

第5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4月21日（月）16:00～18:28

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、間下直晃

（専門委員）瀧俊雄、岩崎薫里、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）高尾 知達 一般社団法人Fintech協会 常務理事

安部 匠悟 株式会社Fivot 代表取締役

山内 清行 日本商工会議所 企画調査部長

小木曾 稔 一般社団法人 新経済連盟 渉外アドバイザー

若原 幸雄 金融庁企画市場局参事官

齊藤 将彦 金融庁企画市場局市場課長

野崎 彰 金融庁企画市場局企業開示課長

4. 議題：

（開会）

議題1. スタートアップへの資金供給の拡大（社債を原資とする融資等）

議題2. 非上場株式の発行・流通の活性化に関するフォローアップ

（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5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、御出席いただきまして、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報告いたします。構成員の委員・専門委員につきましては、御手洗委員、大橋専門委員、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、本ワーキング・グループ所属委員のほか、間下委員が途中から御出席予定と伺っております。

以後の議事進行につきましては、落合座長をお願いいたします。よろしく申し上げます。

○落合座長 落合でございます。本日もよろしくお願いたします。

本日は、議題1「スタートアップへの資金供給の拡大」、議題2「非上場株式の発行・流通の活性化に関するフォローアップ」について、それぞれ御議論いただきます。

まず、冒頭、芦澤座長代理より御連絡事項がございます。

よろしくお願いたします。

○芦澤委員 座長代理の芦澤です。

落合座長、堀委員、瀧専門委員は、Fintech協会での役職をお持ちですが、本日は規制改革推進会議の委員として出席いただいておりますので、御報告させていただきます。

○落合座長 ありがとうございます。

それでは議論に移ります。

まず、議題1「スタートアップへの資金供給の拡大」についてヒアリングを行います。

出席者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いただきますようお願い申し上げます。

まずは、一般社団法人Fintech協会からヒアリングを行いたいと思います。

本日は、説明者として、一般社団法人Fintech協会常務理事、高尾知達様にお越しいただいております。

それでは、5分ほどで御説明をいただきたいと思います。

○一般社団法人Fintech協会（高尾常務理事） 御紹介いただきありがとうございます。Fintech協会の高尾でございます。お話を申し上げます。

私からは、「ベンチャーデットによるスタートアップへの資金供給の意義とノンバンク社債法の課題」ということで御説明させていただければと思います。

まず、Fintech協会は、フィンテックの支援団体として2014年からミートアップとしてスタートしておりまして、2015年に法人化をいたしまして、現在、10期目を迎えている団体でございます。

今、御覧の9つの分科会を運用しておりまして、会員相互間や金融庁をはじめとする各ステークホルダーとの間で勉強会や政策提言活動を展開しております。本日の議題との関係で申しますと、2つ目のベンチャーデット分科会、あるいは社債ということですので5番目の証券・資産運用分科会が関連いたしますが、私はこれらいずれの担当理事を務めているというところで、本日御説明させていただきたいと思っております。

簡単に自己紹介ですけれども、御紹介いただいたとおり、Fintech協会の常務理事をしておりまして、一方で、ファンズ株式会社という貸付型ファンドのオンラインマーケット、ファンズを運営するフィンテックスタートアップで、取締役、チーフリーガルオフィサーをしております。また、社債でベンチャーデットを供給するFunds Venture Debt Fundというファンドを運営いたしますFunds Startupsの取締役及びファンドのパートナーを務めております。

また、本日の兼ね合いで申しますと、日本証券業協会様の「社債市場の活性化に向けた

インフラ整備に関するワーキング・グループ」のオブザーバーとして、Fintech協会を代表して参加をさせていただいております。

本日は、まずベンチャーデットの現状から御説明できればと思います。

ベンチャーデットの現状ですけれども、去年、2024年の市況観といたしましては、スタートアップ全体の調達額が8000億円弱というところで横ばいであったのに対して、デットファイナンスの額は2300億円ほどに上昇しておりまして、相対的にデットの比率が高まっております。

ただ、狭義のベンチャーデット、これは新株予約権付の融資あるいは新株予約権付の社債を指しますけれども、これについては本ワーキング・グループの2月27日に取り上げられた課題等も存在しており、いまだ十分な供給はなされていないという状況でございます。

スタートアップ向けのデットの供給ボリュームは、エクイティの2割から3割というところが標準的だと言われておりまして、2024年においてもこの水準の中に収まっているところでございます。

また、ベンチャーデットの意義として、究極的にはベンチャーデットの本質はリスク・リターンの調整機能を有するということですので。これは、デットであれば、金融機関が発行するデットから3%の水準、一方で、エクイティに関しては資本コストで見ますと20%以上の成長率が求められてくるということですので、この3%から20%のところはすっぽりとファイナンス手段として抜け落ちている。このスポットにお応えできるようなスタートアップ、エクイティで調達するほどの爆発力はないけれども、デットでやるにはリスクが高過ぎるというようなスタートアップについては、ベンチャーデット、新株予約権に融資あるいは社債を付するというファイナンスが非常に有効に機能する。

これは、大学発の技術を生かしたディープテック等の地域スタートアップの育成にも寄与すると考えております。したがって、地方創生の一手としても有効なファイナンス手法であると考えております。

ベンチャーデットが社会に実装されることによるアウトカムとして、日本の将来の産業基盤を担える有望なスタートアップが全国にも広がり、各地域で産業クラスターが形成されるといったことが考えられます。

このようなアウトカムに向けて機能を発揮すべきベンチャーデットですけれども、ノンバンクがベンチャーデットを発行するにはノンバンク社債法という壁がございます。これは、出資法2条3項が削除・廃止されたことに伴って導入された規制ですけれども、具体的には、右側の資本金10億円以上、かつ、人的要件といたしましては審査業務に3年以上従事した者が2名以上在籍しているというところを満たして、登録を行うことで、初めてノンバンクは社債発行ができるようになるというものでございます。

この規制に関して趣旨が2つあると言われておりまして、まず1つは、社債投資を行う一般大衆の保護ということですのでけれども、この趣旨に鑑みた場合、課題といたしまして、社債権者の人数や属性を問わず一律に規制が課せられており、規制趣旨との関係で過剰だ

と考えております。

あるいは、改正前の出資法2条3項の時代には、いわゆる総数引受けの方法で、社債権者が1人であれば、不特定多数に社債を供給しているわけではないということで、社債発行が認められていたということがありますので、一面では、ノンバンク社債法が施行されたことで逆に規制が強化されたという側面もございます。

これを踏まえて、解決方針といたしまして適格投資家などのいわゆるプロ属性の投資家のみが社債投資家として参加する場合、または投資家数が少人数、50人未満等に限定されている場合には、登録規制の適用を除外することが考えられます。

また、ノンバンク社債法のもう一つの規制趣旨としては、金融仲介業務の公共性というものがあるのですけれども、これを踏まえた場合、幾つかまた課題がございます。まず1つは、ノンバンクがLPS等を用いてファンドを組成し、資金調達を行うような場合、これも一種の金融仲介業務の発揮と言えるのですけれども、これとの比較で、社債で調達する場合になぜ殊更高いハードルが課せられるのかというところの必要性が疑問でございます。

また、公共性として、借手保護です。ノンバンクから資金調達を受ける借手の保護というものが含まれるのだと考えた場合には、借手の属性、法人であるのか、個人であるのかといった属性に着眼されておらず一律規制になっているところが課題だと考えております。

この解決方針といたしましては、借手を法人のみとする場合に登録規制の適用を除外するといったことが考えられます。

また、参考として、第三者を介した資金供給についてもノンバンク社債法は規制をしております。つまり、典型的には、右側を御覧いただければと思いますけれども、親会社が株式融資ではなくて、社債で資金調達を行って、それをもってノンバンクに資金供給をする目的でその社債を調達することは登録ノンバンクに対してしか認められていないというところ です。

ただ、これはノンバンクを抱えているがために、グループの資金調達戦略で社債を封じられることにもなりかねませんので、例えば親会社の実在性、実態性、資本金1億円以上でありますよとか、あるいは子会社側のノンバンクの重要度に応じた考慮も有効であると思います。

これは、そもそもSPCや子会社を形式的に介在させた潜脱規制が趣旨であるので、親会社が社債で調達するというところは、もともとの趣旨からしてもトゥーマッチなのかなと考えております。

小括といたしまして、ベンチャーデットはこれまで構造的にエクイティだけでは成立しないディープテック等の育成にも寄与するファイナンス手法であり、日本各地に新たな産業クラスター形成を実現する鍵を握っているというところでございます。

ノンバンク社債法の規制を合理化することによって、ベンチャーデットの供給主体が増加し、また、ボリュームの増加、用途やフェーズに応じたより柔軟な設計が追求される可能性がございます。

そうした中で、今日申し上げた2つの方向性からの規制緩和措置が適切だと考えております。

最後に、より広い視点で申しますと、ノンバンク社債法の規制の見直し、柔構造化の議論を見た場合には、社債市場の活性化自体でありますとか、あるいは貸金法制そのものの柔構造化も併せて総合的に点検されるべきであると考えております。例えば、シンガポールのMoneylenders Actにおいては、法人融資に限った場合にはそもそもMoneylenders Actを適用しないといった措置が図られていると聞いております。我が国におけるデットファイナンスをめぐる金融仲介機能の洗練化を図るために、積極的な御検討を要望させていただきたいと考えております。

私からは以上でございます。

○落合座長 高尾様、どうもありがとうございました。

続きまして、株式会社Fivot代表取締役、安部匠悟様より、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。

○株式会社Fivot（安部代表取締役） 株式会社Fivotの安部と申します。

私からは、私どもは貸金業者でございますけれども、スタートアップに融資を行っている貸金業者として実態をお伝えできればなと思っております。

まず、弊社の御紹介で言うと、弊社自身もスタートアップ企業でございます、いわゆるベンチャーキャピタルからエクイティの投資を受けながら事業を伸ばしている会社となっております。

私の自己紹介で言うと、もともと証券会社でM&Aのアドバイザー業務をやっておりまして、特に銀行、保険会社のアドバイザー業務をやった後にFivotという会社を創業して代表を務めております。

弊社が提供しているプロダクトがFlex Capitalという名前で、スタートアップに対して貸金業者として融資を行うプロダクトを提供しております。

弊社の特徴として、通常の金融機関では使っていないようなデータを使って、かつ、それをAIで処理することで、素早く効率的にスタートアップの事業性とか成長性を判断して、深いリスクを素早く取るというところが弊社の特徴かなと思っております。

この辺りは少し細かい話ですので割愛できればと思うのですが、様々なデータをAIを活用して分析することで、その会社の成長の予兆、逆に衰退の予兆を素早く検知することができるというところを考えて事業を行っております。

スタートアップ向けの融資の事業は2021年4月からスタートして、ちょうど4年たっているところですが、おおよそ250社以上、恐らく今は300社近くのスタートアップに融資を行っておりまして、累計で93億円の融資を実行してまいりました。

これまで、先ほど申し上げた、深くリスクをデータを使って見逃さないで見る、それをAIが判断するというモデルがある程度効いているのかなというところで、デフォルトは2

件、2000万円で抑えられているところでございます。

ここから、ノンバンクによるスタートアップへの資金供給の意義というところでございます。弊社が見えている範囲で、現状、ノンバンクの形態でスタートアップに対して貸金業登録を融資を行っているところはこの辺りプレーヤーかなと思っております。高尾先生のFunds Startupsさんは、注釈をつけていますけれども、貸金業は取られていない理解ではありますけれども、ファンド形式でベンチャーデットを提供されているということで入れさせていただいております。

直近でも、こういった参入の動きは高まっているというか、増えていると思っています。どうしても銀行だけでは取り切れないスタートアップのリスクをノンバンクの形態で柔軟に取っていくというところが少し増えているのかなと思っております。

なぜノンバンクの参入が増えているのかというところで申し上げますと、3つのポイントがあるかなと思っております。1つは融資における柔軟性というところで、やはり銀行と比べて融資の基準とか、あとは、私たちのように与信モデルをスタートアップに合わせて特化したモデルを作って、それを運用しやすいという柔軟性であるとか、リスクを柔軟にテイクしやすいというところはあるかなと思っております。

スピードの観点でも、スタートアップが求める意思決定に対するスピード感は、数か月という単位ではなくて、可能であれば数日という水準なので、素早く機動的に資金を提供していく必要があるというところや、スタートアップ側も、IPO直前になると話は違いかもかもしれないのですが、ミドルぐらいまでのところで言うと、まだまだCFO、財務専任の人材が存在しなく、そういった状態で複数の銀行と長くやり取りをすることが事業運営上負担になるところもあり、スピード感を求めて、より柔軟な資金提供を求めてくるところもあるかなと思っております。

