

**金融審議会
投資運用等に関するワーキング・グループ
報告**

**～投資家の保護及び成長資金の円滑な供給を確保するための
プロ向けファンドをめぐる制度のあり方～**

平成 27 年 1 月 28 日

投資運用等に関するワーキング・グループ メンバー名簿

平成 27 年 1 月 28 日現在

座 長 メンバー	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	池田 弘	日本ニュービジネス協議会連合会会長
	磯崎 哲也	フェムトグロースキャピタルLLP ゼネラルパートナー
	上柳 敏郎	弁護士（東京駿河台法律事務所）
	大崎 貞和	野村総合研究所主席研究員
	太田 洋	弁護士（西村あさひ法律事務所）
	沖野 眞己	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	尾崎 一法	日本ベンチャーキャピタル協会会長
	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	黒田 達也	事業創造大学院大学副学長
	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	坂 勇一郎	弁護士（東京合同法律事務所）
	田島 優子	弁護士（さわやか法律事務所）
	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長
	増田 悦子	全国消費生活相談員協会専務理事
	家森 信善	神戸大学経済経営研究所教授
オブザーバー	鈴木 一広	消費者庁消費者政策課長
	佐々木 啓介	経済産業省経済産業政策局産業資金課長
	小林 靖	国土交通省土地・建設産業局不動産市場整備課長
	小柳 雅彦	日本証券業協会常務執行役
	島村 昌征	第二種金融商品取引業協会事務局長
	増田 和昭	投資信託協会自主規制委員長
	岡崎 剛司	日本投資顧問業協会企画部部长

（敬称略）

※ 本ワーキング・グループにおいては、上記メンバーに加え、以下のような関係者を招き、意見交換を実施した。

- | | | |
|------------------------|----------------------------------|---|
| ○ 第1回
(平成26年10月10日) | 関 雄太 | 野村資本市場研究所研究部長 |
| ○ 第2回
(平成26年10月24日) | 松本 恒雄
金児 敦弘
村口 和孝
松田 修一 | 国民生活センター理事長
消費者委員会事務局企画官
日本テクノロジーベンチャーパートナーズ代表
日本ベンチャー学会顧問・元会長、
早稲田大学名誉教授 |
| ○ 第3回
(平成26年11月6日) | 加藤 進一郎
郷治 友孝
木下 慶彦 | 日本弁護士連合会消費者問題対策委員会副委員長・
金融サービス部会部会長
日本ベンチャーキャピタル協会理事、
東京大学エッジキャピタル代表取締役社長
スカイランドベンチャーズ代表パートナー |
| ○ 第4回
(平成26年11月21日) | 加藤 進一郎
郷治 友孝
松田 修一 | 日本弁護士連合会消費者問題対策委員会副委員長・
金融サービス部会部会長
日本ベンチャーキャピタル協会理事、
東京大学エッジキャピタル代表取締役社長
日本ベンチャー学会顧問・元会長、
早稲田大学名誉教授 |

(敬称略)

はじめに

国内外において、ファンドは、リスクマネー供給において大きな役割を果たすようになってきている。我が国において、ファンドを立ち上げる場合、基本的には投資運用業や適格投資家向け投資運用業として登録を受けることとなるが、適格機関投資家等のプロを相手とする場合には、適格機関投資家等特例業務（いわゆる「プロ向けファンド」）の届出により行うこともできる。

金融商品取引法制定時には、利用者保護ルールの徹底を図る観点からファンドについて包括的・横断的規制の整備を図る一方、金融イノベーションを阻害するような過剰な規制とならないように配慮することとした。このため、一般投資家を対象にファンドの販売・勧誘及び運用を行う業者については登録制とする一方、プロ及びプロ以外の少数の投資家を対象とするプロ向けファンドについては、届出制とされるとともに、簡素な行為規制とされた。

しかしながら、プロ向けファンドの販売等を行う業者が、①他の金融商品取引業者と異なり行為規制が緩く、また、行政処分（業務改善・停止命令、登録取消）の対象となっていないこと、② 49 名以内であれば投資の素人にも販売が可能なことを悪用し投資家に被害を与えるケースが増加している。

