

## 金融審議会「投資運用等に関するワーキンググループ」(第4回)

### 「市民出資ファンド」については、共同事業型組合 ファンドの一類型として、少額自己募集に限った容認を

2014年11月21日

帝京大学経済学部教授 澤山 弘

(株)ソーシャルビジネスパートナーズ 代表取締役  
「地域エネルギー支援ファンド第一号投資事業有限責任組合」  
無限責任組合員

## 目次

- I. わが国における「市民出資ファンド」の系譜
  1. 欧州における再エネ事業普及は、地域・市民が主導
  2. 市民風車「はまかぜちゃん」から始まったわが国「市民出資ファンド」
- II. 少額な「市民出資ファンド」募集には特例業務届出による自己募集が最適
  1. 市民団体(ソーシャルビジネス)による資金調達の現状
  2. 少人数私募債による募集の限界
  3. 匿名組合募集が最適
  4. 第二種金商業者への募集委託の限界
- III. (要望)少額の市民共同事業型組合ファンドとしての自己募集に限った容認を

## 参考資料

### 略歴

日本長期信用銀行、信金中金地域・中小企業研究所等を経て現職。調査業務のほか、融資業務やベンチャーキャピタル業務等にも従事。かねてから、コミュニティビジネス/ソーシャルビジネス(CB/ SB)の台頭に注目し、「コミュニティビジネスをどう捉えるかーソーシャルビジネス、およびコミュニティ産業と関連付けてー」、「地域ベンチャーファンドの可能性--出資を実りあるものとするために、グリーンシートなど多様なEX IIの模索を」などの調査レポートを発表。近著に『躍動する環境ビジネスー地球温暖化対策の進展開』。CB/ SBに関わる経済産業省、環境省、内閣府の各種委員会委員を歴任。社会的責任円卓会議地域づくりWG委員。

(一般社団法人)ソーシャルファイナンス支援センター代表理事。( [www.sfsc.jp](http://www.sfsc.jp) ) をご参照ください。)

## 概要

なぜ共同事業型組合ファンドの一類型として、少額自己募集に限った容認を求めるのか

- 欧州における再エネ事業の普及拡大は、地域・市民が主導してきた。
  - わが国でも、2001年、「市民出資ファンド」による市民風車作りが始まった。
  - 市民自らの手で、太陽光発電等再エネ事業を運営していくことを通じて、市民啓発を図るとともに、地域の活性化を図ろうとしている市民団体は数多い。
  - 持続可能であるためにはある程度の事業規模が求められるが、金融機関借入れは容易でない。少なくとも、自己資本相当部分の資金集めが求められる。
  - 最も簡便な方法は、私募債/疑似私募債による資金集めであるが、勧誘人数制限の遵守等においてグレーな行為に及びがちであるほか、いくつか弱点もある。
  - 一方、自ら第2種登録を得ることは、金融業務経験のない一般市民には困難。（「業」として行う意思もない。）
  - 第2種業者に募集委託するしかないが、通常、数億円近いファンド規模に達しないと数百万円に上る募集手数料は賄えず、事業採算は取れない。
- 預金取扱金融機関または同機関が過半出資したLPSが、適格機関投資家として「市民出資ファンド」の特例業務届出による自己募集に対して、過半出資により支援すれば、詐欺的行為を防げるとともに、市民による適切な募集活動を支援できる。
- このスキームは、再エネ事業普及に限らず、「成長戦略」の柱である「地方創生」においても、地域住民自らが少額の資金を集め、地域金融機関の協力を得ながら、地域活性化を進めていくうえでも、極めて有効なものと思料される。

