

国家戦略特区ワーキンググループ ヒアリング（議事要旨）

（開催要領）

- 1 日時 令和6年5月23日（木）15:07～15:36
- 2 場所 永田町合同庁舎7階 特別会議室（オンライン会議）
- 3 出席

＜WG委員＞

座長	中川 雅之	日本大学経済学部教授
座長代理	落合 孝文	渥美坂井法律事務所・外国法共同事業 プロトタイプ政策研究所所長・シニアパートナー弁護士
委員	阿曾沼元博	順天堂大学客員教授、医療法人社団混志会社員・理事
委員	安藤 至大	日本大学経済学部教授
委員	安念 潤司	中央大学大学院法務研究科教授
委員	岸 博幸	慶應義塾大学大学院教授
委員	菅原 晶子	公益社団法人経済同友会常務理事
委員	堀 天子	森・濱田松本法律事務所パートナー弁護士
委員	本間 正義	アジア成長研究所特別教授、東京大学名誉教授

＜関係省庁＞

齊藤 将彦	金融庁	企画市場局市場課	課長
犬塚 誠也	金融庁	総合政策局総合政策課	総合政策企画室長

＜自治体等＞

平野 慎也	福岡県	企業立地課	企画監
松浦 令治	福岡市	経済観光文化局投資交流推進部	部長
岡崎 敏治	福岡市	経済観光文化局国際金融機能誘致担当	課長
塩田 優一	福岡市	経済観光文化局国際金融機能誘致担当	係長

＜事務局＞

安楽岡 武	内閣府地方創生推進事務局	審議官
正田 聡	内閣府地方創生推進事務局	参事官
佐藤 弘毅	内閣府地方創生推進事務局	参事官

（議事次第）

- 1 開会
- 2 議事 「適格機関投資家等特例業務」に係る投資家の出資要件の緩和について
- 3 閉会

○正田参事官 それでは「国家戦略特区ワーキンググループヒアリング」を開始いたします。

本日の議題は「適格機関投資家等特例業務」に係る投資家の出資要件の緩和についてということで、福岡県、福岡市、金融庁にオンラインで御出席いただいております。

本日の資料は、福岡市と金融庁から御提出いただいております。議事につきましても公開予定でございます。

本日の進め方でございますけれども、まず、資料の説明を福岡市から7分程度、金融庁から7分程度で行っていただきます。その後、委員の皆様方によります質疑・意見交換に移りたいと思います。

それでは、中川座長に議事進行をお願いいたします。

○中川座長 それでは、これから「適格機関投資家等特例業務」に係る投資家の出資要件の緩和に関する国家戦略特区ワーキンググループヒアリングを行いたいと思います。

関係者の皆様はお忙しい中、御参加いただきましてありがとうございます。

それでは、早速福岡市から御説明をお願いします。

○岡崎課長 福岡市の国際金融機能誘致担当の岡崎と申します。

本日は、御説明のお時間をいただきまして、どうもありがとうございます。

適格機関投資家等特例業務に係る投資家の出資要件の緩和について、スタートアップの成長支援につなげ、個人投資家がより投資しやすい環境整備を図る提案をさせていただいております。この取組で資産運用立国実現プランが掲げます家計金融資産が投資にも向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元される成長と分配の好循環の実現にも貢献できるのではないかと考えております。

資料の説明になりますが、適格機関投資家等特例業務に係るベンチャーファンドは、簡単に申しますと、非上場株式などに80%以上出資するファンドで、届出の金融ライセンスで組成ができ、エンジェル投資家などから資金を募ることができるファンドとなっております。

エンジェル投資家、ベンチャーファンドの現状と課題ですが、アメリカにおいてはエンジェル投資の金額が約3兆円でベンチャーキャピタル投資全体の約8%を占めておりますが、日本ではそれが約126億円で約3%と、まだまだ規模としては非常に小さな状況でございます。とはいえ、エンジェル投資家数、それから、投資額ともに増加傾向でございます。それに伴い、このベンチャーファンドの組成のニーズは増加しているものと考えております。

