

# 投資事業組合の歴史と発展の方策

(第 1 1 回金融審議会金融分科会第一部会資料)

平成 1 5 年 1 1 月 5 日

経 済 産 業 省



# 1. 投資事業組合の歴史

投資事業組合の歴史を見れば、自主規律と競争の中で創意工夫が発揮され、多様な主体が参入して、投資家保護上の問題が生じることなく、新しい金融の手法が開発されてきたことがわかる。

## 第一フェーズ)ベンチャー未公開株式会社中心で民法組合を活用した段階 (82年～97年)

先行事例の米国 LP (リミテッドパートナーシップ)の本質

- ・少数のプロ投資家との投資案件発掘 (レディメートのメニューなし)
- ・長期間投資 (概ね 10年間固定)

米国 LPの日本における応用 = 民法組合の活用

- ・限られたメンバーによる長期固定的な投資事業を行うには、共同事業性があり、持分の流動性が低い民法組合が最適であり、日本では民法組合を活用した投資事業組合が最初に誕生した (82年、JAFCO)。
- ・構成員課税にも利点がある。

組合契約により私募的な自主的規律が機能

(典型例)

- ・組合員数 50人未満
- ・投資期間 原則 10年間
- ・持分譲渡は全員同意
- ・投資金額規制 (一人当たりの出資最低額 1億円)

82年 3ファンド

97年 268ファンドに

## 第二フェーズ)中小企業等有限責任組合制度が創設され、 その活用が進んだ段階 (98年～)

機関投資家 (年金等) を活用するための「有限責任性」の導入

機関投資家 (年金等) の投資を促す上で、民法組合の無限責任性が障害となったため、ベンチャー・ファンド用の組織として、中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律を制定 (98年)。

中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律の要点

- 投資対象を中小企業等 (注) の未公開株式に限定 (03年から産業再生法対象企業や経営危機にある企業の株式まで投資対象を拡充)

(注) 中小企業者等とは次に掲げる者をいう

中小企業基本法上の中小企業者に該当する株式会社その他の株式会社であって次のいずれかに該当するもの

- ・資本金 5億円以下
- ・従業員が 1000人以下
- ・負債額が 200億円以下
- ・試験研究費が 3%超
- ・常勤研究者が 10%超 (設立 1年以内)

中小企業基本法上の中小企業者に該当する合名会社、合資会社、有限会社、個人企業組合、協業組合

- 有限責任性の導入 (無限責任組合員が最低一人必要)
  - 財源規制 (債務超過時の利益分配の禁止) の導入
  - 組合契約の登記制度の導入

- 民法組合を活用した投資事業組合の本質 (私募的な性格) を踏襲し、組合員数を制限
  - 法制定当初証券取引法上の私募概念を参考に49人以下に設定。
  - 01年から米国における投資会社法のセーフハーバールール等を参考に100人に改正
  
- 機関投資家の投資を促すための開示制度を整備
  - 公認会計士による監査
  - 財務諸表 (貸借対照表、損益計算書等) の事務所への備置
  - 組合員・債権者による財務諸表の閲覧

中小企業有限責任組合は、トラブルを起こすことなく順調に発展し、2003年8月現在で335ファンドにのぼっている。

## (第三フェーズ)ファンドの多様化 (事業再生ファンドの登場と投資家の多様化)が進む現在の段階 (98年~)

- ~ 未公開株式投資という意味では、ベンチャー・ファンドと同じ性格を持つ「事業再生ファンド」が登場している (日本では98年以降 本格化)。

有限責任性を有する各種組合制度の活用が進展

日本国内には大企業の株式や金銭債権を保有できる有限責任組合制度が整備されていないため、事業再生ファンドは、主にケイマン諸島のリミテッド・パートナーシップ (一部は匿名組合) を活用

国内制度の不備が課題

- ・事業再生ファンドの運用実態は私募的  
(投資家数 10人 ~ 30人程度、現状では個人の参加なし)

- ・業務は、以下の通り多様であり 債権取得 融資機能も必要

現行の有限責任組合制度が、投資対象 (中小未公開に限定) と機能面で限界 (債権取得機能、融資機能がない) があり ケイマンなどの活用を余儀なくされている。

- ✓ 公開株式を取得して未公開化して事業再生するケース
- ✓ 公開株式を取得して公開を維持したまま事業再生するケース
- ✓ 債権取得後、DES (デット・エクイティ・スワップ) を行い、事業再生するケース