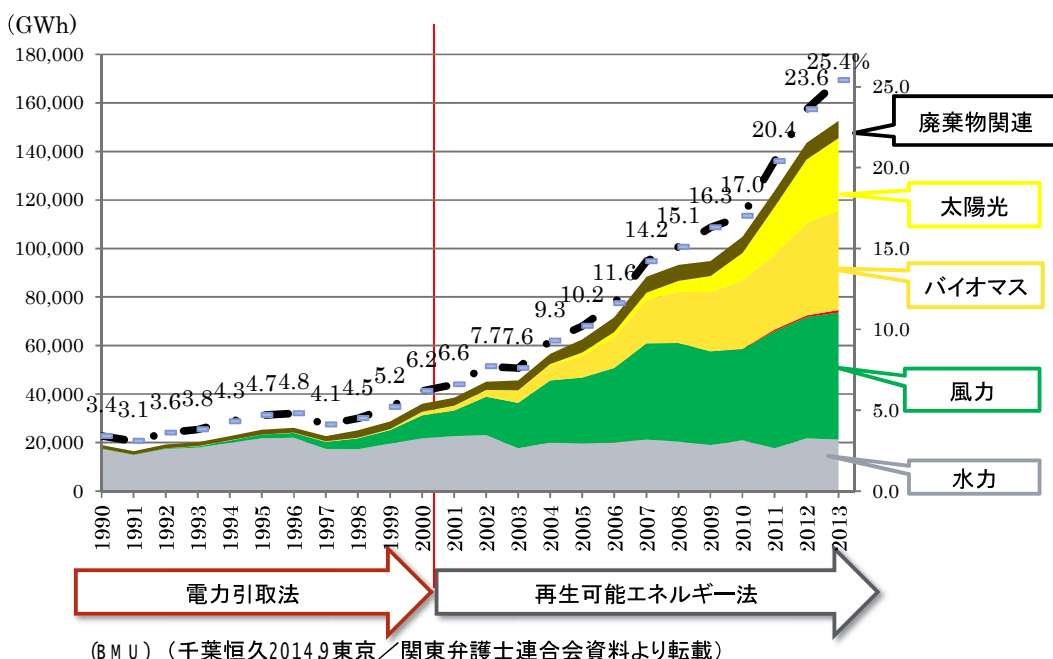
3

初めに、欧州での再エネ事業への市民出資が活発な状況と、わが国の現状を比較する。

## I. わが国における「市民出資ファンド」の系譜

### 1. 欧州における再エネ事業普及は、地域・市民が主導

2000年代後半から、ドイツにおける再エネによる発電量は急増

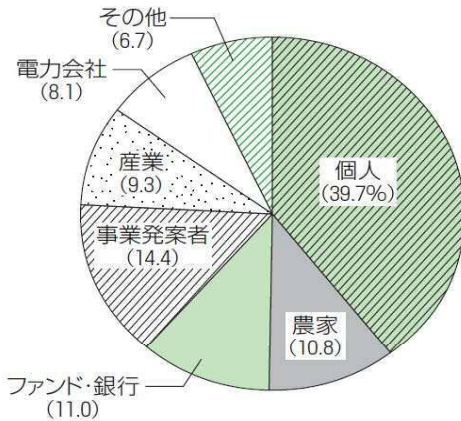


4

## ドイツの再エネ発電の主体は、一般市民や農家

⇒一般市民の支持を得た事業であり、地域に大きな軋轢を生むことが少ないので、急速な再エネ事業の普及が可能になった。

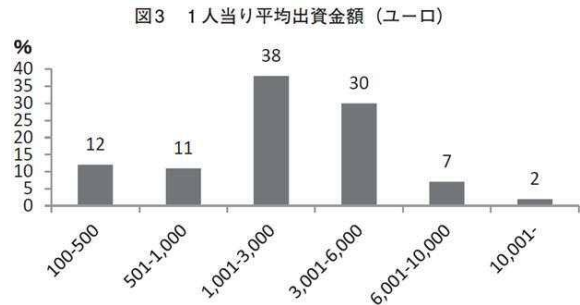
第3図 ドイツにおける再生可能エネルギー発電設備の所有者の内訳 (設備容量ベース, 2010年)



資料 Klaus Novy Institut(2011)から作成

(農林金融2013・4より転載)

一人当たり出資額は、  
100万円未満がほとんど  
⇒膨大な数の市民が再エネ事業に関わってきたということ



出所 DGRV(2012b)

(一橋経済学2013 07 31より転載)

5

その再エネ事業の核となってきたのが、協同組合や市民出資ファンド  
— ドイツでは、比較的容易に市民出資を集められる仕組みがあることが、再エネ事業の「草の根」普及の原動力になっている。

