旨の御説

² 委員提出資料として掲載

明があったわけなのですけれども、価格算定について一定の共通理解があれば、司法からも参酌されることになると思いますので、明確化の意義はあるというところを改めてお伝えしておきたいというのが1点目のコメントです。

2点目なのですけれども、私はもともと公認会計士をやっていた関係で実は業界にたくさん知人がおまして、スタートアップ関係も私は幅広くやっているということで、実は昨年8月にEYから出たレポートの影響についてはかなり多くの方から非常に大変なことになっているということを聞いております。

したがって、この話が多くの人たちにとって喫緊の課題であり、EYというある種公認会計士のところからのレポートが出た関係で、会計上怖くてもうこのことには触れられないという声も現実問題悲鳴のような形で上がっているというところをお伝えした上で、先ほどからありますけれども、なるべく早くに会議体、研究会なのか、フォーラムかという形で組成していただきたいということを改めてお願いしたいと思います。

具体的に会計の立場から、現場から言いますと、EYレポートのほうで区分法の処理が望ましいということで書かれていました関係で、先ほどアイリスさんからもありましたけれども、価格算定モデルが非常に難しいということで、簡素化すべきものをつくってほしいという声が強く上がっていると認識しています。現状ですと、さっき200万円から300万円とありましたけれども、企業価値評価やアロケーション、オプション価値算定みたいな形で専門家の力を借りないと会計処理ができないと。さらにそれをオーディットすることにおいて見ていかなければいけないということで、あるべき論でいきますと非常に厳しい状況になっているということです。いかにこれを簡素化した形でできるのか。各専門家の立場からすると原理的な形で主張されると思いますけれども、現在の状況の中でどういう簡素化された落としどころがあり得るのかというところをしっかりと議論していただきたいということを私から意見として申し上げたいと思います。

ですので、こうしたフォーラムの中では貸し手・借り手、それから法律の専門家は今まででありましたけれども、そこに加えて会計監査の専門家も入れていただき、さらに金融庁が関与していただくことによって金融機関の前向きな取組というものも引き出していただきながら進めていっていただきたいというところを改めて意見として申し上げたいと思います。

長くなりましたけれども、以上です。よろしく願いいたします。

○落合座長 ありがとうございます。

今、御意見ということでいただいたのですけれども、ただ、すごく大事な点でもありますし、金融庁様にも何らかお答えいただいたほうがいいかなと思いますが、聞いてもよろしいでしょうか。

○金融庁（尾崎審議官） 繰り返しになるかと思いますが、そういった座組に関しては金融庁も参加していければと思っております。

○落合座長 ありがとうございます。

では、御手洗委員、お願いいたします。

○御手洗委員 よろしくお願いいたします。御手洗です。私からは全銀協さんと岩手銀行さんへの質問になります。

まず前段として、新産業創出というのは都市部だけでなく既存産業が衰退してきている地方でも非常に大きい課題なわけですけれども、今のところVCなどがそろっていて資金調達がしやすい都市部にスタートアップが集中している傾向にあるかと思います。きっと地銀さんなど地域の金融機関の皆さんは新しい融資先という意味でも新事業を育てていくということは非常に重要と捉えていらっしゃるかと思うのですけれども、融資という手段ですと、現実的にちゃんとキャッシュフローが安定していて実績がないとなかなか貸し出しにくいという面があるのかなと思います。

今日、テーマとなっております新株予約権付融資の必要性についてなのですが、非常に必要性が高いということだと思いますけれども、一方で、金融庁さん、法務省さんはこれを通していくのはすごく労力がかかって大変なことだと思いますので、ぜひ金融庁さん、法務省さんを後押しさせていただくためにも、具体的に、例えば新株予約権付融資ができればこの企業をもっとサポートできたのにとか、それができないことでこういうところがうまくいっていないという具体的なエピソードとか、これがないことによって困ったお話など、少しビビッドにお聞かせいただける部分があれば、お教えいただけますでしょうか。

○落合座長 では、岩手銀行様、お願いいたします。

○株式会社岩手銀行（岩渕プランナー） ありがとうございます。岩手銀行の岩渕です。

前提としてですけれども、地方において持続的に成長していくためには雇用を生み出す新たな事業が不可欠であるというのはそのとおりだと思っております、我々としても様々な起業・創業に対する支援体制は整えております。