スタートアップなどへのヒアリングからも、エンジェル投資家からの出資など、資金調達機会を非常に求めています。個人の株主が増えることは望んでおらず、こうしたベ

ンチャーファンドに集約される形での出資は非常に歓迎しており、エンジェル投資が増加する中で、受け皿の一つとして期待される制度と考えております。

一方で、数百万から数千万規模の出資を望むエンジェル投資家には、ベンチャーファンドの出資割合に制限がございまして、ここがファンド組成の阻害要因になっているという声もいただいているところでございます。

規制緩和に関する具体的な提案内容になりますが、そもそもこのベンチャーファンドの組成には、資料の左上の①に該当する企業や金融機関や保有有価証券残高が10億円以上の個人などの適格機関投資家と呼ばれる方が1名以上の出資が必須となっており、それ以外の出資者として②にございます投資性金融資産を1億円以上保有する個人の方、いわゆるプロ投資家など、それから③、分かりやすいようにエンジェル投資家という表記しておりますが、投資性金融資産が1億円未満を保有する企業財務やM&A、IPOなどの実務経験者などの出資を募り組成されるようなものになります。現行はこの③に該当するエンジェル投資家の出資額がファンド総額の2分の1未満に制限されており、緩和案といたしまして、この制限の適用除外をお願いするものでございます。

本提案の実現でスタートアップへ投資するエンジェル投資家の裾野の拡大や、企業中心だったスタートアップ支援に加え、個人が支援する機運の醸成、それから、福岡、九州を始めとするスタートアップへの投資機会、成長資金の供給拡大の効果を期待しているところでございます。

最後は、参考までに関係法令である金融商品取引業等に関する内閣府令と、先ほど御説明いたしました③に該当する方を除外していただく改正案を記載したものになります。

簡単ではございますが、説明は以上です。

○中川座長 ありがとうございます。

続きまして、金融庁から御説明をお願いいたします。

○齊藤課長 金融庁市場課長の齊藤と申します。本日は、こうした説明の機会を頂戴いたしましてありがとうございます。

早速資料の説明をさせていただければと思います。

まず、今、福岡市から御説明のありました適格機関投資家等特例業務についての概要を御説明させていただければと思います。

6 ページ目のスライドの一番上の四角でございますけれども、金融商品取引法上、基本的にファンドの販売・運用を行っていくためには、金融商品取引業としての登録が必要となっているところであります。

一方で、規制の柔軟化・柔構造化ということで例外的な枠組みがございまして、それがこの適格機関投資家等特例業務でございまして、1名以上のプロ中のプロである適格機関投資家及び49名以下の一定の投資家が出資するファンドについて、これはプロ向けファンドと称しますけれども、この販売・運用につきましては届出により行うことができるといった

枠組みがございます。

こちらにつきましては、制度の導入当初については49名以下の投資家について、特段の属性の限定はございませんでした。しかし、この枠組みを利用して適格機関投資家が名目的な出資を行って、実態としては一般投資家向けにファンドの販売・運用が行われるという特例が悪用される事例がかなり生じ、投資家被害が拡大したことを踏まえ、平成27年の改正によりまして、この49人の対象となる投資家については限定をかけております。これが左下の図でありますように、49名以下のところについてでございますが、一定のプロと考えられるような投資家に限定をかけているところでございます。

このプロ向けファンドについての投資家の限定は、ベンチャーファンドについてさらに特例が設けられているところでございます。成長資金供給の役割があるベンチャーファンドについては一定のガバナンスの確保等を前提としまして、49名以下の対象となる投資家の範囲が通常のプロ向けファンドよりも拡大されているところでございます。

一方で、その拡大された投資家については、必ずしもプロと同水準の投資判断能力があるとは限らないため、投資者保護の観点から踏まえ、ベンチャーファンドについてのみ対象となる投資家からの出資額は、このベンチャーファンドの出資額の総額の2分の1未満に制限されているところでございます。7ページ目のスライドの下側の図の49名以下のところですが、真ん中に網掛けをしておりますけれども、特例業務の対象となる投資家について、ベンチャーファンド限定でM&AでありますとかIPO等の実務経験がある者、認定経営革新等支援機関、これは弁護士などがございますけれども、あるいは上場会社等の役員といった方々についてはベンチャーファンドに限って出資総額の2分の1未満まで出資できることになっているのが現状でございます。

