

2014年6月18日

日本弁護士連合会「適格機関投資家等特例業務(金融商品取引法第63条)に関する意見書」
への意見

独立系ベンチャーキャピタリスト等有志

赤浦 徹

磯崎 哲也

伊藤 健吾

加登住 眞

木下 慶彦

郷治 友孝

榊原 健太郎

佐俣 アンリ

孫 泰蔵

中垣 徹二郎

村口 和孝

私たちは、日タイノバージョンや経済成長の最前線において活動する独立系ベンチャーキャピタリスト等として、貴連合会が、金融商品取引法施行令第17条の12第1項を改正して「適格機関投資家等以外の者」を限定するべく、「適格機関投資家等特例業務(金融商品取引法第63条)に関する意見書」(2014年2月20日付)を提出するなど政府に働きかけてきたことについて、深く憂慮して、意見するものです。個人投資家への勧誘を原則として禁止する貴見の実施は、起業家・企業家や企業を経営ないし育成するリテラシーの高い個人、ベンチャー企業の創業、経営や新規上場、買収等に精通した個人投資家を含む個人に対してまで、適格機関投資家等特例業務によるベンチャーキャピタリスト等との共同の事業⁽¹⁾であるベンチャーキャピタル活動に、エンジェル(創業間もない企業に対し資金を供給する個人)として参加することを禁止することになるものであり、今後日本の成長戦略の成功に大きく関わるベンチャーキャピタルファンドの新たな組成・発展を著しく阻害するものだと考えます。

¹ 適格機関投資家等特例業務を含めて、我が国で最も一般的なベンチャーキャピタル業務のファンド形態である投資事業有限責任組合について定めた「投資事業有限責任組合契約に関する法律」は、「投資事業有限責任組合契約(略)は、各当事者が出資を行い、共同で次に掲げる事業の全部又は一部を営むことを約することにより、その効力を生ずる。」(第3条(投資事業有限責任組合契約))と定めており、特定少数の当事者(出資者)から成るベンチャーキャピタルファンドは共同事業性を有するものですが、一般の法人における代表者に相当する「無限責任組合員」が中心となって意思決定を行うことから、2004年に投資事業有限責任組合の投資対象が「中小企業等」以外にも拡大されて以降、その出資者の権利は、金融商品取引法第2条第2項第5号又は第6号によって、「有価証券」とみなされることとなり、金商法の規制を受けるようになったものであります。

貴連合会は、日本全国全ての弁護士及び弁護士法人による登録が義務付けられた、日本社会全体にとって極めて責任重大な組織であります。社会的影響力が非常に大きな貴連合会には、広く、憲法上保障された国民の経済活動の自由、及び、日本経済の発展に対しても十分な配慮をなされたうえで、政策提言を行われることが強く期待されます。

この意見書が、貴連合会内において、ベンチャーキャピタルファンドの実務経験の豊富な弁護士や、実際の企業育成に当たっている企業法務弁護士をも交えて、あらためて全弁護士の議論を集約していただくきっかけとなれば、私たちにとってこの上のない喜びです。

■個人によるベンチャーキャピタルファンドへの参加の必要性

日本経済を成長させるためには、既存企業だけではなく、起業家・企業家、企業を経営しないし育成するリテラシーの高い個人、ベンチャー企業の創業、経営や新規上場、買収等に精通した個人投資家と言った、既存企業の枠組みに必ずしもとらわれないで新しいことを為そうとする個人の活力やアントレプレナーシップ(起業家精神)を最大限引き出し、イノベーションを起こすことが不可欠であり、わが国ではその点が他の先進国等に比べて圧倒的に不十分であったために、1990年代以降、「失われた20年」と言われるほど経済活力が停滞した、といっても過言ではありません。米国のApple社(1976年設立)やGoogle社(1998年設立)のような、いまや世界の代表的企業となった会社も、当初、ベンチャーキャピタリストやエンジェルが起業家を支援しなければ、今日のように育つことはありませんでした。

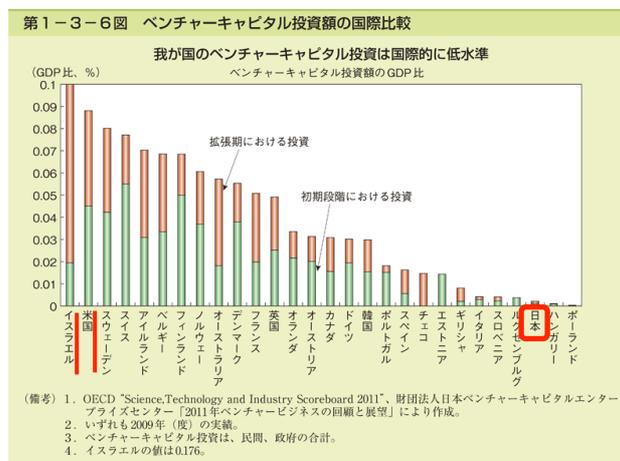
我が国では、イノベーションの種を生み出す研究開発投資水準は国際的に見て高水準である(図1)にもかかわらず、その成果からイノベーションを起こし新規雇用を生み出す新しい会社を創るベンチャーキャピタル投資は、先進国の中でも極めて極めて低い水準にあります(図2)。