3点目はテクノロジーの観点で、弊社もテクノロジーを活用してスタートアップのリスクを見抜いて、かつ、それを効率的にやるということをやっておりますけれども、そういった観点でもノンバンクのほうがこういったところの先進的なモデルを活用しやすいところはあるかなと思っております。こういった観点から、銀行単独では取り組みづらいスタートアップ企業へノンバンクが素早く柔軟な資金提供をしているというところは、足元の実績として現れてきていると思っています。

足早ですが、以上となります。

○落合座長 安部様、ありがとうございました。

次に、金融庁企画市場局参事官、若原幸雄様より、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（若原参事官） それでは、金融庁企画市場局、若原でございます。

では、手短かに御説明をさせていただければと思っております。

資料の最初のほうは、スタートアップに対するデットファイナンスということで、既に

高尾様、安部様からもお話がありましたので、かいつまんでいきますと、次のスライドでございますけれども、金融庁といたしまして、これまでやってきた取組といたしまして、実際に2023年度でございますけれども、こういった委託調査等を行いまして現状把握等にも努めてきております。

次のスライドでございます。

こちらは、昨年国会で成立した法律でございますけれども、「事業性融資の推進等に関する法律」でございます。こちらは企業全体を担保として設定するという新しいタイプの法律でございます。

次の次のスライドになります。

こちらは、一番上のほうでスタートアップにも活用し得るということで、有形資産を持っていないスタートアップであっても、企業の将来性等を担保に入れて使える。この場合は、あくまでもデットでございますので、エクイティとは違って持ち分の希薄化を伴わない形で活用できるのではないかとということで、こちらの企業価値担保権につきましては貸金業者も使用できる制度となっておりますので、例えばこういったようなものを来年の施行に向けて今準備を進めておりますけれども、こういったようなことをこれまで金融庁としてはやってまいったということでございます。

では、スライドを進めてください。

本題といたしますか、貸金業関係でございます。直近で貸金関係の議論を行わせていただきましたのが金融審議会の「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」でございます。こちらが昨年の秋から冬にかけて御議論をいただいたところでございます。タイトルでございますとおり、資金決済制度が数多く取り上げられましたけれども、貸金業につきましても、近年の様々な状況の変化を受けまして、新しいタイプのビジネスについて規制がどうあるべきかということをお議論いただいた次第でございます。

上の2つ目の項目でございますけれども、貸金業につきましてこういったものが、先ほどの方々からのお話もございましたけれども、貸金業というのが一律の規制であって、柔構造化されていないということについて問題が出てきているのではないかと。最終的には、リスクに応じた適切な規制が課されるよう、貸金業法の柔構造化についても今後中長期的に検討を深めていくことが望ましいといった御提言をいただいたところでございます。

ちなみに、これは貸金業法と書いていますけれども、それは狭い意味の貸金業法に限らず、ノンバンク社債法のような貸金業に関連する他の法律もこういった検討の射程に入ってくるものだと私どもは認識しております。

次のスライドでございます。

一般論といたしまして柔構造化を進めていくということ自体、審議会でもそういった方向性を示していただきましたので、我々はやらなければいけない課題だと認識しております。ここでございますけれども、個別の話といたしましてのノンバンク社債法でございます。

経緯につきましてお話もございましたけれども、出資法というものがございまして、も

とも社債の発行が禁止されておったところ、平成9年5月にノンバンクに関する懇談会というところで議論が行われまして、そのところで、当時で言うとまだ証取法でございましたけれども、現在の金商法等で、新しいルールの導入等が進んで投資家保護の規定が整備されたということで、解禁していいのではないかと。

また、企業側、資金需要側のほうも、金融仲介の多チャンネル化が求められている。そういう中で一律に社債発行を禁止するのではないという方向性が出たわけでございます、それによりまして平成11年に制定ということでございます。

ノンバンク社債法の趣旨でございますけれども、規制の中身自体は左下のほうにございますが、そういう意味では、どちらかという金商法的な個別の社債権者の保護というよりは、むしろ、懇談会報告書にもございましたけれども、銀行の健全性規制に準じるような、ノンバンクなので当然銀行的な健全性規制はないわけでございますけれども、社債発行等によりまして広く資金を調達して金融仲介機能を果たすというものが、そういう意味で貸出しの行為規制に特化しているような貸金業の規制だけでいいのか、そこに一定の健全性を確保するような規制が必要ではないかということで、こういったものが定められたと私どもは認識しておるところでございます。

したがって、ノンバンク社債法自体、貸金業法の柔構造化等に向けた検討の中でこれを取り上げることは我々も全くもって否定するものではなくて、柔構造化という文脈の中ではノンバンク社債法の在り方自体も今後検討していかなければいけないということは考えておるところでございます。

他方で、個々の社債権者の保護のためという規制では必ずしもないのかなど。銀行の健全性規制的な文脈を多分に帯びておるように、懇談会の経緯でございますとか、あるいは今の規制の内容が、明らかに金商法の特則というよりは、銀行法な、健全性規制的な文脈のかなということに鑑みますと、これを柔構造化するときはどうすべきかということは、そういった規制の趣旨等も十分踏まえながら検討していくことが必要かなと考えておるところでございます。

今回、私どもといたしましては、御要望は承りましたが、要望でいただいた中身につきましては、直ちにそれはそのとおりなのでその方向で考えますというわけにはいかない。もうちょっと経緯を含めた様々な検討を深めていった上で、中身を考えていくべきかと思っておる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 若原様、ありがとうございました。

それでは、議題1について質疑に入りたいと思います。

御意見、御質問のある方は、挙手ボタンにより挙手をお願いいたします。私から指名いたしますので、それから発言するようにしてください。限られた時間となりますので、御質問や御意見、御回答は簡潔をお願いいたします。

岩崎委員、お願いいたします。

○岩崎専門委員 ありがとうございます。岩崎です。

皆さん、御説明ありがとうございます。

私のほうからは、Fintech協会様とFivot様に伺いたいと思います。

まず、Fintech協会様に対しては、資本金要件について3点伺いたいと思います。1点目が、スタートアップに融資を行っているノンバンクの実態について、先ほどFivot様が全部で6社とおっしゃっていたのですが、そちら様でもやはり6社存在するというふうに把握しているのかどうか。そして、資本金の分布がどうなっているのか、例えば、10億円未満の企業は何割程度存在するのかというのが1点目です。

2点目は、ノンバンクにとって融資資金の原資を社債で調達できることのメリットは何ですかということです。

3点目は、資本金要件が緩和あるいは廃止された場合、体力のないノンバンクが市場に参入することになって、そのマイナス影響が生じる懸念はあるのかどうかということについて伺いたいと思います。

Fivot様につきましては、本来であれば、与信審査をクリアして、融資可能なスタートアップがあると、ただ、法規制の影響で融資を断っているといった事態が実際に生じているのかどうかという問題意識が私のほうでありますので、伺いたいのは、もちろん差し支えない範囲で大丈夫なのですけれども、ノンバンク社債法が御社の事業にどのような影響を及ぼしているのか、また、同じく貸金業法についても伺えればと思います。よろしくお願いたします。

○落合座長 ありがとうございます。

では、まずFintech協会の高尾様から、岩崎委員から3点御質問があったかと思っておりますので、そちらからお願いいたします。

○一般社団法人Fintech協会（高尾常務理事） ありがとうございます。

まず、ノンバンクがスタートアップに融資を行っている実態についてというところでございます。私ども、全てを把握できているわけではないと思うのですけれども、おおむね安部様よりプレゼンテーションいただきましたところと同じ所感を持っております。ただ、潜在的には、貸金業を使ってやっていきたい、ベンチャーデットをやっていきたいという話は他社様でも聞いたことがあるのですけれども、ライセンスを持つことのプラス・コンズというものもございますので、別の形態、貸付以外の形態でファイナンスをつけているという会社様も複数存在しているというところかと思っております。

その上で、資本金がどうなっているのかというところですが、こちらについても私も1度調べたことがあるのですが、必ずしも全ての会社様が資本金を開示されているわけではないというところで、正確なところはこの6社様においても把握できていないというのが正直なところではあります。

ただ、具体的に観測できた範囲で申しますと、まず、これは厳密には社債形態ではないですけれども、私がパートナーを務めているFunds Venture DebtのGPでありますFunds

Startupsは資本金が5000万円でございます。UPSIDER Capitalさんについても、ホームページベースですけれども、資本準備金を入れて1億円との記載がございました。

より少し一般論的な話になり恐縮ですけれども、日本貸金業協会様が毎年、貸金業者の経営実態等に関する調査報告書というものを出版されておりまして、その2023年版を私は手元で確認しているのですけれども、貸金業者のうち法人に対して貸付けを行う法人貸金業者がアンケートに答えた社数が700社ちょっとあるのですけれども、このうち資本金1億円未満という会社が466社で、64%程度ですので、法人に融資を行う貸金業者というふうに広く見た場合においても、資本金1億円未満が64%を占めていると言えますので、おおむねこのような実態ではないかと観測をしております。これが1点目でございます。

2点目が、ノンバンクが社債で調達できることのメリットというところですが、ノンバンク自体がベンチャーデットを供給するようになればメリットがあるというところと同様に、やはり資金調査と多様化ということに求められるかと思えます。

それこそ、ノンバンクが一時社会的な問題にもなり、調達が難しくなったときに、社債で調達できていたノンバンクは独立系で生き残ったという話も聞いたことがございますので、社債で調達できない限りは基本的にはデットファイナンスは銀行融資に頼らざるを得ないこととなります。そうなりますと、何かのトレンド等で銀行の融資が滞ってしまうようなケースにおいては、直ちにデットファイナンスの調達が困難になってくる。

エクイティでの資金調達ということになりますと、構造的にデットファイナンスでビジネスをしているときに、エクイティの資本コストを超えるほどの成長性を示していくというのはなかなか構造的な難易度も高いように思いますので、こういう観点から、社債で調達できれば、より経営基盤を安定させられるという観点があるかと思えます。

最後に、マイナスの影響があるのかというお話だったかと思っております、岩崎様、これはノンバンクが社債で調達できることによって何かマイナス側面があるのかという御質問ですか。

○岩崎専門委員 資本金要件が引き下げられたり、廃止になったりすると、社債で調達できるようになるので、それで大量に参入者が増えてという。

○一般社団法人Fintech協会(高尾常務理事) ありがとうございます。承知いたしました。

その観点で申しますと、その世界が今実現していないので、分からないというのが率直なところですが、銀行融資であれ、ファンド形態、例えば貸金業者がLPS等のファンドを組成して資金調達をしていくというところは現状も認められているのですけれども、ここについて資本金要件が、つまり、ノンバンク社債法が適用されていなければ、貸金業法で5000万円というのが資本金の目線になるわけですが、これが融資を行うに当たって、あるいはLPSの投資家がLP出資を行うに当たって、資本金として少ないという議論はそこまで現状なされているわけではないと理解しておりますので、こういう観点で申しますと、社債で資金調達手段が拡張されたことによって、直ちに資本金要件がないことによる不安みたいなものが広がるかという点、その可能性はそこまで高くないのではない

かと私は見ております。

もう少し引いて見ますと、そもそも社債で調達する場合のみにおいて資本金が通常の貸金業法の5000万円から10億円という実に20倍まで引き上げられるところの合理性は、現状、ほかの社債以外の調達手段でもノンバンクが健全に育成されているところを鑑みますと、説明がつきづらいのではないかなと思っております。これは、究極的には、社債投資を行う社債投資家における保護ないしは適合性という観点に求められるかと思っておりますので、そう考えた場合には、社債権者の影響範囲、これは人数、属性、プロ投資家ですよといった辺りで決着をつけていくというのが、全体で見た場合にはより妥当ではないかと考えている次第です。

○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す。

○落合座長 そうしましたら、Fivotの安部様のほうも、御質問が1点ございましたのでお願いいたします。

○株式会社Fivot（安部代表取締役） ありがとうございます。

御質問の1点目は、借手の需要に対して弊社がそれに応えられないと断ったことがあるのかというお話だったかと思っています。正直に言うと、頻繁にございます。一つの事例で申し上げますと、弊社はスタートアップの中でもいわゆるシード・アーリー期と呼ばれる、シリーズAと呼ばれるような、IPOまでは少し距離があるようなタイミングから融資をしていることが一つの特徴になっているのですけれども、そういった会社が成長されて、シリーズB、Cというふうにシリーズを重ねていったときに、大型のエクイティの調達をされた後に、より資金需要が高まってというか、より大きな投資をしたいということで、より高額、それこそ10億円の融資を求めてくることは結構あります。