いろいろな要因があると思ひまして、首都圏に比べてそもそもの地方の我々の管轄するような地域でのスタートアップというのは数が少ないということも考えられていますけれども、そういった財務基盤が脆弱なスタートアップの企業の成長を推進していくというか、加速させていくために、我々としても2015年にベンチャーキャピタルをグループ内で関連会社として立ち上げておりました、今日、いわぎん事業創造キャピタルからも投資部長に来ていただいておりますので、ぜひ実際のそういったスタートアップと接している者から追加で説明をさせていただければと思います、高橋部長、お願いできますでしょうか。

○いわぎん事業創造キャピタル株式会社(高橋部長) このたびはありがとうございます。いわぎん事業創造キャピタルの投資部長の高橋と申します。よろしくお願いいたします。

先ほど事例ということだったので、具体的なお話をさせていただきたいと思うのですが、岩手県内でそういう新株予約権があったら成長できたのになという会社はそんなに多くはないのですけれども、特に岩手県の場合は120万の県民の都市なのであまり大きくないので、東北全域とか、関東圏までちょっと目を広げていって、特にここ5～6年の

スパンですけれども、事業がうまく進んでいない一つの要因としてコロナがあって、ダウンラウンドで資金調達をどうしてもしなくてはいけなくて、何とか資金調達をして事業をスケールに持っていかようとしているときに、ベンチャーデットをもし使えれば、ダウンラウンドの株価を下げなくて資金調達ができたという事例が結構あったのですが、なかなかその手当ができず、苦しんでエクイティーを使わざるを得なかったというので資金調達をしている会社が結構いらっしゃいます。

そうすると、どうしてもダウンラウンドをしてしまっていると、エクイティー目線からすると資金調達はしにくくなっているの、エクイティーをしづらい。ただ一方で、事業成長は図られているので、成長する過程ではもしこのベンチャーデットのような仕組みでより広くリスクシェアができる取組が各地域で出来上がっていけば、そういう企業の育成には資するような取組なのかなとは思っております。

私からは以上です。

○御手洗委員 ありがとうございます。

○落合座長 ありがとうございます。

あと、さっき一瞬全銀協様も映っていましたが、全銀協様のほうでも何かもしいろいろな事例など聞かれていることはおありだと思いますので、もし補足があればお願いいたします。

○株式会社三井住友銀行（磯和専務執行役員） 磯和でございます。

うちの銀行のケースになるので会社名は控えますけれども、逆にうまくいった例みたいなものは御参考になろうかと思えます。例えば我々ですと、まさに³やったのは、九州で宇宙関連のスタートアップ、これは九州大学関連のスタートアップなのですが、おっしゃるように地方になるとなかなかエクイティーで調達するのも金額が大きくなってくると難しくなったりしますので、我々がこの⁴シンジケートでアレンジすることによって地方銀行さんも参加するような形になって非常にうまくいった例もありますので、そういったものも御参考になろうかと思えます。

○落合座長 どうもありがとうございます。

御手洗委員、よろしいですか。

○御手洗委員 はい。ありがとうございます。

○落合座長 ありがとうございます。

そうしましたら、ほかに御意見を求める方はおられますでしょうか。

そうしましたら、本日の議題に関する議論はここまでといたします。委員、専門委員の皆様におかれましては、時間の制約で発言ができなかった御質問等がある場合には、事務局に対して3月6日木曜日までに御連絡をお願いいたします。事務局から所管省庁へま

³ 「まさにこの方法で」と発言していたが、事実誤認のため修正

⁴ 「この手法でもって」と発言していたが、事実誤認のため修正

めて御連絡をいたします。この御質問については事務局のほうで場合によっては回答の公表の承諾を得て公表するということがありますでしょうか。

○幕内参事官 相談したいと思います。

○落合座長 分かりました。内容によりますが、そういう場合もあるかもしれません。

本日は、地方を含むスタートアップの成長のための融資の選択肢拡大について議論をいただきました。新株予約権付融資は、スタートアップにおいては経営権の希薄化を防ぐことができ、金融機関においても新株予約権の行使によるキャピタルゲインを享受し得るなど、それぞれにメリットがある方法だと思います。