第1表 ドイツにおける再生可能エネルギー事業を担う組織の比較

	協同組合	市民ファンド (有限合資会社)	株式会社
最低資本金	定款で規定できる (無しでも可)	25,000ユーロ (有限会社の設立に必要)	50,000ユーロ
負債への 責任	出資者	出資金に限定	出資金に限定
	組織	協同組合の資産に限定	有限会社の無限責任 (有限会社の資産に限定されるため、実質有限責任)
出資者の議決権	出資額の大きさにかかわらず原則1人1票	なし(有限会社が経営権を有する)	持株数に比例
想定されるケース	再生可能エネルギー設備をコミュニティが共同で利用・管理する場合	不特定多数の人々から多数の出資を募る場合	大口投資家や地域外の投資家なども含め、多額の出資を募る場合

資料 荒木(1996), German Wind Energy Association(2012)から作成

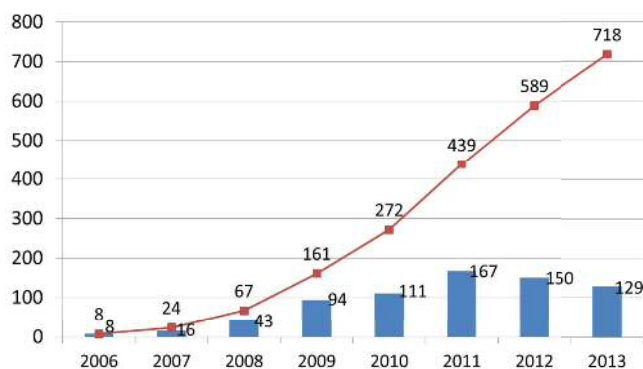
(農林金融2013・4より転載)

6

特に、2000年代後半から「エネルギー協同組合」の設立が急増  
 「協同組合基本法」に基づき、容易に新たな協同組織を設立  
 できることが背景

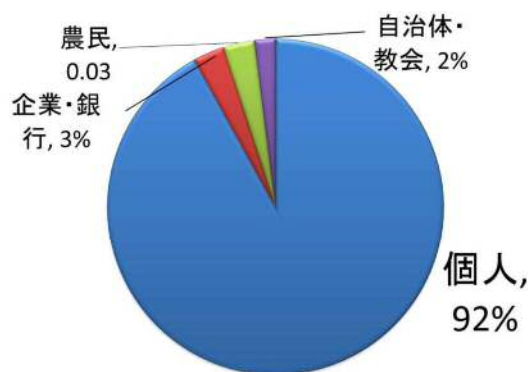
(主要な要件) 「協同組合連合会」審査に基づき登録  
 1年おきに「協同組合連合会」が業務監査

エネルギー事業協同組合の設立数



(千葉恒久2014.9東京/関東弁護士連合会資料より転載)

組合員の属性



設立時の組員数の平均 43人  
 (最少4人、最大427人)  
 現在の組合員数の平均 198人

## I. わが国における「市民出資ファンド」の系譜

### 2. 市民風車「はまかぜちゃん」から始まったわが国「市民出資ファンド」

○2001年9月、NPO法人「北海道グリーンファンド」が、  
 北海道浜頓別に建設した市民風車「はまかぜ」  
 ちゃん(990kW)が、わが国第1号

デンマークの「風力協同組合」をモデルにした  
 もので、市民出資総額約1.4億円



北海道浜頓別町「はまかぜちゃん」  
 ([http://www.greenfund.jp/community/community\\_hamakaze.htm](http://www.greenfund.jp/community/community_hamakaze.htm)より転載)

○2003年には、青森県鯉ヶ沢町に2番目の  
 市民風車「わんず」(1,500kW)を建設  
 市民出資総額約1.7億円



青森県鯉ヶ沢町「わんず」  
 ([http://www.greenfund.jp/community/community\\_wanpu.htm](http://www.greenfund.jp/community/community_wanpu.htm)より転載)