そういうときに、私たちはせっかくシード・アーリーからしっかりついていっているとか、初期からサポートさせていただいているのですけれども、そういった金額になってくると弊社の流動性の体力がもちませんので、そういったタイミングでお断りをするということで、そこで我々としては事業機会が失われているところは一つあるかなと思っております。

実際に、シード・アーリー期で融資をする際にも、我々の流動性の課題が問題になって、本来であれば1社当たりもう少し融資のロットを上げられるとモデル上は判断されるところを、流動性の観点から1社当たりの金額を絞って融資の提案したりというところは日々発生しております。そういった観点で、流動性課題によって需要に応え切れていないというところはすごく感じるところでございます。

ノンバンク社債法と貸金業法がどう関係しているかというところで申し上げますと、正直な話、ノンバンク社債法があるので社債の発行は検討したことがないので我々も未知数のところがあります。我々として、もしノンバンク社債法が緩和されて、弊社も社債による

資金調達が可能になるということであれば、恐らく重要なのは、社債という調達手段になったことによって、弊社に対するリスクを取ってくれる投資家の層がどれぐらい広がるかということが最も重要だと思っております。社債形式でないとリスクを取れない投資家がたくさんいれば、我々としてはそのマーケットに入ることによって流動性の課題を解決することができると思いますし、社債はあまり関係ない、結局、社債を出すのが銀行で、引き受けるのが銀行で、そうすると私たちは銀行と日々交渉をしておりますし、実際に借入れも起こしていますので、そうすると、レンダーの性質としては同じなので、すごくそこによって変わるかということ、どうなのかなみたいなところもあります。その先にいる投資家がどういった方々がいるのかということところがまず見えてくると、より解像度が高まるのかなと思っています。

あと、貸金業法で言うと、個人向けと法人向けであまり分かれていないので、個人向けのところで求められている要件が、我々は法人専門なのですけれども、我々のほうにも課されますので、そういったところで書類の交付の要件とかが少し柔軟になってくれるといいなと思っているところは幾つかあるというような形でございます。

よろしいでしょうか。

○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 どうもありがとうございました。

○落合座長 固まってしまっていますが、多分ありがとうございましたと聞こえましたのでよろしいのかなと思います。

事務局のほうで岩崎委員に別途御連絡いただいて、何か言い残したことがありそうでしたら、改めて手を挙げるようにお伝えください。

○幕内参事官 承知しました。

○落合座長 では、瀧委員、お願いします。

○瀧専門委員 どうもありがとうございます。

私からは、金融庁様に2点御質問がございます。

まず1点目は、返す返す少しトピックにはなっておりますけれども、10億円の資本要件というところが、恐らく制定当時、何らかの経緯があって水準がそう決まったのだろうなと思うのですけれども、これはある意味、ノンバンクにお金を貸している貸手の保護と借手の保護と、それらの中で何らかの理由で10億円と決まってきたのだと思っていまして、その辺りの背景とか追加情報がありましたら教えていただければと思っております。

とりわけ立法から、恐らくフィンテックとかまだ出てなかった時代ですので、そうすると、スタートアップがこういうことをやるという時代も、当時は人間が判断するということから今はコンピューターが判断するところに来ていますので、そういう意味では異なる結論が導かれるのかもしれないなという連想の中でお聞きする次第です。これが1点目でございます。

2点目は、ノンバンク社債法の話だけではなく、貸金業全体を取り巻く制度に関する御質問でございます。私は実は6年前の2019年4月に1度、投資等ワーキングで、それこそFintech協会の立場で、以前、柔構造化に関する提言と申しますか、規制緩和要望をさせていただいたというのがありまして、そのときとかなり重なる内容ではあるのですけれども、当時、貸金業協会さんも一緒にプレゼンをされまして、その時点で既に苦情はかなり減っているファクトが示されていたり、それと同時に、事業者向けの貸金業というのは数としてはすごく減ってきているという実態があるわけございまして、その点に関する見直しは、恐らく平成18年の改正以来、もう20年近くなかなか動かないでいるところ、そろそろ変わるべきではないかという問題意識はあまり変わっていないのかなとは思っております。最大の観点が苦情なのであれば、それがあつ程度落ち着いていることをもって、何らか変化があるべきではないかと思つている次第でございます。

なので、1つは要望で、1つはどう思つますかというところですが、要望としてはフィンテック事業者というのは短期の貸付けも対応しているところが多かつたりしますので、年度で必ず利息を見たりみたいな議論があるわけなのですけれども、総額でのファイナンスコストとの兼ね合いで貸金業を見るようなことが海外のフィンテック企業を見てると多いわけございまして、その観点はいずれ何らか検討される際にはぜひ入れていただきたいというのが1つでございます。

あと、1つ質問が、借手の保護の話において、例えばデジタルであれば、様々なノンバンクからの貸付けについて、人間による業規制の時代とは異なる丁寧なモニタリングが可能だと思つておまして、果たしてそのような考え方が今後受け入れられていく余地がどれくらいあるのかというのをお聞きしたいという次第でございます。

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。

では、金融庁様、お願いいたします。

○金融庁（若原参事官） ありがとうございます。

1点目の10億円の経緯でございます。何分20年以上昔なので、そこまでつまびらかな経緯が残っているわけではないのですけれども、先ほど申し上げました懇談会の報告書で、何らかの健全性規制的なものが必要であろうという方向性が示された中で、最後、数字のところは、それぞれの御意見があるものを当時の大蔵省が様々な関係者の意見を集約して、最終的に10億円というところが一番コンセンサスになったというような記録が残っております。そういう意味では、10億自体はそこで関係者がこれなら高過ぎもせず、低過ぎもせずということであつたのだらうということ、恐らく10億自体が計量的な何がしかのあれがあるというよりは、当時の関係者がそのぐらいがちょうどいい規制ではないかということだつたのかなと認識をしております。

2点目の柔構造化に関しまして、借手保護のありよう等々につきましては、当然、フィンテックであるならば従来型の貸金業者とはまた違つたものがあり得るということはおつ

しゃるとおりかと思っております。

他方で、先ほど申し上げました昨年のワーキング・グループでも、例えば、逆にBNPLみたいな新しいタイプの与信は、そういう意味で言えば、あれは割販法のマンスリークリアの中だということでも事実上何もかかっていないわけですが、例えばそういうものについての相談が増えている実態を踏まえると、新しいがゆえにそういったものに何がしかの規制が必要ではないかという御意見もいただきまして、そういう意味で、柔構造化と申し上げているのは、今、画一的に規制していることをもっと軽重をはっきりしたり、逆に今規制がかかっていないものについて位置づけをやり直すといったことを総合的に含むものかと思えます。

そういった議論を深めていく中で、今、一律になっている規制を、松竹梅ではありませんけれども、そういったビジネスモデルでございますとか、借手の態様等に応じて分割していくことは可能性としては十分あり得るものかと思えますけれども、現時点でそれが具体的にどういう方向性かということは、あくまで今後様々そういった検討を深めていく中で見ていくもので、現時点において何がしかの特定の方向性を申し上げる段階にはないと思っております。

取りあえず以上でございます。

○瀧専門委員 1点だけ更問いをさせていただきます。

恐らく個人向けのところは、もともとある議員立法の趣旨からしても非常にしっかり重く考えなければいけない観点があると思うのですが、あえてスタートアップ促進のところで取り上げている理由は、やはり法人向けの分野において何らか異なる仕組みをつくれないうところだと思っております。

法人という言葉を出したときに必ず世の中で出てくるのは、個人が債務保証をさせられている法人で悪いことが起きるのだとか、個人に非常に悪いことが起きるというところに、法人に向けて何らか緩和した政策が使われてしまうのではないかという反論がすぐに飛んでくるものでございますが、この辺を違う行為規制なりでやっていくことができないだろうかというのがテクノロジー屋さんとしての観点でございます。この観点は今時点で難しいかもしれないですが、何らか観点がございましたら教えていただければと思います。

○落合座長 金融庁様、お願いいたします。

○金融庁（若原参事官） 御質問ありがとうございます。

一般論としては、そういう方向性、可能性は我々としても何ら否定するものではございません。

他方で、これはまた皆様御案内かもしれませんが、ちょうどノンバンク社債法ができたときと同じタイミングでの当時はまだ貸金業規制法でしたけれども、そのときは商工ローン問題が世の中の的に大きな問題となって、それに伴って規制強化が行われたわけですが、そういう意味では、当時の商工ローン問題といいますのは、中小・零細企

業、法人を含む様々な社会問題に対応して今の規制ができておるということでございまして、そこが逆に言うと法人であったときに、そういった商工ローン問題で被害を受けたようなものではない法人についても現状それがかかっているという意味では、我々はそこに柔構造化の可能性は大いにあり得るものと思っておりますけれども、他方で、法人であればという線引きもそういった経緯に照らしますと難しいのかなと。

法人という中でこれまで実際に大きな問題が起きていて、これからも保護の必要性が高いものと、そうでない法人というものがあって、その間の線引きをどのようなものをして、その線引きの内と外、上と下、右と左のほうで、どういった規制があり得るべきか、それ自体は今後大いに議論が深められるべきものだと思いますけれども、現状においてどういった線引きで、それについてこういうような規制の分け方が望ましいということ、中身につきましては我々としてもこれからいろいろと勉強していくべきだろうと思っております。

○瀧専門委員 ありがとうございます。大丈夫です。

○落合座長 どうもありがとうございます。

続きまして、藤本委員、お願いいたします。

○藤本専門委員 御説明いただきありがとうございます。

私は、Fivotさんに御質問させていただければと思います。

まさにこれからスタートアップ、特にファンドの組成が去年は少なかったということもあり、スタートアップの資金調達というところではいろいろな選択肢が取れるということは非常に重要なのではと思っています。そういう意味でのノンバンクの方々の関わり方みたいなことに非常にチャンスがあると思っている一方で、Fintech協会さんの資料にもあったとおり、例えばディープテックの分野などに期待されるみたいなことが書かれている中で、資料を拝見する限りは、SaaS中心なのではとお見受けしたのですが、まさにテクノロジーを用いていろいろな判断をしていく中で、得意分野だったり、もしくはこういう分野はちょっと苦手みたいなのところがもしあれば、今後、拡大していったときの市場の可能性をお聞きしたいなと思っております。

○落合座長 そうしましたら、今の点はFivotさん、お願いいたします。

○株式会社Fivot（安部代表取締役） ありがとうございます。

まず今の私たちの取組で申し上げますと、おおよそ半数弱がSaaSやeコマースのようところで構成されていまして、残りがアプリの開発やプラットフォーム型の企業、あと、そういった形で分類がなかなか難しいようなデジタル系の開発をしている会社、基本的にはテクノロジーを活用して何らか新しいビジネスモデルを開発しているようなスタートアップになっております。

弊社の観点で言うと、弊社はデータをたくさん取得して、それを用いてなるべく効率的に、かつ深くリスクを見ることがコンセプトなので、例えばディープテックのように売上げが全く上がっておらず、基本的には研究開発をされていて、外形的にその企業の

活動を評価することがデータの的にも少し難しいという会社さんに関しては、弊社は少し不得意な領域になっております。その企業の売上でもいいですし、何らかのアクティビティがデジタルに記録され続けているような会社のほうが弊社は相性がいいと思っております。

ただ、恐らく高尾先生のFunds Startupsさんとかはむしろディープテックのほうにフォーカスするとおっしゃっていて、ノンバンク業者間でも取りたいリスクというか、得意とする領域は少し分かれていますので、そういった意味で、ノンバンクが多く参入して、それぞれの得意領域でしっかりリスクのノウハウを高めていって、こういった領域はこういったノンバンクさんが強くて、こういった領域はこういうノンバンクさんが強いというような状態になるとよりよいのかなと思っております。

お答えになっておりますでしょうか。

○藤本専門委員 ありがとうございます。

○一般社団法人Fintech協会（高尾常務理事） 今の点に関して、安部さんからコメントをいただきましたので、一言だけ補足させていただいてもよろしいでしょうか。

○落合座長 お願いいたします。

○一般社団法人Fintech協会（高尾常務理事） ありがとうございます。

今、安部様におっしゃっていただいたとおり、私が在籍しているFunds StartupsのVenture Debt Fundにおいては、現状、我々は社債ですけれども、あえて融資先という言い方をさせていただきますと、6社のうち2社、アイリスさんとエイターリンクさんがいわゆるディープテックと言われる領域に属しているのだろうと考えております。

我々はミドルからレイターのところをターゲットにしているデットファンドでありますので、ディープテックということで申しますと、研究段階は一定めどが立ち、これから開発、社会実装というところにフェーズを移していくときに、まさに設備投資という観点でもお金がかかってくるというところをデットファイナンスで埋めていけないかというところですので、先ほど安部さんからもいろいろなプレーヤーの戦略みたいなのところがありましたけれども、フェーズに伴ってどういった会社様をターゲットにしていくかというところが変わってくるのだろうと思えます。