8ページ目のスライドは、先ほど福岡市から御提案があった内容でございますので割愛させていただきまして、次の9ページ目、福岡市からの要望を踏まえまして、検討の方向性についてでございますけれども、金融庁といたしましては御覧のような方向で考えたいと思っております。すなわち適格機関投資家等特例業務は、過去に一般投資家への販売による問題事例が生じたことを踏まえると、出資対象者の範囲を拡大することについては、基本的には慎重に検討していく必要があるものと考えております。

一方で、ベンチャーファンドについてのみ特例業務の対象となる投資家のうち、以下①から③に掲げていますような投資家については、先ほど御説明のあったニーズのあるエンジェル投資家の属性ともおおむね合致する一方で、ベンチャー企業の経営に関して相応の投資判断能力があると考えられるのではないかと考えているところでございます。

①②③としまして、①はM&A、IPO等の実務経験のある方、②は認定経営革新等支援機構ということで、中小企業等の財務等について専門的知識や支援に係る実務経験が一定レベル以上にある方として、経済産業大臣や内閣総理大臣により認定される者として弁護士、会計士等々の方々、あるいは③としまして、そういった方々の資産管理会社等については

一定の投資判断能力があるものと考えております。

このため、一番下のところでございますけれども、金融当局による重点的なフォローアップによりまして投資者保護を確保することを見据え、まずは実証的に国家戦略特区内に所在するファンド・特例業者に限定することで、こうした①から③の投資家について出資総額の2分の1の制限、これについて除外してはどうかと考えているところでございます。

私からは以上でございます。

○中川座長 ありがとうございます。

それでは、ワーキングの委員の皆様から御質問・御意見をお伺いできればと思いますが、いかがでしょうか。

落合委員、お願いします。

○落合座長代理 それぞれ御説明をいただきましてありがとうございます。

まず、福岡市のほうにお伺いしたいところとしては、エンジェル投資家であったり、ファンド側のほうからどのような具体的な要望があるのかです。また、地域限定に関する考え方として、何らかの御要望がありそうかどうか、という二つを最初にお伺いしたいと思いますが、いかがでしょうか。

○岡崎課長 福岡市の国際金融担当の岡崎です。御質問をありがとうございます。

今回の提案に当たりまして市内のスタートアップや、スタートアップを支援する方々、実際にファンドを運営する事業者にはヒアリングをさせていただいています。その中で、スタートアップ側としては色々な資金調達の手法が増える一つとして、こういう取組が広がるのは非常にありがたいというお話であったり、例えばエンジェル投資家として、どういった人が出資しているかというのもスタートアップにとっては大きいということで、業界で有名な方が少額でも出資していただいていることが一気に資金が集まってくるきっかけになったこともあるということです。

一方で、先ほども御説明いたしました、その会社の株主として個人の数が増えるのは色々手間がかかってしまうので、ファンドという形で出資いただくほうが嬉しいというお声をいただいているところです。

地域限定の話ともつながってくる場所ですけれども、ファンド運営者側からしても、東京でしか活動していない状況でも、特区の制度の中で例えば福岡でこの規制緩和を活用できるということであれば、是非福岡でファンドを立ち上げたいというお声もいただいているところでございます。地域を限定していただくこと自体は、非常に好ましいのかなと思っておりますし、東京以外で福岡にそういったファンドが設立されることで、福岡・九州のファンドへの出資の機会、スタートアップの資金調達の機会も増えるようになってくるのかなと、さらには今、エンジェル投資家ではない方も、身近にそういう投資・出資の機会ができることで、新たにエンジェル投資家として歩み出す機会になるのではないかと、いうところで期待しているところでございます。

以上です。

○落合座長代理 どうもありがとうございます。

御説明を踏まえますと、要件の整理について、さらに追加して整理すべき点について要望が出ているわけでも必ずしもないように思いました。また、地域限定の方法も、逆に言うと、こういう形で限定がかかっていたほうが、地方というか福岡にファンドが誘致できることにつながるのではないかということで、むしろ好意的に見ていただく整理になっていたと思いました。