【図1: 各国の研究開発投資水準】
(対GDP比)

順位	国名	2011年
1	イスラエル	4.39
2	フィンランド	3.78
3	韓国	3.74
4	スウェーデン	3.37
5	日本	3.26
6	デンマーク	3.09
7	台湾	3.02
8	スイス	2.87
9	ドイツ	2.84
10	アメリカ	2.77
11	オーストリア	2.75
12	アイスランド	2.65
13	スロベニア	2.51
14	オーストラリア	2.38
15	エストニア	2.38
16	フランス	2.25
17	シンガポール	2.09

(出典: UNESCO等)

【図2: 各国のベンチャーキャピタル投資水準】
(対GDP比)



(出典: OECD)

我が国でも、起業家・企業家、企業を経営ないし育成するリテラシーの高い個人の活力を、エンジェルとして、ベンチャーキャピタル投資を含めた経済活動の発展のために活用することが求められています。

安倍政権の成長戦略「第三の矢」にも掲げられているとおり、我が国においては現在、企業や産業の新陳代謝を促す、開業・起業の促進が希求されております。リーマンショック以来5年間にわたり低迷してきた証券市場への新規上場がようやく回復し、IT、インターネット、バイオ医療産業、環境エネルギー、高齢者サービスなどの産業フロンティアにおいて、ベンチャーの起業や成長を通じて企業価値や雇用の創出を支援するベンチャーキャピタルは、成長戦略の中で今後ますます重要な役割を担うことになると考えております。特に近年、既存のベンチャーキャピタルの活動縮小や廃業が相次ぐ中、ファンド規模が数億円程度からの小規模な独立系ベンチャーキャピタルファンドが重要性を増しつつあり、こうしたベンチャーキャピタル業への新たな参入が、ベンチャー投資のさらなる活性化を行うことが期待されているところであります。

ベンチャーに対する投資は、投資から回収までの期間が10年前後に及ぶこともありリスクも高いものであるため、投資家の知識や経験、リスク負担力などに応じ、「適合性の原則」を考慮した勧誘を行う必要があるのは当然のことです。一方、独立系のベンチャーキャピタルは、起業家・企業家、企業を経営ないし育成するリテラシーの高い個人や、ベンチャーの創業、経営および新規上場に精通した個人投資家といった、共同でベンチャー企業への出資を通じた支援活動を行うことに賛同する個人からの、エンジェルとして出資に一定割合を依存しているところ、今回の貴見や金融庁の見直し案の規定のままでは、こうしたエンジェルの出資が、適合性の原則上の問題が小さいにも関わらず、形式的な要件を満たさないというだけで禁止される事例が多発する可能性が高く、円滑なベンチャー投資活動が阻害される重大な懸念が発生しております。

ベンチャーキャピタルの年間投資額は、米国の投資が日本円で3兆円規模に対し、日本はその30分の1程度しかありませんが、エンジェルの出資においてはさらにこの差は大きく、米国の投資が2兆円を上回ると言われるのに対し、日本ではおそらくその200分の1以下の投資しか行われておりません。機関決定を要する会社やファンドからの出資と異なり、エンジェルは意思決定が迅速で、かつ多様な領域のベンチャーに対して関心がありますので、新しい可能性へのチャレンジには不可欠なものであります。このただでさえ少ない日本のエンジェルの活動が、形式的な要件でさらに制約されてしまうことは、日本の今後の成長戦略にも大きな足かせとなってしまいかねません。

■引き続き、適格機関投資家等特例業務によるベンチャーキャピタルファンドへの参加の自由を保障する投資家の類型案

上記に鑑み、主としてベンチャーへの投資を行うファンドに投資をする場合については、

以下のような一定の要件を満たし、適合性の原則上の問題が小さい投資家については、ベンチャーキャピタリスト等との共同事業として出資を行って差し支えなく、適格機関投資家等特例業務によるベンチャーキャピタルファンドへの参加の自由を保障していただきたい、と考えます。もし、貴連合会として、これらの要件を満たす者によるベンチャーキャピタルファンドへの参加を禁止することなくしては、違法なファンド業者による一般投資家に対する被害の多発が防止できないということであれば、実際に、これらの要件を満たす者がそのような被害にあった実例を、具体的にご教示いただけますと幸いです。