ミドル、レイターにおいて、デットファイナンス、ベンチャーデットがディープテックと相性がいいというところは我々が今まで実証してきたとおりかなと思っております、こういう用途のプレーヤーがノンバンク社債法の規制の見直しによってほかにも生まれてくるというところを期待しているところでございます。

私から以上です。

○落合座長 今の点も含めて、藤本委員、よろしいですか。

ありがとうございます。

次に、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。

要望者の皆さんからもいろいろと御意見をいただきまして、活発な議論をありがとうございます。

昨今、スタートアップ5か年計画で頑張ろうというところなのですが、想定よりもキャピタルマーケットの状況が悪く、エクイティ側からの資金調達が難しいと。デットファイナンスがより強くなってほしいなと思う中で、様々問題があるということをよく理解したところです。

金融庁さんのほうからさっきちょっとありました商工ローン問題という、確かにそうだったなど。私は覚えているのですが、それぐらい前のものをいまだに、やはり難しい問題であるということである意味トラウマのような形で思われているというのは、もちろん金融庁さんのほうでは当然のことだと思う一方で、先ほど私が申し上げたように、今スタートアップをどうやって大きくしていくのかといったところの中で、資金面での目詰まりが起こってはいけないと思うものですし、実際のところ、デットファイナンスにおいても、エクイティファイナンスでもアメリカと比べると50倍から100倍ぐらいの違いが出てきているという中でぜひ進めていただきたいなと思うところです。

金融庁様に質問ですけれども、貸金業法は平成18年以来、30年近く見直しが行われていないと認識しています。今言ったようなことを含めて、このようところで評価されていますでしょうかというところで、具体的に環境変化を評価するに当たっては、貸金業者への苦情が減っているのかどうかのデータでの検討であるとか、世間のイメージがどういふふうになっているかどうかのアンケート調査であるとか、そういったものも必要になってくる中で、やられておりますでしょうかというところが1点目の質問です。

なかなか進まないということであれば、そういった調査検討について着手するべきではないかと思う中で、していただけますでしょうかというところで伺いたいというのが2点目。

調査検討に着手するに当たっては、スケジュール感は一体どれぐらいになるのでしょうか。一般的なことで構いませんけれども、大体これぐらいかかるのですというところを具体的な数字をもって教えていただきたい。

それから、検討の射程については、恐らく利息制限法や出資法の在り方も含むことになるかと思いますが、そちらについてそれでよろしいですかというところで、私は金融庁様に1点目、状況の変化についての調査はいかがでしょうか。2点目、その調査・検討に着手していただけますでしょうか。3点目が、スケジュール感はどのようになりますでしょうか。4点目が、検討の射程についてどのようにお考えでいらっしゃいますかというところについて伺いさせていただきます。

○落合座長 では、金融庁様、お願いいたします。

○金融庁（若原参事官） 3点目のお尋ねをもう一度確認させていただきますか。1点目が調査等を行っているかどうか、2点目がやるとしたらいつからか、4点目が射程ということ、3点目がうまく把握できなかったのですが。

○芦澤委員 2点目が調査・検討に着手できますでしょうか。3点目が、今くっついて解釈いただきましたけれども、スケジュール感はいかがでしょう。

○金融庁（若原参事官） ありがとうございます。

まず、やっているかどうかということに関して、既存のものとして、これまでは我々も多重債務問題の関係者に集まってもらって定期的に会合等々を開いておまして、そういうところで、随時、業界団体とか消費者団体の方々から現状等は伺っておるものでございます。逆に言いますと、これまでの必要と思われた情報収集の枠組みの中でやってきておりますので、その中には今の話題に完全にフィットした形のもので拾い切れていないものもあるだろうなということも考えております。

それができるかどうかということに関しましては、まさにこういったような御指摘もいただいているところでございますけれども、そもそも昨年の審議会のほうでも中長期的なゴールを見据えてやっていくべきだという方向性はもう打ち出されておりますので、我々としてもやってまいりたいと思っております。

いつからかというスケジュール感につきましては、当然ながらそういうことをやるとなると予算の問題等々もありますけれども、我々の中でできる範囲で、少なくともそこは今年度というようなタイミングで始めていかなければいかんと思いますけれども、そこもどれだけの規模でどうやるかということもあります。それを言い訳に遅らせるようなことがあってはいかんなと思っております。

どこまでどういようなものかということでございますけれども、金融審の議論でもいわゆる柔構造化ということで、要は今どちらかという画一的なものについてもっと緩和できる部分があるのではないか、あるいは今の画一的なもので拾い切れない、ある意味もっと強化してもいいのではないか、それは当然審議会の委員の中ではそういうこともございました。

スタートアップ系のところは特に需要が高いということですが、そこにフォーカスを置きながら全体の柔構造化という方向性と、その交点というところを一番重点的にやっていくのかなと思っております。

これはまた具体的に調査を始めるといふことの検討になったら、またそこは詰めて考えてまいりたいと思っておりますけれども、大きな方向性としては今申し上げたようなことかなと思っております。

以上でございます。

○芦澤委員 ありがとうございます。落合座長、更問いをよろしいですか。

○落合座長 お願いします。

○芦澤委員 ありがとうございます。

多重債務者問題等のフォローは十分という中で、今、若原さんからありましたけれども、本件等の要望も踏まえて調査のほうをしていただけるということで恐らく回答いただけたかなと思っております。

予算に関しては、この時期になりましたから結構大変なのかなと思う中で、予算要望を含めての部分とそうではない部分とを分けて進めていただくということによろしいですね。予算が必要であれば、また要望していただけてということになると、来年度になってしまうということですか。そこを確認させてください。

あとは、検討の射程についてですけれども、利息制限法、出資法の在り方というところを含むと理解しています。この2つのことを明確にはおっしゃられませんでしたけれども、私の解釈でよろしかったでしょうかというところをお伺いできればと思います。

○落合座長 金融庁様、もう一度お願いします。

○金融庁（若原参事官） まず、予算を言い訳に来年度ということは考えてなく、今年度でできるところからやらなければいけないと思う一方で、逆に言うと、今年度は既存の予算の枠組みでどこまでできるかという制約がございますので、そういう意味で我々の中で早く始められるもの、始めるべき部分をやるとともに、もしそれでは収まらない、もっと本格的にやる必要があるものであれば、そこはまた来年度以降といったようなトリアージ的な対応を含めて、ただ、着手自体はなるべく早くやっていきたい、予算を言い訳に来年度にすることはよろしくないと思っている次第でございます。

2点目でございますけれども、利息制限法等々となりますと私法の世界で、我々は業法の世界ということで、そこは線引きがありまして、金融庁で主に議論していくのは基本的には業規制系でございますので、ノンバンク社債法を含む貸金業法その他の業法がメインでございます。私どものところにつきましては、少なくとも我々からそういうことを委員の方々というか、調査の中で必要であれば、そういうものについての項目が入ってくるものを排除するものではありませんけれども、我々が設定する項目としては、あくまで貸金業法、ノンバンク社債法、その他の我々のいわゆる業規制の在り方がメインとなって、反射的に私法のものが入ってくることも別に排除はしませんけれども、それをメインに、あるいはそれを直接的に調査していくというのは現時点では、少なくとも今年度分については考えづらいかなと思っております。

○芦澤委員 私としては、要望としてはお願いいたしますというところでありましてけれども、質問としては以上でございます。ありがとうございます。

○落合座長 ありがとうございます。

次に、瀧委員、お願いいたします。

○瀧専門委員 Fintech協会の高尾さんの2つ目の質問に金融庁さんがお答えできていたかが不明だったので、私の勘違いでしたらすみません。もう一度確認をしたいです。

社債権者の保護案のところになりますけれども、ノンバンク社債法の見直しの視点として、法人かどうかといった借手の属性に着目する案とか、プロ投資家であるかといった社債投資家の属性に着目する案のところの、特にプロ投資家についてであれば違う在り方があるのではないかという観点を、私がもし落としていたら恐縮なのですが、もう一度確認までにお聞きしてもよろしいでしょうか。

○落合座長 金融庁様、お願いいたします。

○金融庁（若原参事官） 私の冒頭のプレゼンで多少触れましたけれども、かいつまみ過ぎていてすみません。

まず、現行のノンバンク社債法というものが投資家保護的な色彩を帯びておると物の本にも書いてあるところがございますけれども、懇談会の報告書等々を見ますと、それは個別の社債権者の保護というよりは、むしろ健全性規制的なものと理解しております。

実際に、ノンバンク社債法における規制の内容も、当時の証取法、ないしは今の金商法の上乗せ規制というよりは、まさに業規制として俗に言う健全性規制的な、財務規制的な観点から持ってきているのかなということでございます。そういう意味で、少なくとも現行のノンバンク社債法上の立てつけから言うと、プロ投資家相手だからそれがいいとか、アマ投資家だったら守っていただかなければいけないとか、少なくとも現行のノンバンク社債法の立てつけからすると、そういう整理は導けないのかなと思っております。

以上でございます。

○瀧専門委員 ありがとうございます。

○落合座長 ありがとうございます。

そうしましたら、本議題についてそのほかに御発言がある方はございますでしょうか。

堀委員からお願いいたします。

○堀委員 移動中で手挙げができなくて申し訳ございません。

今の貸金業法の柔構造化を御検討いただけるというのは、ワーキングでもそのようなお話をいただいておりますし、法人と個人向けの貸付業務に関する規制というものが全く同じでなくても、柔構造化していくべきだというような議論がワーキングの中でもありまして、それに向けて御検討いただけるというのは大変心強く思っているところです。

一方で、貸金業法を柔構造化も含めて議論していくとなりますと、相応に時間がかかるのではないかと思っております。一方で、今日のベンチャーデットを進めていくためのノンバンク社債法の改正というのは、ある種論点としては明確なところがあるかなと思っております。

そうしますと、ベンチャーデット推進ということで、何年も待てるというようなスタートアップが多いわけではございません。こちらについて切り離して検討に着手いただくことができないものかどうか、この点だけ補足で質問をさせていただきたいと思っております。貸金業法の柔構造化の議論を待っていると、何年かかかってしまうのかなという思いもあります。また、社債権者の投資家として属性で分けるのは難しいとしても、ノンバンクの登録要件については何かしら御検討いただける余地があるのではないかと考えて、御質問でございます。

以上です。

○落合座長 では、金融庁様、お願いいたします。

○金融庁（若原参事官） ありがとうございます。

ノンバンク社債法自体が、先ほどから何度か申し上げておりますけれども、ある種の貸金業者に対して健全性規制的な財務規定というものが要るか要らないか、そもそも論となりますと、正直、それだけを取り上げてということは難しいかなと思う一方で、ノンバンク社債法がそこまでそもそも論をしない形でこのところが検討できるかどうかにつきましては、そういう意味では検討する可能性もあるのかなと個人的には思った次第でございます。そういう意味で、現状でできますと言うことはあれですけれども、できるかどうかにつきまして、そここのところは検討させていただきたいと思っております。

そういう意味で、仮にやるとすると、そもそも論という大きな風呂敷にはしづらいということになるのかなと思っておりますけれども、いずれにしてもそれを含めて考えさせていただければと思っております。

○堀委員 ありがとうございます。

○落合座長 では、高尾様、お願いいたします。

○一般社団法人Fintech協会（高尾常務理事） ありがとうございます。

私から、先ほど若原参事官の御発言の中で、ノンバンク社債法、いわゆる銀行法制の文脈の中、あるいは一種の健全性規制的なものとして理解されてきたというような御発言があったかと思っております。

確かに、もともとノンバンク社債法ができるきっかけとなった出資法においては、私の理解が必ずしも正しいかどうか自信があるわけではないのですが、社債を引き受けるという行為が預金の受入れというものに、場合によっては近い性質を帯びるものとして、出資法上はそのようなことが念頭に置かれているということが文言等からは読み取れるなと思っております。

そうしますと、社債を引き受けて、それを原資として貸し付けることを一体として見た場合に、預金を受け入れてお金を貸しているという銀行に近い行為のようにも見えるので、ゆえに銀行に近づけた財務規制みたいなものを課していこうという発想が少なくとも立法当時にはあったのではないかなと思っております。その文脈の中で、若原参事官のコメントは、その連続性を踏まえたものかと私なりに理解をいたしました。