○2004年には、長野県飯田市に、「おひさま進歩エネルギー有限会社」が誕生。  
「南信州おひさまファンド」の市民出資(総額2億円)により、保育園など公共施設に  
太陽光パネルを設置

○さらに2005年、岡山県備前市で「備前グリーンエネルギー株式会社」が誕生。  
「備前みどりのエネルギーファンド」による市民出資により、バイオマスを使った  
グリーン熱供給事業・省エネルギー事業を実施

全国の市民出資の自然エネルギー事業マップ



長野県飯田市「おひさま発電所」

([http://www.bizen-greenenergy.co.jp/modules/service/index.php?content\\_id=108](http://www.bizen-greenenergy.co.jp/modules/service/index.php?content_id=108)より転載)

## Ⅱ. 少額な「市民出資ファンド」募集には、 特例業務届出による自己募集が最適

詳細につきましては、拙稿『市民出資ファンド』の組成に出資を「一地域の課題解決を図るソーシャルビジネスの支援策として」月刊「信用金庫」2013年7月号pp.20-26 <http://sfsc.jp/fund.html>末尾 をご参照ください。

### 1. 市民団体(ソーシャルビジネス)による資金調達の実状

- 寄付金や助成金だけは、単発的な小規模な事業しかできない。
- 持続可能性を確保していくためには、ある程度の事業規模に達する必要がある。
- そのためには借入れ等が必要になるが、金融機関借入れは、通常容易でない。  
(このあたりは、ベンチャー企業等、スタートアップ事業者に共通した悩み)

NPO、合同会社等の法人格を取得した後も、事業実績がなく、担保・保証もない  
状況では、金融機関はまず借入れに応じしてくれない。

- 金融機関借入れ実現のためにも、少なくとも資本金に相当する自己資金を集める  
ことが求められる。
- 最も簡便な資金集めは、私募債/疑似私募債の発行だが、いくつかの弱点、  
限界がある。

## 2. 少人数私募債による募集の限界

私募債＝少数特定の投資家に対する債券発行(50人未満の縁故募集)

- 金商法開示規制: 有価証券届出書や有価証券報告書は不要  
金商法通知義務(届出が行われていないこと及び譲渡制限等が付されている旨の通知)も、総額1億円未満であれば、なし

ただし、

- 一般に、元金は期限一括償還  
⇒事業者としては資金繰りが楽になるが、  
市民出資者としては長期債の購入には躊躇しがち
- 一般に、確定利率  
⇒利益が出ていなくても支払義務があるので、再エネ事業など  
リスクを伴う投資事業のための資金集めとしては不向き
- 取得の勧誘の対象自体が50人未満と制限される。  
(特例業務届出では取得が49人以下⇒勧誘は自由にできる。)
- 社債の発行総額は社債の一口額面の50倍未満  
⇒大きな金額を集めるのは困難
- 最大の問題は、  
借金(金銭消費貸借契約)であり、必ず「返さなければならないお金」であること  
⇒巨大地震等により事業継続が不可能になっても、市民団体の理事等が  
保証をしていた場合には、市民出資者に対する返済義務が残ってしまう。

11

## 3. 匿名組合募集が最適

ーリスクを伴う事業を行う以上、自己資本相当分は出資で賄うのが当然

- 投資組合としては、最も簡便で一般的な形態
- 法人格はなく、登記も不要
- 市民出資者は有限責任にとどまる。出資額以上に損失を負担する必要はない。
- 営業者は益金と損金を両建てで計上できるので、  
実質的にパススルー課税と同等になる(ペイスルー)。
- 税引き前利益から、配当することが可能
- 出資元金を逐次返還していくことも可能  
⇒契約期間が長期にわたる場合、市民出資者としては、  
私募債では元金の最終返還に不安が生じがちだが、  
匿名組合出資であれば、逐年返還が可能なのでリスクを軽減でき、  
出資を募りやすい。

12

#### 4. 第2種金商業者への募集委託の限界

○第2種金商業者は、金商法が定める各種の開示規制・行為規制等を遵守するために、「目論見書」や「契約前交付書面」の作成・交付、内部統制体制の確立・維持、当局への各種書類提出など様々な負担があるため、通常、1件につき最低でも数百万円の募集手数料を徴求しなければ、採算が取れない。