このような投資家被害の増加に対して、平成 26 年 4 月、消費者委員会や証券取引等監視委員会から、投資家に係る要件を厳格化する等制度を見直すべきとの提言・建議が出され、こうした提言等を踏まえ、プロ向けファンドの本来の趣旨に立ち返り、販売可能な投資家を制限する政令・内閣府令の改正案について、パブリック・コメントを実施（同年 5 月 14 日～6 月 12 日）するなど、制度の見直しが進められてきた。

この過程で、パブリック・コメントに付された改正案に対して、プロ向けファンドの個人への販売は禁止すべきとの意見、販売が可能な投資家の範囲が狭く、新たなファンドの組成が困難になるため、範囲を広げてほしいとの意見などが出された。

このような経緯を踏まえ、平成 26 年 9 月、金融担当大臣から、金融審議会に対して、「投資家の保護及び成長資金の円滑な供給との観点を踏まえ、いわゆるプロ向けファンドをめぐる制度のあり方などの課題について検討すること」について諮問が行われた。この諮問を受けて、金融審議会は「投資運用等に関するワーキング・グループ」を設置し、同年 10 月から 6 回にわたり審議を行い、投資家の保護及び成長資金の円滑な供給との観点を踏まえ、適切なバランスがとれた成案を得られるよう、ベンチャー・キャピタル関係者や消費者関係者からヒアリングを行いつつ検討を行った。

本報告書は、当ワーキング・グループにおける検討結果をとりまとめたものであるが、今後、関係者において、本報告書の趣旨を踏まえ、適切な制度整備・運用が行われていくことを期待する。

第1章 いわゆる「プロ向けファンド」を巡る状況

1. 投資家保護と成長資金の円滑な供給

前述の通り、国内外において、ファンドは、リスクマネー供給において大きな役割を果たすようになってきている。リスクマネー供給が経済成長に果たす役割等を踏まえれば、投資運用等を巡る制度のあり方を検討する上では、ファンドによる成長資金の供給が円滑に行われるようにしていくことが求められている。特に、ベンチャー・キャピタルは、日本再興戦略において開業率 10%台を目指すこととされるなか、フロンティア領域や成長領域における創業、事業構築、市場開拓等に対して資金供給を行い、起業家とともに経営に参画するなど、同戦略に掲げられた「ベンチャーの加速」を支援する役割を担っており、その役割の重要性に配慮していく必要がある。

一方、適格機関投資家等特例業務（いわゆる「プロ向けファンド」）制度において、一般投資家（アマ）への詐欺的な投資勧誘が行われ、投資家被害が増加している実情がある。投資家の保護を図るとともに、ファンドへの信頼を確保することにより、成長資金を円滑に供給していくためにも、投資家被害を適切に防止していくことが必要である。

こうした視点を踏まえ、投資運用等を巡る制度について、制度全体として整合性のある枠組みを考えていくべきである。

2. 海外におけるファンド運用・販売業者における規制の状況

海外（米国、欧州、シンガポール）では、先般の金融危機以降、ファンドにかかる規制が強化され、登録制・認可制・免許制が適用されている。例外として、米国におけるベンチャー・キャピタルについては、届出制が残されているが、その場合でも、登録と同じ様式によりほぼ同様の情報の提出・公開が求められ、各種の行為規制・行政処分の対象とされている。販売についても、届出制の私募によることができるが、その対象は適格投資家（Accredited Investor）や 35 名以内の洗練された投資家（Sophisticated Investor）に限定されている。¹

¹ 欧州では、金融危機後に成立した指令（Alternative Investment Fund Managers Directive: AIFMD）により、ファンドの運用業者は原則認可制、小規模の場合は登録制とされている。認可制のもとでは、行為規制も設けられ、違反行為は行政処分の対象となる（登録制については、指令上行為規制に関する規定はなく、各国規制に委ねられており、例えば英国等では行為規制が設けられている）。なお、販売は、原則としてプロ顧客が対象とされている。ベンチャー・キャピタルに関しては、規則（Regulation on European Venture Capital Funds: EuVECA）も制定されており、各国当局に登録を行えば、欧州域内でファンドを販売することができる。EuVECA には、行為規制と監督規定も設けられている。また、シンガポールでは、金融危機やマドフ事件等を受け、ファンド運用業に対する規制が強化され、現在では、免許制又は登録制（小規模かつ適格投資家対象の場合）の対象とされ、行為規制が設けられるとともに、監督の対象とされている。