ただ、社債と預金は法的な性質や性格も違うということは明らかだと思っております、社債をなし崩し的に預金的に使われないという観点で申しますと、例えばノンバンクの社債調達において、年限は10年のものはないですよというものとか、調達における社債の年限に一定の枠づけをしていくみたいな方向性が、預金と社債の違いを明確にしていく上で何かあるのではないかなと思っております。こういった方向性が調達サイドにおいて考えられないかというのは、お話を伺っていて思いました。これは必ずしも年限だけの話ではないかもしれません。預金は高度な流動性があると思っておりますので、社債において一定の流動性の枠づけがなされていけば、あるいは年限の枠づけがなされていけばみたいな複数の観点で、預金との違いを際立たせていくというのが一種あるのかなと思いました。

もう一点は、冒頭、私のほうに岩崎委員からいただきました質問の中で資本金の話があ

ったかと思えますけれども、私のコメントの中で、貸金業はプレーンなものであれば5000万円で、ノンバンク社債法の規制になった瞬間に10億円というところで、20倍の差があるというのはかなり均衡を逸しているのではないかという話をさせていただきましたけれども、例えば類例で申しますと、信託会社に関しては受託資産の運用について裁量のない管理型信託においては資本金5000万円である。一方で、受託資産の運用に関して裁量のある運用型信託については資本金が1億円となっております。

これは、BSリスクを自ら信託会社が抱えているわけではないものの、預かっている資産に対して裁量を持っていることの引き換えに責任のある財務基盤をというところで申しますと、近い性質があるのではないかなと思っております。5000万円と1億円みたいなどころであれば、柔構造化の中で受け入れやすい素地もあるのかなと思います。

こういった観点は、先ほどの1億円未満が64%を占める貸金業の世界の中でも、一定の責任のある貸金業者としての態度を求めていくというときに、この程度の差異であれば受け入れる余地があるのかなということもありまして、追加的にお話をさせていただいた次第です。

以上です。

○落合座長 補足についてありがとうございます。

そのほか、御発言を求められる方はおられますでしょうか。

それでは、議題1につきましてはここまでといたします。議題1に御参加いただきました皆様、お忙しい中、御協力いただき誠にありがとうございました。議題1に御出席の皆様は、これにて御退出いただいて構いません。

(議題1関係者退室)

○落合座長 次に、議題2「非上場株式の発行・流通の活性化に関するフォローアップ」について議論したいと思います。

まず、金融庁からヒアリングを行います。

金融庁企画市場局市場課長、齊藤将彦様、金融庁企画市場局企業開示課長、野崎彰様より、10分ほどで御説明をよろしくお願いいたします。

○金融庁（野崎企業開示課長） 金融庁から御説明申し上げます。

資料の次のページをよろしくお願ひします。

去年、規制改革実施計画で御指摘いただいた2点、まず発行市場の活性化を公募と私募で分けて御記載いただいています。

公募につきましては、コスト分析を行うこと、それから、コスト分析を踏まえて届出免除基準の引上げも踏まえた制度の在り方について検討するというような御指摘をいただいていたところでございます。

コスト分析については、現在、特に過去に非上場会社から提出された有価証券届出書などからデータを抽出して分析するという作業を行っているところでございまして、こうした分析結果を踏まえて今後の届出基準の在り方については検討してまいりたいと考えてお

ります。

cの少額募集について、「開示の簡素化を早期に実施するとともに」と記載されてごさ
いまして、こちらにつきましては次のページを御覧いただければと思います。

今年の2月に公布・施行しております、実際に記載の簡素化については既に実施済み
となっております。

中身としましては、企業情報については会社法の事業報告と同程度のもので可とする
ということを左側に記載してごさいまして、サステナビリティ情報については、該当する
企業、該当しない企業がございますので、記載を任意化するという形にしております。

財務諸表については、もともと5事業年度分となっていたものを、それを不要にした上
で、比較情報を含む1期分としまして、監査も1期にするという形で簡素化をしている
ところでございます。また、この簡素化の結果を踏まえて、実際にどのような運用がなされ
るかも含めてしっかり見ていければと考えてございます。

戻っていただきまして、今度は私募の活性化でございます。こちらにつきましては、使
い勝手をよくするという観点から、我々は米国のルール506も参考にしながらいろいろ検
討を進めてまいりました。

3ページ目にもう一回飛んでいただきまして、日本版ルール506としまして、特に投資判
断能力やリスク許容度が高い投資家によるスタートアップ投資への参加を推進し、投資を
活性化するという観点から、プロ投資家へ移行することのメリットを明確にするともに、
プロ投資家の裾野を広げるということで、米国並みの資金調達環境を整備するという形で
進めてきてございます。

問題点を大きく2つ認識してごさいまして、左側でございますように、プロ投資家のみ
が閲覧できるサイトが活用されていないということがございます。実際に、銘柄の情報を
見ないとプロ投資家になろうという気にもなかなかならないというところで、ちょっとデ
ッドロックに陥っていた部分もございますので、こういったものについては、左下の「対
応」に記載してごさいますように、一般投資家でも閲覧可能な形でインターネット等によ
る情報提供を可能とするということで、勧誘段階で情報提供を可能にするということをし
てございます。これはアメリカでも同様の対応がなされているところでございます。

右側のプロ投資家への移行要件の「特定の知識経験」が不明確というところで、2022年
に要件を柔軟化したところではあったのですがけれども、その使い勝手、要件が分かりにく
いというところで、裾野が拡大していないという部分がございますので、こちらにつき
ましては、右下にございますように、一定の年収・資産を有する場合に、必要となる「特
定の知識経験」の内容を明確化して、当該要件の活用を促進するという取組をしている
ところでございます。

私のほうから説明は以上となります。

○金融庁（齊藤市場課長） 市場課長の齊藤でございます。

続いて、4ページから説明を続けさせていただければと思います。

市場課の関係する項目として、まず1から3のところに関わってくるところでございます。

まず、1番の「発行市場（公募）の活性化」というところでございますが、株式投資型クラウドファンディングについて、いわゆるシンジケート型、発行者と投資家との間にファンドを介在させることで株主の一元化を図るものでございますが、このシンジケート型の仕組みを採りやすくすることを可能とするべきだということで、この場合に必要な人的構成等に係る登録審査の在り方がどういうものかなど、検討するべきであるといった内容について御指摘をいただいております。

2番として私募の発行市場の活性化の中で、今、開示課の野崎課長からありました特定投資家の要件のうち「特定の知識経験を有する者」を活用できることを周知する、その対象範囲の拡大を含めて検討する、こういった内容を御指摘いただいているところでございます。

3番、「流通市場の活性化等」ということで、私設取引システム、いわゆるPTSでございますけれども、この要件につきまして、事業者を求めるPTS固有の規制要件を取引規模等に応じて減らす方向で緩和する。また、この制度整備と併せてPTSの業務範囲の明確化について、監督指針等で事業者へ周知する、こういった御指摘をいただいているところでございます。

次のページをお願いします。

1つ目の株主一元化スキームを活用したクラウドファンディングについてでございます。単一企業のみ投資するターゲット型ファンドの運用であったとしても、多数の投資家の資産を預かった上で、投資後のモニタリング、議決権行使、事業売却の賛否を含め不測の事態等における判断・対応を行う必要があるため、投資家保護の観点から、投資運用業の登録が必要だと考えております。

一方で、株主一元化スキームを活用したクラウドファンディングについては、主体的な投資判断や銘柄入替え等は不要でございますので、実態に即した人的構成・業務運営体制での登録を可能とすることができると思っておりますので、投資運用業等の登録手続ガイドブックで、今年の3月、明確化をいたしたところでございます。

これに併せて、株式投資型クラウドファンディングとファンド型のクラウドファンディングの自主規制の差異がございましたので、それを合わせる自主規制上の対応も行ったところでございます。

2枚先に進んでいただきまして、7ページ目でございます。

先ほど、開示課の野崎課長からもありました、個人が特定投資家になるための要件の明確化の具体的な内容でございます。一定の年収・資産を有する個人については、特定投資家になる場合に「特定の知識経験」が必要としています。いろいろな類型があつて、真ん中にフローチャートのような形になっておりますけれども、例えば、取引経験が1年以上あつて、年収が1000万円以上ある場合には、特定の知識経験があれば特定投資家へ移行す

ることができるとなっております。

この「特定の知識経験」とは何ぞやというのが内閣府令で定まっておりますが、その下にグレーで白抜きにしているものでございますが、「特定の知識経験を有する者」として、金融業に係る業務に従事でありますとか、経済学・経営学の教授・准教授等々とあります。その右側の青で塗っているところでございますが、「その他の者で、左記と同等以上の知識経験を有する者」といったバスケット条項があるところでございます。このバスケット条項としてどこまで入る得るかということが明確ではないので、ここを明確化することによって、特定投資家制度業の活性化を図るため、先月、金融庁Q&Aを改正いたしました。

明確化の内容としましては、幾つかパターンございますけれども、例えば左側ですが、有価証券報告書提出会社の役員、左から2つ目ですが、企業財務・経営戦略策定等の業務経験のある以下の者として上場会社等の従業員、あるいはスタートアップの役職員、またその右でございまして、M&AやIPOの業務経験者、こういった方々が通算1年程度以上従事した経験がある場合については、「同等以上の知識経験を有する者」に該当するとして明確化させていただいたところでございます。

次の8ページ目をお願いします。

これは、流通市場の活性化の観点でございます。PTSについてでございます。昨年5月に改正された金商法におきまして、非上場有価証券の流通活性化の観点から2つの緩和を行っております。

左下のaが、非上場仲介業を行う者の登録要件を緩和するもの、右下のbが電子的なマッチングをするPTSの業務でございますけれども、その参入要件の緩和ということでございます。

右下のbのところでございますが、それまではPTSを行うためには第一種金商業の登録に加えてPTS業務の認可が必要でございました。これを第一種金商業の登録だけで運営可能とするということでございます。これは、昨年11月に施行済みになっております。

なお、脚注の(注1)でございますけれども、これに併せて監督指針の改正を行いまして、取引の約定プロセスの一部に手作業を介入させたことや、売買価格を固定化したことだけではPTSに該当しないとは限らないということを明確化しているところでございます。

次のページをお願いします。

非上場株式の発行・流通の活性化についてさらに進めるべきとの御指摘いただいているところでございます。

2の「発行市場(私募)の活性化」のところを御覧いただきますと、日証協が定める非上場株式の取扱いに係る自主規制につきましては、現在、原則として非上場株式の勧誘は禁止となっているところにつきまして、その在り方を検討し、結論を得るということをお願いしているところでございます。

それに併せまして、3番の「流通市場の活性化等」につきましても、PTS取引実務における課題等について議論する場を設けて行っていくべきと。

そして、4でございますけれども、PDCAサイクルを回すべきと。こういった御指摘をいただいているところでございます。

次のページをお願いします。

「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」を日証協と金融庁の共催の形で、本年1月から開催をいたしているところでございます。

主な検討事項として、日証協の自主規制でございますけれども、非上場株式の取引制度等の在り方について、また、非上場株式のPTSの活性化に向けた対応、フォローアップの在り方等々を検討事項としているところでございまして、御覧のメンバーの方々が参加して議論をいただいているところでございます。

そして、一番下の※のところでございますけれども、透明性にも配慮いたしております、本懇談会の会議につきましては、逐語録形式の議事録を作成し、公開することとしているところでございます。

私からは以上になります。

○落合座長 御説明どうもありがとうございました。

そうしましたら、議題2について質疑に入りたいと思います。

本日は、質疑の御対応のため、日本商工会議所様、一般社団法人新経済連盟様にも御出席をいただいております。両団体には本テーマに関する昨年のワーキングにも御参加いただいておりますので、非上場株式の発行・流通の活性化に関する議論の進捗についてどのように評価されているか、まずは私から御質問をしたいと思います。

日商様、新経連様の順に御発言をお願いしたいと思います。

それでは、まず日商様、2分ほどで御発言をお願いいたします。

○日本商工会議所（山内企画調査部長） 日本商工会議所企画調査部長の山内でございます。

資料の右上の数字の1ページ目を御覧いただきたいと思います。

3月まで中小企業振興部長として経営支援しておりまして、その経験を踏まえて申し上げたいと思います。

スタートアップへの十分な成長資金の供給は、地方創生2.0の鍵だと思います。まず改革を進めていただいていることに感謝を申し上げたいと思いますけれども、ぜひさらなる改革をお願いしたいと思います。

地域拠点の企業の事業内容が広く浸透して、志のある投資家など多くの人から多様な手法で支援される資本市場の発展はとても大事でありまして、未成熟な日本人の投資意識の改革、未上場株式の発行・流通市場の整備をしていくことが大事だと思っております。