○したがって、募集総額が数千万円にも満たない程度の規模の募集代行を行ってくれる第2種金商業者はほとんどない。

○加えて、市民出資にとって最大のデメリットは、募集代行を委託した時点で、当のNPO・市民団体等自身による募集関連業務(売買等の媒介・取次ぎ・代理、売買等の委託の媒介・取次ぎ・代理等)を行うことも、すべて第2種金商業の対象となる行為であるため、禁止されてしまうこと

○これでは、市民団体関係者は、再エネ事業の普及啓発を進めるために、自発的に集まり市民に呼びかけて資金を集め、事業を立ち上げようとしてきたのに、自らの手足を縛られてしまい、全く活動することができなくなる。

○これは、本来face to face(顔の見える関係)の中で「志金」を集め、自分たちで事業を構築していこうとしてきたNPO・市民団体にとっては耐え難い。

○自己募集に拘る理由はここにある。

13

### Ⅲ. (要望)

#### 少額の市民共同事業型組合ファンドとしての自己募集に限った容認を

-以下は、WG第3回会合における郷治参考人による規制改革案(資料②p.19)を踏まえて、新たに要望するものです。

以下の要件を満たすとして届け出た出資総額1億円未満の少額市民共同事業型の組合ファンドについては、「63条プロ」の形式的要件には該当しないものの、リスク判断能力や投資判断能力がある者であることを確認したうえで、相手方とすることを引き続き認める。ただし、適格機関投資家以外の者の数が少人数私募(49名以下)の範囲内であって、出資割合の50%以上が預金取扱金融機関または預金取扱金融機関が過半出資しているLPSからなされる場合に限る。

#### 要件

特例業務の届出書において、

1. (第8面)「適格機関投資家の商号、名称又は氏名」の記載にあたり、預金取扱金融機関または預金取扱金融機関が過半出資しているLPSであることの証明書類(登記簿謄本、印鑑証明等)のみならず、同適格機関投資家による「出資意思確認書」(1名以上の適格機関投資家による出資総額が2分の1を上回ることが確認できる書類)を添付する。

2. 組合ファンドの「募集要項」も添付することとし、営業者の概要、運用事業の概要、運用期間、リスクに関する説明等に加えて、以下の要件も明記する。

- ・出資総額1億円未満、一口当たり出資額50万円以下
- ・特例業者が出資に係る業務執行を行った場合には遅滞なくその旨及びその内容を全組合員に通知

14

## Ⅲ. (要望 続)

### 少額の市民共同事業型組合ファンドとしての自己募集に限った容認を

#### 要件(続)

- ・全組合員に、集会での発言その他の方法で、特例業者の業務執行に対して意見を述べる機会が与えられている。
- ・特例業者が、全組合員に対して年2回以上財務諸表等を報告
- ・全組合員による集会が年一回以上開催
- ・監査法人又は公認会計士と監査契約を締結している。
- ・特例業者から、本件出資持分は金融商品取引法上の金融商品取引業や投資運用業の規制対象外である旨、本件集団投資スキームは高い投資運用リスクがある旨の説明を受け、出資者はその旨を十分に理解している旨の表明保証
- ・出資者は、本件集団投資スキームに係る投資判断を行いうる能力が十分にある旨の表明保証

上記1、2に係る条件を適法に満たしていることについて、「リスク判断能力や投資判断能力がある者」の相当性を含め、弁護士の意見書を求める。最初の届出提出後も、ファンド事業年度毎に、出資している全組合員からの同意がない限り、同様の弁護士の意見書を求める。意見書を提出した弁護士名は、届出、公表対象とする。また、監査契約を締結している監査法人又は公認会計士名についても、届出、公表対象とする。

15

## 参考資料1

以下、p.16～18は、平成26年10月23日付で、金融庁宛て提出していたものです。

### 要望

#### 1. 特例業務届出時における適格機関投資家の属性内訳に関わる情報開示

今般の「投資運用等に関するワーキング・グループ」における第1回会合の傍聴者に伺いますと、やや「投資者の範囲の見直し」だけに焦点が当たりすぎていたように感じたとのことでした。「投資者の範囲」の絞り込みだけをあれこれ議論することは、本来の「投資家保護のためにどのように規制を強化すべきか」という議論の本筋からは、いささか離れたものになりがちであるように思われます。