先ほど岩手銀行、また、全銀協からも具体的な事例の紹介がございましたが、金融機関がさらに積極的に新株予約権付融資に取り組める環境整備を行うということで、地方を含むスタートアップの資金調達の選択肢を拡大し、また、地方の金融機関の業務というものもしっかり拡大をして、地方創生に向けた成長を促していくということになると思いますので、非常に重要な課題であると思います。

本日の議論を踏まえまして、法務省、金融庁に御検討いただきたい内容を申し上げます。

法務省におかれましては、新株予約権付融資における新株予約権部分が上限金利を定める利息制限法及び出資法における利息に該当するか否か、また、利息に該当する場合におけるこれらの法律関係について明確化を行っていただきたいと思います。例えば本日のワーキング・グループでは、事業者、委員などから融資が予定どおりに返済された際に新株予約権を放棄することをあらかじめ定めているケースは、新株予約権の性質は保全であり、利息には該当しないといった指摘や、融資の期限前弁済によって一時的に上限金利を超えた場合において、事後的に金銭で精算または新株予約権の放棄をしたとしても出資法違反にならないように明確化するべきではないか、そもそも期限前弁済時において金利を再計算する必要があるのかといった点について御指摘がありました。また、元本使用の対価の考え方について、期限の経過と関係なく付与されていることなども、どのように考えているかについても御指摘がありました。

このほか、ワーキングでは委員からの質問に対応して、保全的な性質を維持されている場合の考え方であったり、融資とは別個に新株予約権が付与されているかどうか、独立であるかどうかなどの幾つかの論点で、法務省から一定の解釈の参考になるような示唆が示されたかと思えます。

新株予約権の利息該当性については、最終的には裁判所で判断されるものであり、あらかじめ法務省が見解を示すのは難しいというお話もございましたが、法務省はAI契約書レビューではガイドラインを公表した実績もありますところ、これは刑罰の適用がある法令の解釈についてのものでもありますので、前例というものがあり、これを踏まえてスタートアップ・金融機関だけではなく法学者、法律実務家も交えて所要の検討を行っていただいた上で、本日提起された論点について可能な限り実務の参考になるような見解をお示しいただくようお願いいたします。

金融庁におかれましては、新株予約権付融資における新株予約権が利息制限法及び出資法において利息に該当し得る一方で、その価格算定方法が確立されていないため、どのように上限金利内での融資スキームを設計すべきか不透明であるという指摘を踏まえ、許容される価格算定のルールについて明確化をお願いいたします。

会計処理の部分の難しさについては、芦澤座長代理からも具体的なレポートなども引用していただいた上で御説明があったかと思えます。確かに利息制限法・出資法における利息の価格については、当事者が採用した会計処理・価格算定にとらわれることなく、検察や裁判所が実態を見る可能性がある、といったことを示唆するような御説明というのは法務省からもあったと思えます。検察や裁判所というのは、独自の裁量があるのではないかという指摘であると理解しています。

しかしながら、価格算定について一定の共通理解がある場合には、そういった司法機能からも参酌をされるということになるでしょうし、明確化をする意義はあるところだと思っております。金融行政方針においてベンチャーデットの拡大を掲げているほか、企業会計に関する事項も所管されているということもありますので、金融庁におかれては特に積極的に御知見を御提供いただきたいと考えております。

なお、価格算定方法についてはスタートアップにおける負担も考慮し、できるだけ簡素なものとするのができないか、ということも検討の対象にしていただきたいと思います。

もともと、これまで法務省、金融庁に申し上げてきたことは、政府が確定的にルールを示すことが難しいことも理解できるところでもあります。これは実務の積み上げというのがまだ途上の段階にあるということもございまして、今後、さらに発展していくというものである、ということにも起因するものでもあると思えます。