3. 適格機関投資家等特例業務を巡る被害の態様等

プロ向けファンドを巡る被害については、例えば、以下のような態様や問題が報告されているところである。

① 適格機関投資家について

- ・ 設立が比較的容易な投資事業有限責任組合を適格機関投資家として、少額のみの出資を行わせた上で、その他の出資は個人から集める。

② 適格機関投資家等特例業務の届出者について

- ・ 届出は提出されているが、実際には適格機関投資家からほとんど出資を受けていない、詐欺的な勧誘が行われるなど、業者の人的・財産的基礎に問題が伺われる。

③ 届出者の業務の状況について

- ・ 出資金が契約とは異なる投資、ファンドと無関係の会社経費・私費・他の顧客への配当・償還等に流用される。
- ・ 運営内容について、十分な情報提供が行われず、ガバナンスが確保されていない。顧客の出資状況を把握するための資料を保管せず、運用委託先の運用状況も把握していないほか、会計の適正性が担保されていない。

④ 適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲について

- ・ 投資経験の乏しい一般投資家や高齢者が被害にあっており、その被害回復は極めて困難であることが多い。

第2章 適格機関投資家等特例業務制度のあり方

上述のような、適格機関投資家等特例業務制度を巡る被害の態様等や、海外におけるファンド運用・販売業者における規制の状況を踏まえれば、成長資金の円滑な供給を確保しつつ、投資家の保護を図っていくためには、出資者の範囲の見直しにとどまらず、以下に掲げるような総合的な対応を行っていくことが求められ、法律改正も含めた措置が必要と考えられる。

1. 適格機関投資家等特例業務の届出者

運用者には一定の資質が求められることから、適格機関投資家等特例業務の届出者に対して、以下のような措置を講じることが適当と考えられる。

- #### ① 拒否要件・欠格事由など、一定の人的要件を設けること。

- ② 届出書の記載事項及び添付書類について、拡充を図ること。また、米国の例も参考にしつつ、届出書等の内容や、事業の概況に係る説明書類を公表（インターネット又は営業所・事務所における縦覧）すること。

2. 適格機関投資家の位置付け

適格機関投資家等特例業務は、基本的には適格機関投資家を対象とすることから、金融イノベーションを阻害しないよう簡素な規制とされたところである。ただし、金融商品取引法制定時に、基本的に適格機関投資家が出資者となるファンドであっても、当該ファンドと関係の深い一般投資家（例えば、ファンド運営会社の役員等）も出資している場合があるとの実態を踏まえ、そうした者が少人数に限られる場合においては、同様に簡素な規制とされたものと考えられる。

この際、適格機関投資家が出資を行って、自己のために当該ファンドに関与することで、ファンドの運用状況等の適正性がある程度確保されることも期待されたものと考えられる。²

適格機関投資家に問題が多いという被害の実態に鑑みると、適格機関投資家の範囲や要件について、以下のような措置を講じることが適当と考えられる。³

- ① 出資者である適格機関投資家、特に投資事業有限責任組合に問題が多く認められるが、出資者として実態を伴わない投資事業有限責任組合を排除するために、適格機関投資家等特例業務制度において適格機関投資家として認められる投資事業有限責任組合に、株式会社や法人に係る資産要件とのバランスも踏まえつつ、資産要件（例えば、運用資産残高（借入を除く）5億円以上）を設けること。⁴
- ② 適格機関投資家等特例業務を行う運用者が支配する適格機関投資家のみが適格機関投資家として形骸的な投資を行うような場合には、特例業務としては認めないこと。

3. 届出者に対する行為規制

投資家被害の実態や諸外国の制度等に鑑み、届出制の下でも、行為規制については、下記のように、登録の場合と同様の規定を設けることが適当と考えられる。

- ① 投資家被害の実態を踏まえ、適格機関投資家等特例業務を行う者に関しても、現在規

² ただし、この点については、適格機関投資家は、行為規制など金融商品取引法に基づく業規制の対象となる訳ではないことに留意が必要である。

³ このほか、問題のあるファンドについては、適格機関投資家からの出資が少ない傾向が認められることから、事業の概況に係る説明書類を公表する際に、ファンドの適格機関投資家からの出資額又は出資割合も公表を求めることが考えられる。