なお、「主としてベンチャーへの投資を行うファンド」の範囲については、例えば、「金融商品取引法第二条第二項第五号又は第六号に掲げる権利（注：ファンドへの出資）のうち、私募される総額の百分の六十以上が、その設立の日以後十年を経過していない会社に関連する資産の取得及び保有（投資事業有限責任組合契約に関する法律第三条第一項第一号から第十一号に掲げられる資産の取得及び保有に限る。）にあてられると合理的に見込まれるもの」と定義することが考えられます。ファンド総額の60%としたのは、ファンド運営者（GP）に対する報酬その他の運営費用がファンド総額から差し引かれることや、ファンド総額満額を必ずしも使い切れるわけではないことから、政府系機関から民間のファンドへの出資に際しても、最低目標投資額がファンド総額の60%以上と設定していることが多いことを参考としております。

(1) 適格機関投資家の役員及び親族、ファンド等の元業務執行組合員等、業務執行組合員等の役員の親族・元役員

（理由）過去に業務執行組合員等（GP）の経験を持つ個人、業務執行組合員等である法人の現役員および元役員については、投資判断能力を有していることが外形的に明らかであり、ファンドの販売先として適切であると考えられるため。

(2) 金融商品取引所に上場されている有価証券の発行者の役員及び元役員

（理由）上場企業役員は、上場企業のコーポレート・ガバナンスを担う者として企業活動全般に関する高度な見識を有していることが明らかであり、適合性の原則上の問題が発生する可能性が低いと考えられるため。

(3) 金融商品取引所に上場する有価証券の発行者が提出した有価証券届出書に株主又は新株予約権者として記載された個人及び法人

（理由）上場時の有価証券届出書に株主又は新株予約権者として記載された者は、株主又は新株予約権者として相応の資産を有していると同時に、企業の未上場時の運営及び上場を経験しており、未上場企業投資特有のリスクについても相応の知識及び経験があると考えられ、適格機関投資家等が出資するベンチャー投資ファンドに限れば、適合性の原則上

の問題が発生する可能性は低いと考えられるため。

(4) 金融商品取引所に上場している有価証券の発行者が最近1年以内に提出した有価証券報告書に大株主として記載された個人及び法人

(理由) 上場企業の大株主は、企業投資特有のリスクについても相応の知識及び経験があると考えられ、適合性の原則上の問題が発生する可能性は低いと考えられるため。

(5) 公認会計士、弁護士、司法書士、行政書士、税理士

(理由) これら有資格者は、法律、会計、税務等の高度な専門的知識に基づいて、企業活動に関わる業務を日常的に行っており、相応の投資判断能力を有すると考えられることから、適合性の原則上の問題が発生する可能性が低いと考えられるため。

(6) 会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、株主総会又は取締役会の運営、買収若しくは発行する株式の金融商品取引所への上場に関する実務に、当該会社の役員・従業員若しくは当該会社と契約関係にある者又はその役員・従業員として通算一年以上携わった経験がある者

(理由) これらの業務は法律、会計、税務等にわたる広範囲の専門的知識を要するものであり、当該業務にかかる実務経験を一定以上有する者であれば未上場企業投資特有のリスクについても相応の知識及び経験があると考えられ、適格機関投資家等が出資するベンチャー投資ファンドに限れば、適合性の原則上の問題が発生する可能性は低いと考えられるため。

(7) 一定以上の年収を持つ個人

(理由) 米国においてベンチャーファンド等に出資が行える、個人の「accredited investor」の要件としては、資産規模基準の他に、年収基準(年収20万ドル以上又は夫婦で年収30万ドル以上)も設定されており、国際的に見ても、投資に適格な類型であると考えられるため。

(8) 改正案と上記各号に該当する法人並びに個人及びその2親等以内の親族が直接・間接に議決権の過半数を保有する法人

(理由) 一定の投資判断能力を有すると見込まれる法人又は個人および近親者等が議決権の過半数を保有する法人は、当該法人又は個人と同等の投資判断能力を有する法人とみなすことができ、適合性の原則上の問題が発生する可能性が低いと考えられるため。

■最後に

貴連合会におかれては、全ての弁護士及び弁護士法人による登録がなされている責任のある組織として、憲法上保障された国民の経済活動の自由を引き続き保障頂くとともに、

日本経済の発展を期するため、

- ・ベンチャーキャピタルファンドの実務経験の豊富な弁護士や、実際の企業育成に当たっている企業法務弁護士をも交えて、貴連合会所属の弁護士の方の全ての知見を集約した議論をあらためて行って頂くとともに、
- ・このたび貴見に対してお示しした私どもの対案の類型では、違法なファンド業者による一般投資家に対する被害の多発が防止できないのであれば、これらの類型の者がそうした被害にあった実例をご教示頂きたく、何卒、よろしくお願い申し上げます。

以上