そうしましたら、金融庁のほうに、今の質疑を踏まえて御質問させていただきたい点としては、福岡市のほうで御提案いただいている、第一義的には提案された方が利用できることが大事だと思います。一方で、特区の区域の中では、ほかの区域の手挙げがある場合に御利用いただけるようにすることも必要ではあります。東京の場合なのか、大阪とか札幌かどこか分かりませんが、ほかの国際金融都市などがございますので、そういったところから手挙げがあった場合に、福岡に限らず利用が可能なものになっているかどうかです。

もう1点が、今回の、措置を行っていただくのに当たって一定のモニタリングを行っていただくことになろうかと思えます。それがどの程度のものになるのでしょうか。あまり厳しすぎるとということも、もしかするとあるかもしれない一方で、投資家保護の観点では適切に運用がされないと、最初に議論になったような潜脱的行為などがあってはまずい側面もあります。その両論があり、バランスが難しいところもあろうかと思えます。このあたりはどのように実施していかれるかをお伺いしたいと思えます。

以上2点をお伺いしたいと思えます。

○齊藤課長 金融庁の齊藤でございます。御質問をいただきありがとうございます。

まず1点目でございます。福岡市以外に特区の対象となる地域から手が挙がってきた場合ということでございますけれども、そこは同様に考えていくものと思っております。

2点目、モニタリングにつきまして、どの程度していくのかということでございますけれども、これにつきましては基本的に投資者保護上の問題が生じていないかフォローしていくことになろうかと思っております。事前に何か厳しく対応していくということではなく、運用されている状況を定期的にフォローアップしていくことになるものと考えておりますので、御指摘のようなバランスということも踏まえながら運用していくことを検討していきたいと思っております。

○落合座長代理 ありがとうございます。承知いたしました。

○中川座長 ありがとうございます。

ほかの方はいかがでしょうか。

堀委員、お願いします。

○堀委員 福岡市からの御提案ということで、スタートアップの育成や投資機会の拡大と

いう観点から、エンジェル投資家用のファンド組成の場合に一定の適用の除外、出資制限の適用除外を御検討いただいていることについて、非常に興味深く拝聴いたしました。

この御提案の背景として、エンジェル投資家やベンチャーファンド側から、例えば具体的に要望を受けられているのか、福岡市として把握されているニーズのようなものがあれば、お伺いしたいというのが1点でございます。

それから、金融庁におかれまして、このベンチャーファンドに関しては一定の特例業務の対象となる投資家からの出資について、出資額の総額の2分の1未満に制限しているのは、元々の趣旨がプロと同じ投資判断能力があるとは限らないため、投資家保護の観点からだという御説明だと思えます。

ここで特区から具体的な要望があった場合に、どこを地理的に見ていくことで、そのリスクを抑えていくことが可能なかどうか、この点についてベンチャーファンドの所在地で見るということが一つ御提案だと思うのですが、その投資先が在籍して、非上場のスタートアップ企業に対して投資している、それが地場企業だから地場の応援で、周りの人たちが応援する、サポートするというようなコミュニティーの地区限定というやり方もあるかもしれません。

また、特例業務の対象となる投資家なのだけでも、出資制限の例外なる投資家がある地域にいることを求めるというやり方もあるのかもしれません。どこで特区としての一定のリスク低減を図っていくのかということについて金融庁のお考えがあれば、教えていただけたらと思っております。

以上です。

○中川座長 それでは、福岡市からお願いします。

○岡崎課長 御質問いただきありがとうございます。福岡市国際金融担当の岡崎です。

今回御提案させていただくに当たりましては、ファンド事業者からの御意見を参考にしており、エンジェル投資家、いわゆる広く個人から出資を募る場合に、投資性金融資産が1億円以上の方々というのは非常に限定的で、御出資いただける方は数百万から数千万規模で出資される方の数が多く、ファンド総額の2分の1未満に出資額が制限されている層になっているところです。

ファンドを組成していくに当たりましては、その制限が非常にネックになっているので、規制緩和いただくと、スタートアップ向けのファンドが広がっていくということで御意見をいただいているところでございます。

また、1億から5億規模の小さなファンドを想定していますが、シード期のスタートアップだけを対象とすると投資期間も10年程度ではなかなか収益性は難しい一方で、実際に運用していく中では、ミドル、レイターのスタートアップからのニーズも非常に高く、上場を見据えたような企業への出資という形になりますので、短期で一定の収益性が見込めるところもございます。そうした資金を基に、新しく生まれるスタートアップを支援して