⁴ 運用資産残高が届出の段階においては確定しておらず見込みとならざるを得ない場合があるという点については、例えば、資産保有を確認するための書面等の提出を求め、一定期間経過後などに追加の資料提供を求める等の措置で対応することが考えられる。

定が置かれている虚偽説明、損失補填の禁止に加えて、行為規制に関する以下のような規定を整備すること。

- ・ 忠実義務、善管注意義務
 - ・ 分別管理義務
 - ・ 投資家利益を害する取引行為の禁止
 - ・ 適合性原則
 - ・ 断定的判断の提供の禁止
 - ・ 契約締結前・締結時交付書面の交付義務
 - ・ 運用報告書の交付義務
- 等

- ② 一方、プロ間の自由な取引を阻害しない観点から、特定投資家から出資を受ける場合には、金融商品取引法の他の規定に倣い、特定投資家との間の取引について、適合性原則、契約締結前・締結時交付書面の交付義務、運用報告書の交付義務（個別照会に対して速やかに回答できる体制が整備されている場合）等を適用しないこととすること。
- ③ 適格機関投資家等特例業務に関し、その業務の性質やリスクの高さ、出資できる者が限定されていることの説明を義務付けること。
- ④ 適格機関投資家等特例業務に係る事業報告書の作成・当局への提出、帳簿作成・保存を、届出者にも義務付けること。

4. 問題のある届出者への対応

適格機関投資家等特例業務を行う者のうち、問題となっている届出者に対して、実効性のある対応を行うことができるようにする必要があり、以下のような措置を講じることが適当と考えられる。

- ① 適格機関投資家等特例業務の届出者が問題を起こした場合、業務の改善や停止・廃止をさせることができるようにすること。
- ② 適格機関投資家等特例業務の無届出、虚偽の届出等に対する罰則（1年以下の懲役・300万円以下の罰金）の引上げ。
- ③ 金融商品取引法違反行為に係る裁判所への申立てのための調査（金商法第187条）に関する報告・物件提出命令違反等に対する罰則（10万円以下の過料）の引上げ。
- ④ 適格機関投資家等特例業務に対する検査について、投資家保護の観点から、適格機関投資家等特例業務の届出者に対して検査を行うことができることを明確化。⁵
- ⑤ 投資家被害の拡大を防止する観点から、裁判所の禁止命令の対象について、法律・命令違反となる場合以外にも拡大。

⁵ 現行の適格機関投資家等特例業務に係る検査権限は、適格機関投資家等特例業務を行う者の自己運用に係る業務の状況に対する検査を想定した規定となっている。

また、上記の対応を実効的に行っていくためのエンフォースメントの体制について、人員の強化等を図っていくことが必要と考えられる。⁶

5. 適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲

適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲については、本来はプロ向けの制度であるものの、一方で、ファンドと関係の深い一般投資家も出資しているというプロ向けファンドの実態等を踏まえれば、投資判断能力を有する一定の投資家及び特例業者と密接に関連する者に限定することが適当と考えられる。

このような考え方を踏まえ、上述のような措置が講じられることを併せて考えると、平成 26 年 5 月にパブリック・コメントに付された改正案に対して、以下のように出資者の範囲を拡大する修正を加えることが適当と考えられる。⁷ なお、こうした投資家についても、前述の通り、基本的に、適合性の原則が適用されることから、勧誘を行おうとする段階において、各投資家毎に、適合性の原則に照らして勧誘の是非を個別に判断していくことが求められることに留意が必要である。^{8 9}

- ① 株式会社について、資本金のみならず、純資産も基準とすること。また、株式会社に加えて、その他の法人についても、同様の基準とすること。¹⁰
- ② 適格機関投資家等特例業務の届出者（特例業者）と密接に関連を有する者として、以下のような者を含めること。
 - ・ 当該特例業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者
 - ・ 当該特例業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者の役員、使用人、その親族（3 親等内）
- ③ 政府・地方自治体を対象とすること。