最低限のコストで株式・株価などの基本的な募集条件、事業内容や財務状況を開示することで、有価証券の発行を通じた資本性資金を十分調達できる市場の整備が急がれます。

また、未上場企業の投資については、考え方の転換といいたしましょうか、リスク情報そのものに触れることを禁止する保護から、リスクが適切に理解された上での判断を導く保護

へと転換すべきではないかと思っております。

3 ページ目を御覧ください。

青杵が要望でありまして、少額募集の有価証券届出書の開示の簡素化が一部実現されました。しかし、依然、事業年度ごとの有価証券報告書の継続開示と臨時報告書などが課されます。我々が要望してきた少額公募やクラウドファンディングの募集条件の実質的な引上げには至っていない状況です。届出免除基準の引上げなどを含む実質的な簡易開示制度の導入など、こういった規制改革の具体化をお願いしたいと思います。

日証協と金融庁の懇談会は、法令事項に関する直接の検討は射程外ということでありまして、ぜひ着実に実施していただきたいと思っております。

最後、5 ページ目を御覧いただきたいと思っております。

特定投資家私募における勧誘の範囲の明確化は歓迎いたします。同様に、一般投資家への勧誘範囲の明確化、証券会社による勧誘の解禁などが必要だと思っております。証券会社が募集情報の公表や勧誘を行うことになる有価証券につきましても、例えば、日証協の規則「会社内容説明書」の記載の軽減・監査の廃止といった開示の実質的な簡易化をお願いしたいと思います。

特定投資家私募の資格要件の例示はありがたいのですが、スタートアップと並んで中小企業の常勤役員・経営者や経理部長などを例示いただくとともに、要件緩和や手続の簡素化をお願いします。

最後に、各種投資型のクラウドファンディングにつきましては、市場拡大及び募集に係る手数料のコストの低減、第一種・第二種の取扱業においては、募集上限の1億を引き上げつつ、事業運営コストの削減と収益性の向上を阻害する法規制を調査・検討し、参入ハードルを低減させていただきますように、ぜひともよろしく願いいたしたいと思います。

日商からは以上でございます。

○落合座長 御説明どうもありがとうございました。

続きまして、新経連様、2分ほどで御発言をお願いいたします。

○一般社団法人新経済連盟（小木曾渉外アドバイザー） 新経済連盟の渉外アドバイザーをしております小木曾でございます。

今日の説明ですけれども、2部構成で話したいと思います。

そもそも、要するに何で我々がこれを要望しているのかという全体的な大きなスタンス、俯瞰図みたいものをまず述べさせていただきます。それ以降に、個別の事項で、前回の規制改革推進計画に比したフォローアップのところでも4つ申し上げたいことがございますので、それを述べさせていただきます。

最初に俯瞰図ですが、まずこれも御案内のとおり、主要国で唯一日本の未上場株式市場は未発達で、これを直さなければいけないというのが1枚目です。

2枚目をお願いします。

2枚目がAs IsとTo Beを書きました。端的に言いますと、諸外国で規制改革を行ってき

て実現をしていることが日本ではできていないということでございます。諸外国で実現しているというのは、私募や小規模公募で株式の公募のときの厳格な開示を免除して、簡易開示を導入するなどの改革を行うことによって、未上場株式市場をつくった。銀行型金融から市場型金融ということで、市場の調達環境をまさに改善したということでございます。こういうことを目指すために、できているか、できていないか、そういう観点から我々は今の議論の状況がどうなっているかということの評価をしたいということで、4つ述べさせていただきます。

次のページをお願いします。

1点目でございます。

公募の活性化のところで、ここについては、今コストの計算のところは分析をしているということでしたが、この内容について、その分析の結果どうするのだというところが全く示されていないので、ここについて早急に議論をしていきたいと思っております。

我々の前回の資料で、諸外国とか日本の実例で幾らぐらいかかりますよということ言っていて、諸外国に比べると日本は開示コストが高くなっているということを申し上げております。今回の改正でも、書類の削減などがありましたけれども、これだけでは監査そのものの負担が抜本的に改善されていませんので、過大なコストは残るとというのが我々の認識でございます。

あと、コストの計算をするときに、有価証券届出だけではなくて、暦年では報告書とか臨時報告書にも対応しなければいけませんので、これのコストもかかってくるということは非常に重要な点だと思っております。

次のページをお願いします。

具体的に簡易開示の仕組みですけれども、財務諸表について監査とかレビューとかコンピレーションなどのようにいろいろなやり方がありますので、その中で工夫をすることによって開示資料の作成費用を募集額に対して数パーセント程度抑える。数十%になってしまふと何のために募集したのかよく分からないので、そういうふうにしているということでございます。

次のページをお願いします。

2点目ですが、勧誘規制の私募の活性化のところですが、金融庁様の説明のところでは縁故者の制度の話に触れていましたが、縁故者の制度で沿革的にはできたのですが、これとは別に、積極的に米国、英国、EUだと、証券会社の仲介の下で簡易開示義務をかけることによって、簡易開示フォームDという言い方をされていますけれども、そういう制度がありますので、要望した内容について実現を図っていただきたいというのが2番目です。

それから、特定投資家の範囲ですけれども、先ほど説明がございましたが、超富裕層だけではなくて、富裕層あるいはリテラシーの高い人たちなども含めた形で、米国などに比べてまだ不十分な部分があると思っておりますので、そこを拡大をしていきたいというところが

3点目です。

最後のページをお願いします。これで最後にします。

それ以外、日証協と金融庁主催の懇談会で実施されている事項ということで、これから議論ということなので、中身がこれからののですけれども、PDCAサイクルの話が出てきました。KPIやPDCAのことについて、私が述べた最初の俯瞰図の話に基づきぜひ議論をしていただきたいということです。

なお、今、日商さんが話されました、新経済連盟も今話しましたけれども、例えば日本ニュービジネス協議会様なども個別に意見を出しております。そういう方々はこの懇談会のメンバーになっていないので、ぜひそこら辺も引き続き意見交換できるような体制を取っていただきたいと思っております。

以上です。

○落合座長 どうもありがとうございました。

それでは、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。

まず、間下委員、お願いいたします。

○間下委員 ありがとうございます。間下でございます。

金融庁の皆様、いつも前向きに様々な取組をしていただきまして誠にありがとうございます。

私の質問は、若干意見も入ってくるのですけれども、現状のこのテーマ、特にセカンダリーのところを中心としたテーマの緊急性についての認識、ここをどう考えていらっしゃるかということ伺いたしたいと思います。

先般から出ている、100億円問題と最近言われつつありますけれども、上場後5年たって100億円の時価総額がない場合には上場廃止基準に抵触するという方向性で今議論が進み、その方向で進んでいると聞いていますけれども、当然、これは出口のところの議論として方向性は正しいとは思っていますが、これによってもう始まっているのは、入り口も100億を切っている会社を上げないという方向にベクトルが向いてしまっていて、恐らく昨年新規上場の75%が100億円以下ということを含めて考えると、劇的に上場という出口が来年以降減るのではなかろうかという危機感を持っています。

本来は、ここに先般も議論させていただいたのれんの話や、M&Aの整備、セカンダリーマーケットの整備、こういったことを徹底的にやった上でやらないと大変危ないのではないかなと思っていて、逆にもう始まってしまうのであれば、今議論しているようなのれん、セカンダリー、未上場のプライマリーもそうですけれども、その議論を物すごい緊急性を持ってやるべきではなかろうかと私は思っていますが、このところについての金融庁の現状の認識というか、どういうふうに意識されているのかというのを教えていただけたらありがたいです。

以上です。

○落合座長 では、金融庁様、お願いいたします。

○金融庁（野崎企業開示課長） まず開示のほうから御説明させていただければと思います。

間下委員から、今日のはれのんの回ではないのですけれども、様々な観点から御指摘をいただいています、まさに我々でスピーディーに対応できるところについては、府令改正レベルでできることについては早急に前に進めたいと考えてございます。

一方で、いろいろな検討とか法律事項、様々なレイヤーがございますので、それは物によってタイムラインは異なり得るところかと思えますけれども、特に開示の簡素化とか、監査のコストも非常に大きいという指摘もいただいていますので、監査が全くゼロということだと投資家の信頼性の観点からいろいろ議論があろうかと思えますので、監査を2期から1期にするとか、そういった制度の枠組みの範囲内で迅速にできることはしっかりやっていきたいと思えますし、既に進めているということでございます。

○金融庁（齊藤市場課長） 1点補足させていただいてよろしゅうございますか。

日証協と共催しております懇談会につきましても、できるだけ早く結論を出していきたいと考えておまして、この夏には結論を出す方向で進めていき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。

○間下委員 ありがとうございます。

ちょっと更問いをいいですか。

多分緊急性のところを理解いただいたのかと思うのですが、例の100億のところでの影響があるという認識はもう持たれて動いていらっしゃるということでよろしいでしょうか。

○金融庁（齊藤市場課長） 間下委員がおっしゃっているのは、グロース市場の上場維持基準について、現在10年40億を5年100億にするということを目指していらっしゃると思えますけれども、これはまだ決定したものではありませんで、東証におきましてフォローアップ会議を開催し、制度見直しを検討していくというプロセスになっておまして、まだ決定したものではないということをおまづ御理解いただければと思います。

その上で、今検討されているものとして、グロース市場上場会社、あるいは今後上場を目指す企業に大きな影響が及ぶということで、十分な助走期間をとるということを議論されているものと認識しております。例えば、2030年ぐらいまで助走期間として、そこからということも考えていると聞いております。影響が相応に生じてくると思っておりますけれども、そうした十分な期間を設けることが検討されているところでございます。

○間下委員 ありがとうございます。

既に織り込んで実際の上場準備のところは変わってきていますので、ぜひそのところも意識していただけるとありがたいと思えます。よろしくお願ひします。

○落合座長 今の間下委員の点は、野崎様のほうはよろしいですか。

○金融庁（野崎企業開示課長） 私からは特にコメントはございません。

○間下委員 大丈夫です。

○落合座長 分かりました。

ありがとうございます。

続きまして、川本委員、お願いいたします。

○川本専門委員 金融庁様、本日は進捗状況の御説明をありがとうございます。

私のほうからは、まさに御説明の中にもありました、昨年閣議決定された規制改革実施計画の実施状況と照らし合わせて、いろいろお聞きしたいところあるのですけれども、時間の制限もございますので、3点に絞って質問をさせていただきたいと思います。

1点目でございますけれども、最後に御説明がありました懇談会を開かれて1月から検討されているということでございました。今日、この直前に御説明があった日本商工会議所、新経連のように、未上場株式の発行の事業者ニーズを一番把握しておられて、いろいろ研究もされて報告書もまとめられていて、関心も高い、こういった経済団体が懇談会のメンバーに入っていないのは意外だなと思った次第でございます。まさに発行側と一緒に投資家保護と両立する制度設計を早急に進めるという期待を持っておるものですが、今後、発行者側の経済団体をメンバーとしていただいたり、あるいはその意見をしっかり聴いていただくようなことは予定されていらっしゃるのかというのが第1点です。

第2点ですけれども、実施計画の「発行市場（公募）の活性化」というところで、もし事務局がよければそこを見せていただければと思うのですけれども、「発行市場（公募）の活性化」のcというところがございます。まさにこれは、先ほど金融庁の御説明の中にもあった少額募集における開示内容の簡素化に関連するところですが、cのところに書かれておりますように、金融庁が現在検討している開示の簡素化を早期に実施するというのがまず第1点として出ています。まさにそれを今日御説明されたと認識をしています。間違っていたら御指摘ください。

計画では、それはもう実施するというのは当然だという立場で、次に、例えば少額募集の上限を云々ということで、段階的かつ合理的な簡素化された開示制度になるように見直しを検討し、結論を得ると。検討を開始するのが令和6年度ということですから、もう過ぎておりますけれども、cの本番のところをお聞きしたら、少額募集における開示内容の簡素化は検討が終わったような印象も受けたのですけれども、そこは懇談会で公募について検討されるという理解でよろしいのかということが2点目です。

3点目は、御説明の中にあつた、個人が特定投資家になるための要件の明確化というところでございます。この点について、「発行市場（私募）の活性化」のところを見せていただいて、それとともに私の質問をいたしたいと思っておるのですけれども、私募の活性化の中で、特定投資家の要件、一番下のdのところ、「特定の知識経験を有する者」を活用できることを周知すること、これは今おっしゃった要件の明確化ということなのですが、対象範囲の拡大を含めて検討することを通じて、特定投資家の裾野拡大に向けた取組を行うということで、これも6年度検討開始ですが、これはまた懇談会の場で検討されるという理解でよろしいのかということ。

ちなみに、次のページに「PDCAサイクル」がございまして、投資家の裾野を広げていくということで、先ほど新経連のほうからもお話があったように、PDCAでしっかりとその成果を確認していくということですが、その中に特定投資家の人数というものもどれぐらい広がったかということ客観的に確認していくということで、そういった形で進捗を確認していくと。

