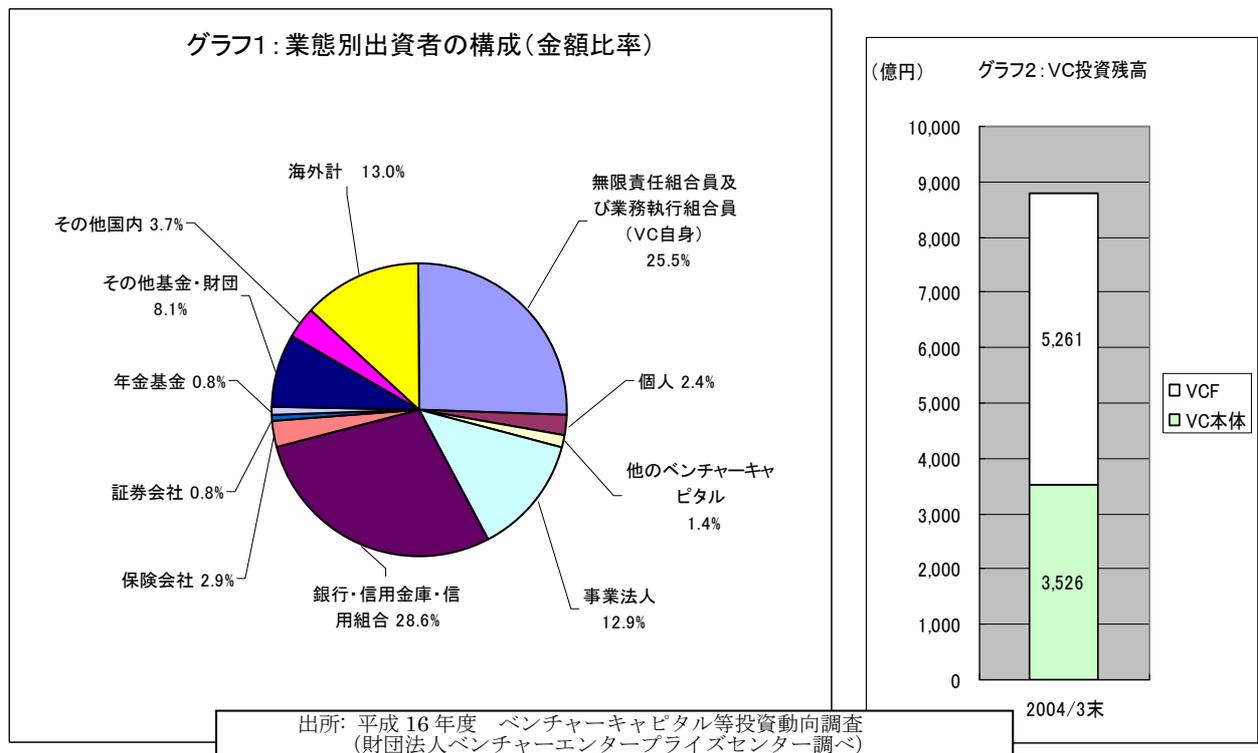


集団投資スキーム及び業規制についての意見

ファンドを利用した投資商品への規制は、「貯蓄から投資」の大きな流れの中で国民が安心して投資商品を購入できるよう、消費者保護の観点から私ども日本ベンチャーキャピタル協会としましても賛成するところであります。ただし、そうした規制が健全なベンチャーキャピタル（VC）の活動に支障をきたすことがないよう、VC と VCF の特色をご説明の上、意見を申し述べます。

[VC 及び VCF について]

VC が運営者（GP）として運営するベンチャーキャピタルファンド(VCF)の出資金の 25.5%が VC 自身によるものであり、また残りのうち約半分を金融機関等「いわゆるプロ」による出資が占めています。



VCF の組成は、運営者（GP）である VC と少人数の出資者、いわば「プロとプロ」の間の合意で組合契約を締結することによりなされており、その運営方針・形態、情報開示の内容・方法等についての合意形成無くして成しえないとともに、通常、運営者の任を担う VC 自身も、VCF に対して応

分の出資を行うことにより、共同事業の中核を担う者としての立場を明らかにしています。

また、平成16年の証券取引法改正以前より長期でリスクを伴う投資であることを出資者に理解いただいた上で組合契約を締結しており、情報開示も含め、合意に基づき運営は実行されております。