～ベンチャーファンドの一部に、一般投資家から資金を獲得するニーズが出始めている。

現行の有限責任組合法では組合員の数に100人以下に制限されているという限界がある。

## 2. 多様化への対応

投資事業組合が産業金融の担い手としてさらに発展していくためには、制度が実態に追いついていない現状を変えていかなければならない。

### 有限責任組合制度の拡充

#### 検討すべき項目

##### 投資対象の拡充

- ・中小要件の廃止
- ・未公開要件の廃止

##### 機能の拡充

- ・債権取得機能の追加
- ・融資機能の付与

金融商品全般の投資家保護ルールのあるり方に  
おける多面的な検討

### 3. 金融商品全般の投資家保護ルールのあり方における多面的な検討

投資事業組合に関する投資家保護ルールを検討するに際しては、私募的な運用を行いながら自主的に講じてきた投資家保護規律の評価、従来の有価証券とは異なる性格、事前の規制がない中で競争により多様な主体が多様な商品設計を行ってきた「活力」の維持、といったことを踏まえた多面的な検討が必要である。

私募的な運用でトラブル発生を未然に防止してきた実態の尊重

現行の有限責任組合制度については、関係者の議論を踏まえて、財務諸表の作成や外部監査等が義務づけられており、適切な措置が講じられている。

ファンドの実態に合った対応

以下のような**従来の金融商品や有価証券とは異なる投資事業組合の特性の実態**

- ✓ 長期期間の投資、持分の非流動性、共同事業的な性格（有価証券との違い）
- ✓ 投資先が未公開株式中心であり標準化できない情報が重要（開示の難しさ）
- ✓ 多種多様な非流動的持ち分（ケイマン、匿名組合、民法組合、合名会社や合資会社、有限会社など）の横断的な取り扱いが不可欠

組合形式、会社形式で行う事業のどこまでを投資家保護の対象にするのか。

自主的規制、有限責任組合法上の開示制度、出資法、金融商品販売法、証券取引法など関連する合理的なルールのあり方の検討

海外法制との比較

その他関連する諸制度（税制など）への影響

# 4. 今後の発展の可能性とその条件

日本におけるファンドの投資実績は欧米に比較するとかなり小さいのが現状である。今後、ファンドが欧米並みの重要な金融主体として発展していくためには、組織法制的整備や適切な投資家保護ルールのあり方の検討などにより、ファンドの創意工夫が最大限発揮でき、幅広い投資家が安心して参加できるような環境を整備していくことが重要である。

日本のファンドの投資実績は急速に伸びている。

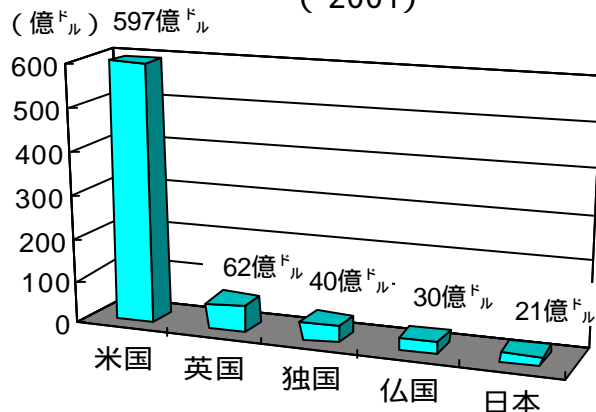
・日本のベンチャー・ファンド { 投資残高 = 5,272億円  
投資総枠 = 1兆 3,962億円

・日本のバイアウト・ファンド { 投資残高 = 2,313億円  
投資総枠 = 1兆 0,205億円

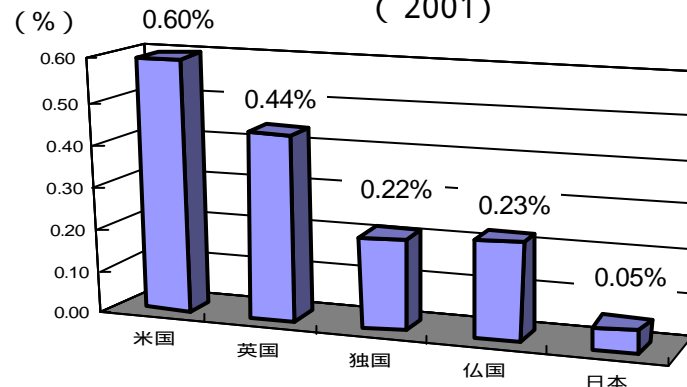
(出所) 7月3日付 日経産業新聞、 8月20日付 日本経済新聞

しかし、欧米に比べると日本のファンドはまだまだ小規模である。

ファンド新規投資金額  
(2001)



ファンド新規投資金額の対GDP比  
(2001)



(出所) 平成15年版国民経済計算年報』(内閣府)

『Global Private Equity 2002』(3i/PricewaterhouseCoopers)