私たちは、問題の真の解決のためには、「悪質業者の排除策」こそが最も求められていることであると考えており、2014年6月12日付「『適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等の公表』についての意見」(以下、「意見」)においても、以下のとおり、第4点として、この点を指摘してきました。

#### 4. 悪質業者の排除

次に、「1. この間の経緯について」で述べました一連の提言に共通している第2の点は、いずれも、投資家の範囲の見直しと同時に、「悪質業者の排除」をも強く求めている点です。例えば、消費者委員会の「提言」では、「適格機関投資家には投資事業有限責任組合が含まれるところ(金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第10条第1項第18号)、この投資事業有限責任組合は形式要件を整えることで容易に登録することができる。」ことが問題であると指摘しています。

私たちは、この間の一般投資家が被害を被ってきたという問題の真の解決は、悪質業者の排除によってこそ実現できるものであり、これは、適格機関投資家要件を厳格化することによって可能となると考えております。

形式要件さえ整えれば容易に設立できる投資事業有限責任組合が適格機関投資家として名目的な少額出資を行うことによって特例業務届出が可能になっていることが、悪質事業者横行の余地を作っているとされております。(以下省略)

「適格機関投資家等特例業務に関する届出書」の届け出にあたっては、第8面(別添7)において、第238条第二号に定める事項として、「適格機関投資家の商号、名称又は氏名」を記載することとなっております。

そこで、同届出時に記載されている適格機関投資家の属性内訳を、ファンド数ベースならびに運用財産ベースで開示いただくことを要望します。特に、「問題リスト掲載業者」等における適格機関投資家の属性内訳も同様に開示いただくことを要望します。

16



## 参考資料1(続)

適格機関投資家は、今般の事務局説明資料3の18頁に記載されているとおり多岐に及びますが、その中でどのような適格機関投資家が特例業務届出にあたって出資を約したのかを把握することは、悪質業者の発生要因を知る上で極めて重要であると考えます。

今後の議論におきましては、この点を踏まえ、まずは悪質業者が容易には特例業務の届出を行えない状況を作り出す方策をお考えいただきますよう、お願い申し上げます。

### 2. 適格機関投資家の過半出資を要件とする「小規模募集」(募集総額1億円以下)の集団投資スキーム持分からの除外

さて、上記2014年6月12日付「意見」では、第3点として、以下を掲げております。

#### 3. 小規模な「市民出資ファンド」の適用除外を

しかしながら、以上の本見直しに至る経緯の中で、決定的に見落とされているのは、特例業務届出者の中には、現状ではごく限られた数かもしれませんが、特例業務の届出を活用し、適格機関投資家の支援を得ながら、小規模な「市民出資ファンド」の自己募集を、適法に行おうとしている者がいることです。

私たちが支援しようとしているのは、冒頭に述べましたとおり、市民自らの手で少額の資金を集め、小規模ながらも太陽光発電等再生可能エネルギー事業を立ち上げ運営していくことによって、市民啓発を図り、地球温暖化対策に資するとともに、地域の活性化を図ろうとしている市民や中小企業等の団体です。

金融商品取引法の趣旨に則れば、そうした市民団体は第二種金融商品取引業者に募集代行を依頼すればよいということでしょうが、募集総額が数千万円にも満たない程度の規模の募集代行を行ってくれる第二種金融商品取引業者はほとんどありません。第二種金融商品取引業者に課せられた行為規制を遵守するためのコストを全くカバーできないからです。

しかも、より重大な問題は、募集代行を依頼した時点で、当の市民団体関係者は、売買等の媒介・取次ぎ・代理、売買等の委託の媒介・取次ぎ・代理等を行うことが、すべて第二種金融商品取引業の対象となる行為であるとして、禁止されてしまうことです。これでは、高い市民意識に立って、再生可能エネルギー事業の普及啓発を進めるために、自発的に集まり市民に呼びかけて資金を集め、事業を立ち上げようとしている市民団体関係者は、自らの足を縛られてしまい、全く活動することができなくなってしまいます。