しかしながら、明確化の手法を取りながら実務を形成していくことによって、より適切な実務形成を図っていくということは重要かと思っておりますので、Q&Aやガイドラインの整備といった方法のほか、全国銀行協会が法務省、金融庁に参加をしていただいて会議体を開催するなどして、新株予約権付融資に関する地域を含む貸し手・借り手、法律、会計、監査の実務家から成る会議体・フォーラムを組成した上で、利息該当性や価格算定等の実務について、適法なものとして許容されるプラクティスというのを取りまとめていき、公表するといったところも考えられるかと思えます。

いずれにしましても、法務省、金融庁におかれましては、関係する専門家や関係当事者などとも協力を行いながら、それぞれ別にではなく一体となって、かつ、スピーディーに御議論をいただきたいと思えます。

その上で、ガイドライン等の整備によって問題が解決できない、十分にベンチャーデットの機能が発揮できないという場合もあり得るのではないかという議論も本日あったところであります。これに関して、ワーキング・グループにおいては融資に係る利息と社債利息の整合性が取れているのかどうか、また、借り手の属性について個人と法人を同列で論じてよいのか、コミットメントラインのような例外法制もあり得るのではないか、といっ

た議論もあり、利息制限法、出資法の射程やテーマごとの特別法制であったり、場合によっては貸金法制のあるべき姿についても、議論になっていたということだと思っております。

金融機関等の喫緊の課題につきましては、現行法の下で解釈の明確化をしていくということにありますので、まずはこれを優先していただくということが最も重要な点になりますが、金融庁、法務省におかれましては、実際の問題解決が重要であるという、つまりベンチャーデットが実際に使われるようになるような環境をどう整備していけるのか、という観点を総合的に考えていただいて、必要な場合においては中期的なものになるとは思いますが、利息制限法、出資法、さらには特別法や貸金法制の在り方についても別途検討を進めていただき、必要な場合においては所要の法整備なども行っていただくことも、御検討していただくということをお願いしたいと思います。

本日は、一般社団法人全国銀行協会様、アイリス株式会社様、株式会社岩手銀行様、法務省、金融庁の皆様には、御説明及び質疑応答に御対応いただきましてありがとうございました。

以上で議事は全て終了しましたので、本日のワーキング・グループを終わります。

次回の日程等につきましては、事務局から追って御連絡いたします。

速記及びYouTubeはここで止めてください。

【別表 2：委員・専門委員からの追加の意見・質問への回答】

No.	質問者	質問内容	回答者	回答内容
1	大橋専門委員	示された新株予約権付融資の商品設計パターンは、個別事例を問わず、経済的弱者である債務者の窮境に乗じた不当な高利貸しでないと言えるか。言えない場合、経済的弱者に対する不当性がないための条件は何か。	一般社団法人 全国銀行協会	スタートアップが事業資金を調達するため新株予約権付融資を選択する際にあたっては、自らの経営判断として、会社法等のプロセスに沿って意思決定していることに加えて、スタートアップが、即時の経営権の希薄化を伴うエクイティ調達のみ依存した資金調達から脱却し、多様な調達手段を用いて事業資金を確保する上で新株予約権付融資がスタートアップにとって重要な選択肢となっていることに鑑みると、不当性はないものと考えられます。もっとも、「特段の事情がある場合を除き、社債には利息制限法1条の規定は適用されない」とした最高裁判決が示すとおり、新株予約権の発行・割当が利息制限法の規制を潜脱することを企図して行われた場合においては、利息制限法等が適用されて然るべきだと考えます。
2	大橋専門委員	No. 1において全銀協が示す条件は妥当か。個別事情に依らず妥当な条件については、ガイドラインに至らなくても、Q&Aとして示すことはできないか。	法務省 金融庁	利息制限法及び出資法は、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、一定の高金利の契約等を規制している。スタートアップに対する融資であっても、不当な高利の貸付けから債務者を保護する必要性は認められ、前記趣旨が妥当するものと考えられることから、利息制限法及び出資法の適用があり得ることを前提に御検討いただく必要があると考えている。なお、社債と融資は性質が異なるので、融資そのものではない社債についての判例を、融資である新株予約権付融資に直ちに当てはめることは、適切でないと考えている。一口に新株予約権付融資といっても、様々な内容、契約形態のものがあり得ることから、その利息の該当性等は、個々の事案に応じて、個別に判断されるべき事柄であり、一概にお答えすることは困難である。