実際、懇談会の資料をいろいろ拝見させていただきますと、例えばアメリカでは未上場株式に投資できる投資家の資格ということで、自衛力認定投資家、Accredited Investorという概念で運用されていて、それがアメリカの全家計の18.5%というのを拝見しております。日本の投資家層の中で特定投資家というものがどれぐらい拡大していくかということ指標としてチェックしていくということで理解しておるのですけれども、それでよろしいのかということで、3点御質問させていただきます。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、今の点について御回答をお願いいたします。

○金融庁（齊藤市場課長） では、齊藤から1点目と3点目についてお答えさせていただければと思います。

まず1点目、懇談会のメンバーについてでございます。メンバーの中には、発行会社の方、あるいは発行会社側の御事情をよく分かっている方も、オブザーバーも含めて入っていただいているところでございます。当然、我々としても、懇談会の場だけでなく、そうした問題意識を持っていらっしゃる団体の方とも意見交換をさせていただきながら、見直しに向けてしっかり取り組んでいきたいと考えているところでございます。

3点目、個人の特定投資家の要件の明確化のところでございます。対象範囲の拡大ということで御指摘いただきましたけれども、対象範囲の拡大を含めて検討することを通じて裾野拡大に向けた取組を行う、そういった規制改革の計画になっておるところでございます。金融庁といたしましては、先ほど御説明した特定投資家の知識経験の明確化によりまして、特定投資家になることが想定される方の裾野がかなり広がるものと認識しております。（通信不良）については、懇談会の議論も踏まえて考えていきたいと考えているところでございます。

○落合座長 途中で一瞬切れましたので、1つ目の御回答の最後の部分を念のため御回答をお願いいたします。もしかすると結論に当たる部分かもしれないので、すみません。

○金融庁（齊藤市場課長） 1つ目とおっしゃいますのは、懇談会のメンバーのところですか。

○落合座長 そうです。

○金融庁（齊藤市場課長） 懇談会のメンバーとしては、発行者側の方、あるいは発行者の立場をよく理解されている方々にオブザーバーも含めて入っていただいているところでございます。我々といたしましては、懇談会の場だけではなくて、経済団体の方も含めて意見交換等を密にさせていただきながら、しっかりと検討していきたいと考えているとこ

ろでございます。

最後、PDCAのところでございますけれども、特定投資家の人数も確認すべきだという御指摘だったと思いますので、今後、どういったものを指標にPDCAを回していくことが適当かについては考えていきたいと思っております。

以上でございます。

○落合座長 野崎課長、お願いします。

○金融庁（野崎企業開示課長） 2点目、1のcのところでございます。先ほど前半の御説明のところ、開示の簡素化の内容については御説明させていただきました。

それから、さらにどの部分を金額に応じて段階的に簡素化していくのかというのは、既に今年の2月に施行した開示の状況も踏まえて検討する必要があるかと思っております。なので、「例えば」以降で、具体的にどういったところを段階的に簡素化を想定されていたのかというところの利用者側のニーズの解像度がより高まれば、それも踏まえて我々は引き続き検討していければと思います。

開示の制度全体につきましては、冒頭に申し上げたように、コストの分析の結果も踏まえて、全体像も見ながら引き続き検討を進めていければと考えております。

○落合座長 川本委員、よろしいですか。

○川本専門委員 説明ありがとうございます。

懇談会については、個別に発行者の方も懇談会のメンバーに入っておられるのは分かるのですが、このように非常に幅広い事業者ニーズを捉えていらっしゃる、こういう経済波及効果の大きい規制改革を議論するときには、そういう方々からの意見を十分吸収した上で制度設計すべきだと思いますので、ぜひ懇談会でも意見を聴いていただいたほうがいいのではないかと。これは要望になりますけれども、ぜひお願いしたい。

それから、投資家の対象範囲の拡大については、おっしゃいましたようにかなり広がっているということですが、それは日本の家計で言うと何%ぐらいなのかというところについて、しっかりとデータで確認しつつ、アメリカも一つのベンチマークとしつつ、18%と比べてどうなのだとということも含めてチェックしていただく必要があるかなと思いました。

それから、野崎課長からの御回答の中で、繰り返しになりますけれども、去年の計画で、早期に実施するとともに、それは既に織り込み済みなので、まさに実施計画の本筋は、例えば届出免除基準というものを見直して簡素な開示ルールをつくっていくというところに肝があったということで、実際に私が聞いている範囲では、御説明のあった現在行った簡素化措置でも上場企業並みの開示が必要で負担になるということで、未上場株式の発行という事業者ニーズということからすれば非常に限定的だということをいろいろなところから伺っております。今日の経済団体からも伺っておりますので、ぜひそこは早急に本筋の検討に入っていただきたい。これも要望でございます。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

今の川本委員のところに関連しまして1点。野崎課長から先ほどニーズが具体化してきたらというところの話、ないし、考えているところの明確化というお話があったように思っておりますが、その辺りについては今後具体的にこういうところに聞いていかれるとか、そういうプロセスとか、そういったところは何か御想定のところはありますでしょうか。

○金融庁（野崎企業開示課長） こちらの議論は、諸外国の例も含めて、いろいろと見ながらされていると思うのですが、階段状に開示を変えていくというところとか、どういったものを参照の上で議論されているのかというのは、我々も十分勉強し切れていないところもございますので、そういった意味で、引き続き、様々な関係者の方と実際に意見交換を続けていければと思います。

あと、今、川本委員から御指摘がありましたように、我々は制度が許容できる範囲内では最大限簡素化を、監査を1期分にするとか、今年2月に施行したということもございますけれども、それでも有価証券報告書と変わらないという御指摘があるという御意見もありましたので、具体的にそういったことをおっしゃっている方から可能な限り御意見を伺いながら、よりよい制度の検討に向けて議論を進めていければと考えております。

○落合座長 ありがとうございます。

そうしましたら、ヒアリング等も進めながら議論を進めていただくようお願いいたします。

もう一点ですが、間下委員とか川本委員からの御質問でも一部あったかなというところがありますが、特定投資家の範囲の明確化というところだけではなくて、範囲拡大というところまで、というのが御質問の趣旨だったかなと思いますが、齊藤課長のほうでそこまで念頭に置かれて議論されていくのかどうか、というところについてお伺いしたい。

あと、念のため、間下委員がかなり強くおっしゃられましたので、いろいろな検討の結論の時期が令和7年度を念頭に置かれているのかなとも思うのですが、この辺りもどのようにお考えかをお教えいただければと思います。

○金融庁（齊藤市場課長） ありがとうございます。

まず、特定投資家の範囲の拡大ということでございますけれども、ここはQ&Aの改正の中で実質的に対象となる者が大幅に拡充されているものと認識しています。これを超えて特定投資家の対象を拡大するかどうかということにつきましては、特定投資家に対しましては、証券会社が勧誘するに当たり適合性の原則が外れるということがありまして、自己責任が強く求められるといったこともございますので、その点はよく踏まえながら考える必要があるかと考えているところでございます。

もう一点、懇談会の結論を得る時期でございますが、これは議論が収束するかどうかといったところにもよってくるかと思っておりますけれども、この夏には結論を得るように取り組んでいきたいと考えているところでございます。

○落合座長 ありがとうございます。

1点、後半の部分ですけれども、今後のいろいろな措置のプロセスとして、検討会自体で、ある種のこういった規制改革で言うときの措置というところにつながるような結論になっていくのか、それとも別の金融審とかそういったものを挟まれるかどうか、その辺りはいかがでしょうか。そこは特に別途金融審を挟むというわけでは必ずしもないというイメージでしょうか。

○金融庁（齊藤市場課長） どのような結論に至るかにもよりますけれども、例えば、非上場会社の株式の投資勧誘を禁止する、それは日証協の自主規制でございます。こうした自主規制の改正を行うことについては、内容によるところはあると思いますけれども、基本的に金融審議会で御議論するというよりは、自主規制の改正作業を日証協において行っていくことになろうかと考えております。

日証協において具体的な規則を改正するに当たっても、日証協としてのプロセスがあるかと思っておりますので、懇談会の結論が得られれば、それを踏まえて具体的な改正内容等の検討をしていくというのが通常のプロセスだと理解しております。

○落合座長 ありがとうございます。

間下委員のほうは、内容によってであるというのは全くもっておっしゃるとおりかなとは思いますが、多分最終的な結論がどういうふうになるのか、というところも念頭に置かれているかなと思っておりますので、そこも含めて今後いろいろな組立てを進めていただければと思っております。

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。

金融庁さんのほうで毎年のように金商法を変えていただいて、それは規制改革推進会議からいろいろな形でお願いを出させていただいたものに対応した形で少しずつ修正をいただいているかなと思っております。少額募集、特定投資家の範囲拡大、登録PTSなど、それぞれがそういう形になっているかと思っております。

他方におきまして、先ほどの日商さんとか新経連さん、私自身もそうなのですが、一言で申し上げると、「これではない」感がすごいということではないかと感じているところでございます。

何でこういうことになっていくかということで、ずっと観察をしてきた者からいたしますと、特に非上場株式の領域を見ていて、日々危機感なりを感じている立場からしますと、一言で言うと、証券、非上場株の世界の景色を変えてかなければいけないのではないかと、いうことを皆さんが異口同音におっしゃっていると感じているところでございます。

さっき日商さんのものでも、49人の声かけの保護とか、そういうことではなくて、アクセスは認めた上で何か考えられることはないかみたいな話もありましたし、自己責任というものの考え方の転換みたいなところもあったと思うのですが、そういう価値観の転換みたいなことをやらないと、恐らく我々は間に合わないと感じているというのが、間下委員も含めた非上場株を触っている人たちのみんなの総意ではないかという感じがして

いるわけでございます。

今までお話をお伺いしているところだと、政策当局のほうでやっていたというのは、これは何度か出ましたが、制度の枠組みの範囲内という言葉が出てきておまして、ここが我々が景色を変えていかないといけないと言っていることと根本的にかみ合っていないのではないかと感じざるを得ない。こんなところでございます。

もちろん規制改革推進会議は規制改革をやるというミッションで出ていますので、割といろいろなことを言いますから、バランスを取らなければいけないというのは分かるわけですけれども、ここの議論を見ていると、ライドシェアをしましょうというものに対して、答えが日本版ライドシェアをつくりましたというものに似ているのかなと感じるところが非常にございます。

ここで、これは言ってもしょうがない部分があるというのは分かっているのですけれども、1点大きく御質問をさせていただくと、今回、暗号資産を金商法の中に入れるみたいな、我々からすれば離れ業みたいなことを一方でやられる金融庁さんが、他方において証券の領域で、昔、昭和何年みたいなときにつくられた制度の枠組みと呼ばれているものを常に墨守をしながら、その枠組みの中での細かい改正にとどまっている。その結果、非常に複雑になって、非常に使い勝手の悪い金商法になっているというのが現状でありますけれども、ここを抜本的に変えるような動きをするためには、何の働きかけなり、座組みなりが必要になってくるのか。どうもこれは審議会ではなさそうだと最近思っております。審議会自体が金融庁の事務局でお座敷を回しているというのもあると思うのですけれども、非上場株のこのテーマにちゃんと解決をするための枠を、官僚の方々をリスクにさらさずに行うためにはどんなやり方があるのかみたいな部分は、相談、アイデアがありますでしょうかというのを、職分との関係では大きなことをお願いをしているのですけれども、ここを解決しなければずっとこの問題が残ってしまうので、今回、わらにもすぎる思いで御相談ということでございます。

以上です。

○落合座長 ありがとうございます。

増島先生、今のは金融庁様にですか。

○増島専門委員 金融庁様はこれをびたっとお答えできるだけのあれではないかもしれないのですけれども、まず問題意識についてどういうふうにお受け止めいただけているのかという部分と、先ほどの問題意識に対してもしお答えできることがあればお願いしますという形でいかがでしょうか。

○落合座長 では、金融庁様、可能な範囲でお願いいたします。

○金融庁（野崎企業開示課長） まず、私のほうからお答えさせていただければと思います。

非常に奥の深い御提言かなと思っていて、私も開示の世界に接して何年かになるのですけれども、金商法の条文を初めて読んだときは、非常に複雑で分かりにくく、なかなかハ

一ドルが高いという部分がありました。徐々に制度を知るに当たって、それぞれの経緯も含めていろいろと制度を理解していく中で、例えば49人縁故者という制度は実は日本しかなくて、情報開示なしに個人からお金を集めてもいいよというのは、皆さんはアメリカの制度を倣ったらどうかとおっしゃるのですけれども、アメリカには一般投資家から情報開示なしに集めるという制度はないのですが、それは歴史的経緯でできている。1億円も1回5億円に上がって、また1億円に下がったとか、それぞれの制度がそれぞれの理由があって今に来ているということでございます。