⁶ エンフォースメントにおいては、事案に応じ、捜査当局等とも適切な連携を図ることが重要と考えられる。

⁷ このような者がプロ向けファンドへの出資の時点で出資者の範囲に含まれていれば、当該出資に関しては、当該ファンドの運用が終了するまでの間、当該出資を返還することなく、引き続き運用が行われるようにできるとすべきと考えられる。ただし、適格機関投資家については、ファンドへの出資の時点のみでなく、当該ファンドの運用が終了するまでの間、継続して適格機関投資家である必要がある。これは、前述の通り、適格機関投資家が出資を行って、自己のために当該ファンドに関与することで、ファンドの運用状況等の適正性の一定程度の確保を期待するとの制度の趣旨によるものである。なお、出資者としての要件を満たさなくなった時点以降は、新たに出資の勧誘を行うことはできないこととすべきと考えられる。

⁸ 基本的には適格機関投資家を対象とするというプロ向けファンド制度の趣旨を踏まえれば、出資者の太宗が②・④に掲げたような者となることは適当ではなく、これらの出資者からの出資割合を一定の水準以下にするとの措置を講じることが考えられる。

⁹ 出資者の範囲については、履行確保（エンフォースメント）の実効性確保のために、販売可能な出資者の範囲の明確性が重要との意見があった。

¹⁰ 法人格を持たない海外機関投資家等による出資についても妨げられないよう配慮すべきと考えられる。

④ 以上に加え、ベンチャー・ファンドについては、成長資金を供給するなどの役割があることや米国等においても別途の扱いがなされている例があることを踏まえ、

- ・ （投資事業有限責任組合モデル契約に準じる）ガバナンスの確保、
- ・ ファンド契約書類の提出、
- ・ 総会開催・決算情報の（投資家への）開示、
- ・ （プロ以外から出資を受けるファンドの財務諸表に関して）財務諸表の公認会計士・監査法人による会計監査の実施と公認会計士名等の公表など、

相応の体制が整備されることを前提に、投資判断能力を有する者として、以下のような者を含めること。

- ・ 上場会社等¹¹の役員・元役員、ファンドの業務執行組合員・元業務執行組合員等¹²
- ・ 有価証券届出書又は有価証券報告書を提出する上場会社等の上位 50 名（有価証券届出書）又は 10 名（有価証券報告書）程度の株主等として記載された個人・法人等
- ・ 経営革新等支援機関として認定されている公認会計士、弁護士、司法書士、行政書士、税理士等
- ・ 会社の役員・従業員・コンサルタント等として、会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、経営戦略の作成、企業財務、投資業務、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、一定期間（例えば 1 年程度）直接携わった経験があり、当該実務について専門的な知識や能力を有する者
- ・ 上記のような出資可能な投資家が支配する会社

⑤ また、この場合のベンチャー・ファンドの定義について、米国や欧州の例も参考にしつつ、以下のようなものとする。

- （i） 非上場企業への株式投資等が、例えば 8 割以上であること
- （ii） 原則として、レバレッジがないこと
- （iii） 原則として、途中償還がないこと
- （iv） ベンチャー・ファンドとしての投資戦略をとっていることを明確に説明してい

¹¹ 例えば、上場会社、資本金又は純資産 5,000 万円以上の法人等、適格機関投資家等特例業務に出資できる法人が考えられる。

¹² 元役員・元業務執行組合員等については、退職後、例えば、5 年程度とすることが考えられる。また、こうした者が出資を行った場合には、その出資が終了した後も、引き続き投資判断能力を有していると認められる場合には、再度出資できるようにすることが適当と考えられる。

また、このような見直しとの関連で、届出制より厳しい登録制となっているプロ向け投資運用業の範囲等についても、必要な検討を行うことが適当と考えられる。

6. その他

地方において成功した起業家等がエンジェルとなって後輩起業家の支援のために地元のベンチャー企業等に対して出資等を行うファンド、いわゆる「旦那ファンド」に関しては、地方におけるファンドによる成長資金の円滑な供給の観点からも重要な役割を担うものと位置付けられ、現在の出資者の投資判断能力等も踏まえると、仮に上記のような案であれば、「プロ向けファンド」制度の中で対応することが可能と考えられる。

一方、一般の個人投資家から収益を目的に広く出資を募ることにより、太陽光発電等の事業を行うファンドについても、社会的に重要な役割を担うものと考えられるが、投資家の保護を適切に図り、信頼を確保していく必要性にかんがみると、金融商品取引法における一般的な登録制（第2種金融商品取引業）や先般法制度が整備された投資型クラウドファンディングの制度等の下で事業を行うことが考えられる。

（以 上）