考えてみますと、以上のような小規模な「市民出資ファンド」の自己募集は、極めてリスクな市場に自己資金を投じるプロの投資家向けの制度である特例業務とは全く異質なものであり、そもそも金融商品取引法が規定する集団投資スキーム持分から除外すべきものと思われます。

17

## 参考資料1(続)

集団投資スキーム持分の包括的定義から除外するものとして、金融商品取引法第二条二項五号では、

イ 出資者の全員が出資対象事業に関与する場合として政令で定める場合における当該出資者の権利

ロ 出資者がその出資又は拠出の額を超えて収益の配当又は出資対象事業に係る財産の分配を受けることがないことを内容とする当該出資者の権利(イに掲げる権利を除く。)

ハ (省略)

ニ イからハまでに掲げるもののほか、当該権利を有価証券とみなさなくても公益又は出資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定める権利

が掲げられております。

小規模な「市民出資ファンド」のうちでも、適格機関投資家による出資が出資総額の二分の一以上を占める事業で、出資の総額が公益又は投資家の保護のために支障がない金額のものにつきましては、集団投資スキームから除外しても公益及び投資家保護に支障は生じないものと思われます。このため、金融商品取引法第二条二項五号ニの「有価証券とみなさなくても公益又は出資者の保護のため支障を生ずることがないと認められる権利」を規定している金融商品取引法施行令第一条の三の三に、「五号の二」として、下記を新たに付け加えていただくことを要望いたします。

適格機関投資家が出資の総額の二分の一以上の出資を約した事業にかかる契約に基づく権利。ただし、出資の総額及び権利を取得する者が払い込む額が公益又は投資家保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める金額(一億円)に満たないものに限る。

なお、このため、「適格機関投資家等特例業務に関する届出書」の届け出にあたっては、単に、「適格機関投資家の商号、名称又は氏名」の記載、および適格機関投資家であることの証明書類(登記簿謄本等)を徴求するのみならず、同適格機関投資家による「出資意思確認書」(一名以上の適格機関投資家による出資総額が二分の一を上回ることを確認できる書類)の提出を求めるとします。

さらに、投資家保護が図られていることを証するものとして、小規模募集に係る「募集要項」(営業者の概要、運用事業の概要、募集総額、運用期間、リスクに関する説明等)も提出するものとします。

以上

18

## 参考資料2

# 首都圏市民電力マップ Ver.2

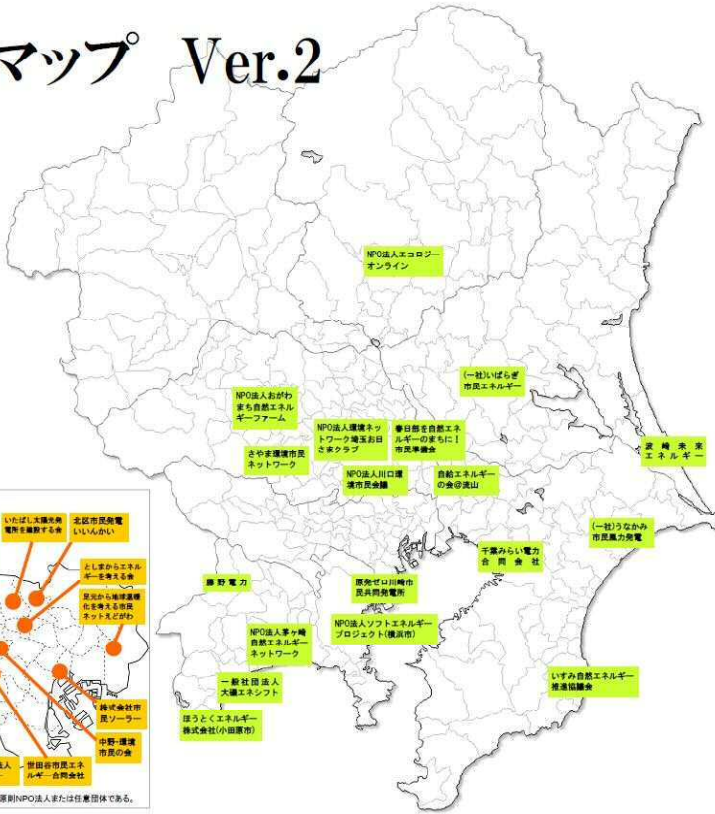
再生可能エネルギー推進特別措置法に基づき、2012年7月に全量固定価格買取制度(電力会社が電気料金よりも高い価格で全て買い取る)が始まってから、市民や地域主導による再生可能エネルギー発電事業が各地で立ち上がりつつあります。