そこで、いろいろともやもや感が残るところで、例えば、先ほどの少額募集で段差をつけて開示を緩めろという御指摘もあったのですが、それはさらに制度を複雑にするような御提案もあって、どちらに向かうのがベストなのかというのは、いろいろな関係者が様々な思いを持っているところでございまして、我々が結局よって立つ、原点に戻るといふか、もともと証券法はアメリカのSECから来ているので、アメリカはどうしているのだろう、ヨーロッパはどうだと海外を見ながらとか、世界を見たり、歴史をたどったところで今の制度ができている。

そういう中で、そこを抜本的にどうするかというのは、なかなか役所のほうからは出てきにくいというのは増島先生のおっしゃるとおりなので、逆にビジョンを、どういう開示を目指すのかということころは、まさに今、有報の在り方自体もいろいろと問われている、情報開示の在り方自体も問われているので、どういった情報開示をどういう人に届けていくのかというようなアプローチということころを大きな議論も併せてやっていく必要はあるのかなというのは、個人的な思いとしては今お話を伺って感じた次第です。お答えになっていないと思いますが、私の考えです。

○増島専門委員 非常に真摯に御回答いただきましてありがとうございます。

今回いろいろ変えていただいた制度も、マーケットの話を聞くと、せっかくこれをしていただいたのに、これだとちょっと使えないのですよという声が多いですね。できる範囲のことをやっていただいたということだと思えるのですけれども、できたものが使われない問題がずっと起こっていると思うのです。多分、これだとアプローチがうまくいっていないかもしれない。課題が結局解決されていないということのような気がしました。バランスを取らなければいけないのはおっしゃるとおりなのですけれども、その結果、課題が解決されないことは、結果としてうまくいっていないという評価になってしまうのが、御努力をいただいているだけに非常に残念で、ここは突破できないのか。

特定投資家の部分も、特例業務対象投資家であればもうちょっとAccredited Investorみたいにやっているわけですがけれども、これが取引経験1年とか何とかというのがつくると広がり全然出てこない。制度のつくりつけの部分でうまくいっていない部分がどうしても出ていて、この辺は制度の枠組みの中でやるとこういうことになってしまうみたいな部分があるところどころで起こっているかもしれない、この辺をうまく突破できないか。

日証協さんとの議論を今やっただけだと思えるのですけれども、何々は検討しな

い前提でとやると、ここを検討しないとうまくいかないのだよという突っ込みが入ってしまうのもその一つかもしれないのですけれども、せっかくやっていたいでいるものが、成果につながって非上場株式市場がきちんと立ち上がっていくという結果を目指すためにどうしたらいいかということであれば、制度をつくる側も、利用する側、提案する側も、皆さん同じゴールに向かっていけるような気がするので、何かそういうことができないかなと考えていた次第でございます。どうも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、瀧委員、お願いいたします。

○瀧専門委員 お時間も過ぎていると思うので、手短に2点、いずれも野崎さん向けになるかもしれないけれども、御質問になります。

まず1つ目が、現状、昨年の答申でもKPIについて検討する的な扱いになっておるのですけれども、今日、どちらサイドにおいても数字をベースにした議論はできていないなという感覚がございます。結局、KPIという表現以上の解像度で、目指すべき可視化できるゴール像が、かみ合っていないというよりは、ちゃんとみんなで定義していくプロセスが必要なのかなと思っています。

そういうことを考えますと、明確にどんな目標に向かって議論するか、そもそもうまく議論できていない感じが先ほど増島先生の意見にも表れているのかなと思っています。

何らかKPIは早めに、目標をしっかりと立てていくべきというのが私からの要望でございます。それは必須化するといいますか、どの辺りがあったら逆に言うところの政策は成果と言えるところをやっていくべきタイミングに来ているかなと思いましたので、まずその点についてコメントをいただければと思っています。

2点目は、自社でこのトピックを取られたときにどう思ったかなというポイントですけれども、上場前というのは情報を出さないで済むから上場していないというケースはすごく多いわけでございます。また、常に取引可能な状況を求める、常時の流動性を求める状況でもないからこそ非上場でいるという選択をするわけですけれども、そういうときに、私たちは上場する前であるとしてもばれたくない数字が2つあるわけです。1つは、例えば前回増資をした後にダウンラウンドがあったという情報が、もちろん開示しなければいけないような状況になったときには明らかにするのですけれども、そうではないことがあったときに、それは不要ないろいろな不安を生んでしまうので、例えばダウンラウンドがあったみたいな情報はできるだけ開示したくないというのは、海外の報道を見てもよくあることかなと思っています。

また、事業会社の最も重要なKPIを出さなければいけないというのも、ライバル会社からしたらそれを活用して攻め込まれる手段になりますので、そういうものは表に出さずに、情報管理にたけた、イメージで言うと証券会社に専門でデューデリをしてもらって、直接そこから候補となるような投資家群につないでもらう、いわゆる言葉どおりのプライベートな取引にしていくというのが、私たちが上場前に取り得たとしたら、そういう手段があ

ったほうがよかったなと思っています。

そういう内々に何とかしていきたいという方向性と、今ある整備というのはどちらかというと透明性を持って投資家保護に努めているようなところがあると思いますので、前者のケースをどのようにお捉えになっていきますかというのは多くのスタートアップに共通した課題感かなと思っていますので、齊藤様と野崎様のどちらに当たるか分からないのですけれども、この2点をお聞きできればと思います。よろしくお願いします。

○落合座長 金融庁様、2点お願いいたします。

○金融庁（野崎企業開示課長） 我々、企業開示の制度を所管する立場としては、適切な情報開示の下での自己責任というところが大原則で、先ほど増島委員からの御回答でも申し上げたのですけれども、もともとよって立つSECの情報開示のところでも、ちゃんと日光を当てるということで逆に言うと不正というか、そういったものも光が常に当てられているという規律の中で保たれているというようなことは情報開示の制度の歴史的経緯にあるという中で、そういう大前提の中で、他方で企業の方々のそれぞれの段階における資金調達のニーズに沿って負担を軽減するとか、そういったアプローチで今の制度が組み立てられているのかなと考えてございます。

そういった実際のお金の出し手の立場に立って、本来どういう情報がその人に提供されるべきなのかということと、今、瀧委員がおっしゃったような企業側の思いは、どういったところで均衡点というか、最適な枠組みとして実現し得るのかということをしつかり検討していく必要があるのかなと思っていますので、瀧委員のニーズも十分理解する一方で、企業にとって出したい数字を知らされないまま投資をするという投資家のリスク許容度なり、自己責任の原理をどこまで追求するのかというところのバランスかなと考えております。

○落合座長 あと、全体のKPIというか、PDCAというか、そちらのほうについても御質問があったかなと思いますけれども、いかがでしょうか。

○金融庁（齊藤市場課長） KPIについて、私から答えさせていただければと思います。

冒頭の御説明でも申し上げましたけれども、KPI、PDCAの回すやり方も含めて、日証協との懇談会では議論をさせていただくことを考えているところでございます。

KPIにつきましては、どのようなターゲット、投資家層を念頭にどのように活性化を図っていくか、そういった中身と当然関連してくるものなので、そこも踏まえてKPIを設定していくということだと思いますので、この夏までに懇談会の一定の結論を見いだしていきたいと申し上げましたけれども、その中でKPIにつきましても併せて考えていきたいと思っています。

○落合座長 瀧委員、よろしいでしょうか。

○瀧専門委員 KPIの考え方は、不正な発行主体が生まれなかったというのも非常に重要な目線だと思いますし、単純に数を追ってくれという話だけではないことは重々思いますが、当然そのバランスを取りにいったときに、1件のとんでもないケースで全部が破綻す

るみたいなリスク許容度で見ると、どうしてもこれは証券投資であるという目線でやるのかということに、ちゃんとした頭の使い度があるのだろうと我々は考えていきたいなと思っていますので、どうぞよろしくお願いいたします。

○落合座長 ありがとうございます。

ほかに御発言がある方はおられますでしょうか。

特におられないようですので、本日の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、時間の制約で発言できなかった御質問等がある場合には、事務局に対して4月23日水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とめて御連絡をいたします。

本日は、スタートアップの資金調達をめぐる2つの議題について議論をいただきました。議題1については、融資に関わるものであり、本ワーキングにて2月にも地銀を含む銀行等による新株予約権付融資の活用に向けた環境整備について議論を行いました。今回はノンバンクからの資金供給の拡大を見据えた議論を進めてまいりました。ノンバンク社債法の見直しに加え、貸金業法の在り方も含め、幅広い問題提起があったところです。

議題2の非上場株式の発行・流通の活性化については、株式投資に関わるものであり、スタートアップ等の非上場企業が成長段階に応じて円滑に資金調達ができるよう、昨年の規制改革実施計画で掲げた事項のフォローアップを行いました。

スタートアップのさらなる成長を実現させるためには、これら融資や株式による資金調達を拡大させるための環境整備を、引き続きスピード感を持って進めていく必要があります。

本日の議論を踏まえ、金融庁に御検討いただきたい内容を申し上げます。

議題1のスタートアップへの資金供給の拡大に関しては、与信分野での柔構造化の議論は、金融庁の資金決済制度に関するワーキングでも議論がなされていたところですが、貸手や借手企業が直面する融資等に係る課題について、与信分野でもデジタル時代に応じたリスクベースでの考慮をすべきであり、法人か否か等の借手の属性に応じて適用する規律を区分することが重要との指摘等を踏まえつつ、資金需要者の保護及びスタートアップへの資金供給の拡大の観点から、貸金業法、出資法、利息制限法も含め調査を行うとともに、対応案を検討し、結論を得次第、必要な措置を講じるようお願いいたします。調査・検討については、年内に開始してください。

その際、ノンバンクが社債による資金調達を行う際の資本金10億円以上との登録要件がスタートアップへの資金供給の制約になっているとの指摘も踏まえ、その見直しの要否についても検討を行うようお願いいたします。

本日のワーキングでは、ノンバンク社債法の見直しの視点として、法人かどうかといった借手の属性に着目する案や、プロ投資家であるかどうかといった社債投資家の属性に着目する案、柔構造化に当たり、デジタル技術を活用したガバナンスに着目する案なども提案されましたので、与信分野の柔構造化よりも早いタイムラインでノンバンク社債法の検

討を先行する可能性を検討することも含め、こうしたアイデアも幅広く御検討いただければと存じます。

次に、課題2に関しては、令和6年の規制改革実施計画に基づき、投資家保護の要請も踏まえつつ、スタートアップへの資金供給の拡大の観点から、非上場株式の発行・流通の活性化に係る検討を進め、速やかに結論を得て、必要な措置を講じるよう、未着手の事項を中心に取組の加速を行い、令和7年度以降、それぞれできる限り前倒しをして、結論、措置に至れるよう対応をお願いいたします。

本日も、グロース市場の上場維持基準100億円に関する議論がなされていることとの関係で、スタートアップの資金調達、エグジットに関する議論を早急に進めることは従前にも増して極めて重要な局面になるとの指摘もあったことも踏まえ、御検討をお願いいたします。

例えば、公募による発行市場の活性化については、株式による資金調達における事業者負担に関する実態調査の公表結果を踏まえた、有価証券届出書の届出免除基準の引上げを含めた制度の在り方や、少額募集における開示のさらなる簡素化を検討し、調達取引の内容、対象とする投資家やスタートアップの情報開示の負荷についても考慮して、合理的に利用される開示制度となるよう、現状の部分的・小幅な改善にとどまらず、必要な法令事項の見直しを含めて適切に検討・措置を進め、合理的な開示制度となるよう見直しをお願いいたします。

また、私募による発行市場の活性化においては、少人数私募における人数要件の緩和や、人数計算を勧誘者基準から取得者基準に変更する等、広く私募の在り方について検討を行い、結論を得るようお願いいたします。証券会社の仲介・勧誘ルールの整備に関しても、実効性のあるような形で見直しをお願いいたします。

さらに、特定投資家の要件のうち、「特定の知識経験を有する者」の対象範囲については、Q&Aの整備等による明確化のみならず、対象範囲の拡大の検討を行うことで、特定投資家の裾野拡大に向けた取組を行うようお願いいたします。

最後に、将来目指すべき姿を明確にし、KPIを設定した上でPDCAサイクルを回して、よりよい制度に向けて継続的改善がなされることが大事ですので、早めに将来像を意識した議論を進めていただくよう、重ねてお願いいたします。

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。

速記及びユーチューブはここで止めてください。