上記より VCF は以下のような特色があります。

- 1) VC 自身も出資者と共同で出資している。
- 2) 出資金のほとんどが VC 自身、及び金融機関等によるものである（グラフ1参照）。
- 3) 運用期間が長く（通常7年～10年）、譲渡に厳しい制約があり、マーケットがないため運用期間中は原則として流動性がない。
- 4) 出資者との共同事業であり、また投資先が未公開企業であるため、出資者以外への情報提供は適さない。

[意見]

以上のような VC 及び VCF の状況に鑑み、意見を申し述べます。

1) 集団投資スキームに係る投資サービス法の範囲

詐欺目的業者等を排除するためにも、VCF が投資サービス法の規制対象となるのはやむをえないと考えますが、いわゆるプロとの出資により組成される VCF が、広くアマからの出資を募る他のファンドと同じレベルでの規制を受けることには馴染まないと考えます。

2) 投資サービス業者の参入規制

VCF の運用責任者（GP）である VC が登録制とされることは不適切な主体による参入を防止する目的から必要性を理解しております。一方いわゆるプロの投資家は VCF の運用について GP に対して厳しく監視し、運用責任を問うことから、アマを対象に資金運用や募集を行う業者と同レベルの登録要件を設けることは不適切と考えます。特に VC の規模に関して登録要件（自己資本規制、兼業規制、商号規制他）を設けることにより、優秀な個人のベンチャーキャピタリスト及び異業種からの VC への参入が排除されることになり、VC 業界の活性化を妨げるものと懸念します。

また、VCF の運用を行う VC の登録要件を過度に規制すれば、ファンドを組成せず自己資金による投資、さらに法人形態での（VB 投資目的の株式会社の株式による）資金調達により投資を行う回避手段がとられることも考えられます。その場合、VC の子会社・関連会社化される懸念が生まれ、それを望まない VB 側からの拒否により、優良な投資先への投資が阻害される可能性があります。

3) VCF の届出・登録

関係当局に対し VCF の届出・登録をする場合であっても、出資者に対して提出する書類の写しのみの事後の提出（届出）とするべきであると考えます。手続きに要する書類等が簡素でないコスト増となり、それは出資者の負担になり、VC への資金流入が阻害される懸念があります。

4) 資産運用業者としての規制

VC 自身も出資者とともに出資し、リスクを負っているという VCF の特性に鑑み、他者からのみ資金を集める資産運用業者と同等の規制（自己資本規制、兼業規制、商号規制他）を課すことは不適切であると考えます。

5) VCF の情報開示

VCF は譲渡性が制限されており、運用状況は未公開企業の事業戦略に関わる内容が含まれることから情報開示は VCF への出資者のみに対して行うことが適切であり、(公募による VCF を除けば) 公衆縦覧には適さないと考えております。

6) VCF に関するプロ投資家とアマ投資家

VCF への出資は現状はいわゆるプロを中心に行なわれており、今後もプロによる出資が適していると考えております。

個人については基本的にアマとみなし、個人及び一般事業会社においては一定要件を満たし、プロ宣言をする者のみをプロと認めて VCF への出資を可とするような対応が必要と考えます。

7) VCF に対する報告徴求・検査

VCF がいわゆるプロ間の契約によって組成され運用されることに鑑み、また出資者の負担を増やさないためにも、当局による報告徴求・検査は不要であり、仮に導入されても最低限のものであれば足りると思えます。

具体的には報告徴求に関しては VCF の監査済み決算書の写しの提出、検査に関しては出資者と GP に対し組合契約違反等の申し入れがなされた上で、出資者と GP 間での話し合いがつかなかった場合に出資者の求めに応じて行われるのが適当と考えます。

従来から、多くの VC は出資者に対する説明責任を果たしつつ、成長性の高い企業に投資することで、資金提供を始めとした支援を行い、以って、創業・起業、中小企業の育成、雇用の創出ひいては日本経済の活性化にも寄与してきたと自負しております。

(参考) 2004 年 4 月～2005 年 3 月にかけて新興 3 市場 (*) に上場した 140 社のうち、102 社 (72.8%) が VC の出資を受けています。(出所：各社目論見書より) (*新興 3 市場：東証マーズ・大証ヘラクレス・JASDAQ)

日本経済の発展に対して一層の貢献を果たしていくためにも、これまで以上の負担を課すことでこの流れが阻害されることのないよう、慎重にご検討いただきたく、会員を代表してお願いいたします。

以上