ここでは、全量固定価格買取制度が始まる以前から取り組まれている事例やこれから取り組もうとしている事例を含めて紹介しています。ところが、市民・地域主導による再生可能エネルギー発電事業には太陽光発電の買取価格が年々下がりが続くなどの課題が立ちはだかっています。

そうした課題に対応するため、再生可能エネルギー発電事業をやっている、これからやってみようという個人や団体の意見を発信していくために「市民電力連絡会」が2014年2月に結成されました。関心のある方は、下記までお問い合わせください。

### ◆市民電力連絡会

<http://peoplespowernetwork.jimdo.com>  
E-mail [pnn2014inf@gmail.com](mailto:pnn2014inf@gmail.com)

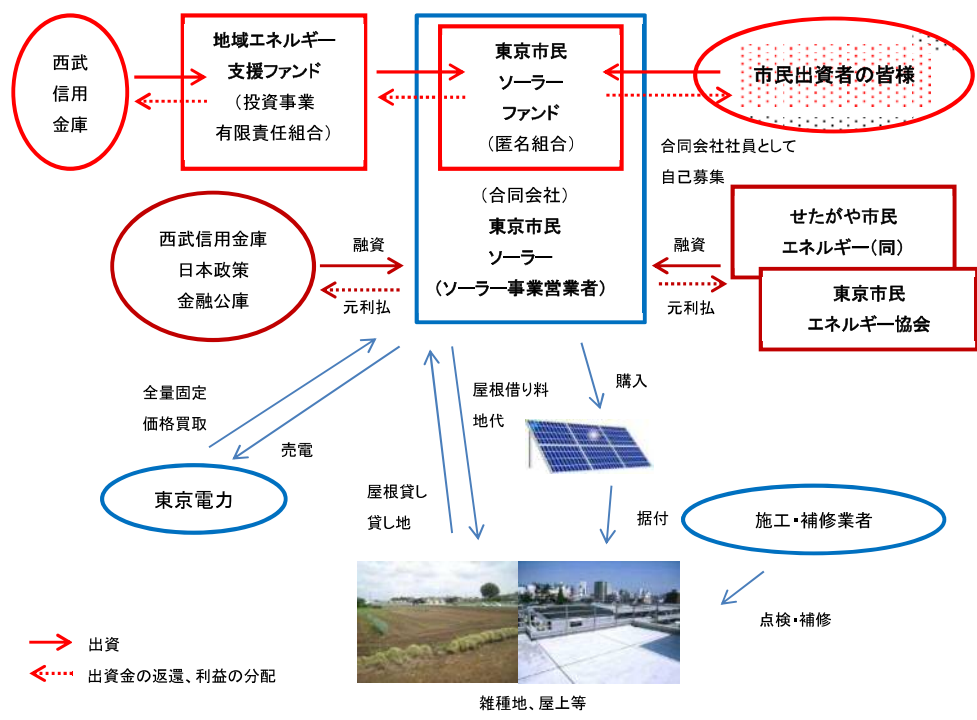


(<http://peoplespowernetwork.jimdo.com> / より転載)

## 参考資料3 合同会社東京市民ソーラーにおける資金調達スキーム

合同会社 東京市民ソーラー は、以下の2つの方法で資金調達します。

- ① 適格機関投資家等特別業務の届出による「匿名組合出資」の自己募集
- ② 西武信用金庫や日本政策金融公庫、関連団体等からの融資



(<http://tokyo-shimin-solar.jimdo.com/ファンド情報/> より転載)