いきたいという事業者と今お話をさせていただいておりますので、色々な形での支援ができる制度になるのかなと思います。

以上でございます。

○堀委員 今の点なのですが、先ほどの御説明と同じだと思うのですが、もう少し大きな規模のお金がファンドにとって必要なのだという御説明、一方で、個人の投資家、エンジェル投資家みたいなものが出資額というのは少額に限定されているという話を総合すると、出資総額が必要資金の半分未満で足りるのではないかとも思われたものですから、そうではなくて、出資総額の2分の1以上を超えてエンジェル投資家がたくさん集まって支えていきたいみたいなニーズがあるのかなのか、そこをお伺いしたかったのですが、いかがでしょうか。

○岡崎課長 福岡市です。御指摘のとおり、出資総額の2分の1を超えて様々なエンジェル投資家の方がスタートアップに出資をしたいニーズがあるけれども、出資額の制限があるためファンドを組成できないというのが一番のお声だと認識しております。

○中川座長 堀委員、福岡市への御質問はよろしいでしょうか。

○堀委員 一方で金融庁、個人の投資家だけで出資総額の2分の1を超えていくと、プロが入らないと不安だよねというような懸念をお答えになっているかなというのが、悩ましく思って聞いておりましたが、金融庁のほうで何かあれば教えてください。

○齊藤課長 金融庁に御質問いただきました点の前に、今の福岡市が回答されていた点について補足させていただければと思います。金融庁といたしましてもエンジェル投資家の方々から、ミドル、レイター期のスタートアップ等に投資していきたいニーズというものはかなり聞いているところでございます。このときに、エンジェル投資家だけでファンドを組成して、そこから投資していくことを考えると、2分の1の出資上限が制約になります。また、このエンジェル投資家だけでファンドが組成できるかと言いますと、適格機関投資家等特例業務でございますので、必ず適格機関投資家、プロ中のプロが出資者として入ることになっております。このため、一定のプロの目が入る形になっているので、投資者保護との両立ができるのではないかと考えているところでございます。

その上で、先ほど御質問いただきました点についてでございますけれども、地域限定のかけ方としまして、どこでリスクの低減を図るのかということについて、ファンド・特例業者の所在地で限定するのか、あるいはベンチャーファンドからの投資先企業で縛るのか、あるいはベンチャーファンドに出資する投資家の所在地で縛るのか、そういった点だと理解しました。

この点でございますけれども、過去の問題事例等も踏まえまして、投資者保護をしっかり図る必要があると思っておりますので、そのファンドについてきちんと監督できる状況が確保されている必要があると思っております。地域ですと財務局が実際に監督していく立場になるわけでございますけれども、財務局を通じた重点的なフォローアップをしてい

くことで、実証的に投資者保護上で問題がないかということを見ていくことを考えております。

そうした観点から、そのファンドがどこに投資するか、あるいはどこの地域に住んでいる投資家からお金が入っているのか、この点を把握することについてはなかなか難しい点もあろうかと思っております。ファンド・特例業者の所在地として把握するのが最も財務局で監督する上で把握しやすいと思っておりますので、投資者保護上の観点から実証的にやっていく上では、ファンド・特例業者の所在地で見ていくことが適しているのではないかと考えているところでございます。

○堀委員 よく分かりました。承知いたしました。

○中川座長 ありがとうございます。

それでは、ほかの方はいかがでしょうか。特にございませんでしょうか。

それでは、福岡市からの御提案に関しまして、金融庁から非常に積極的な御対応をいただけるような御回答をいただいたと認識しております。制度の詳細等につきましては、まだ福岡市、あるいは金融庁のほうでお詰めになることが出てくるかと思いますが、是非今日御回答いただいたような方向ではお進めいただければと思います。

ほかに御発言を求める方はいらっしゃいますでしょうか。

いらっしゃいませんでしたら、これをもちまして「適格機関投資家等特例業務」に係る投資家の出資要件の緩和に関する「国家戦略特区ワーキンググループ」を終了したいと思います。どうもありがとうございました。