

# 適格機関投資家特例業務 改正の方向性について

2014年11月6日

金融審議会「投資運用等に関するワーキンググループ」

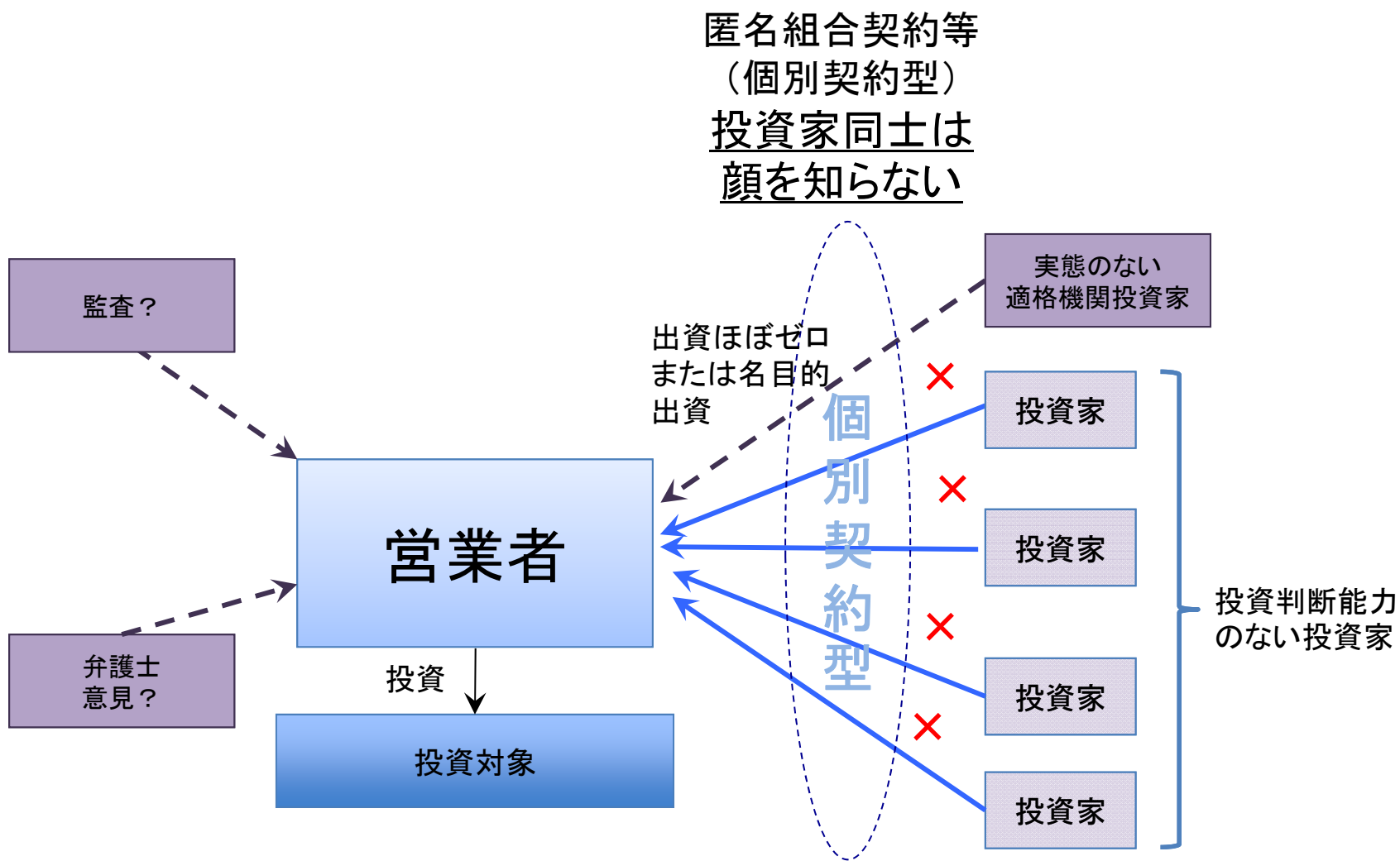
メンバー

磯崎 哲也

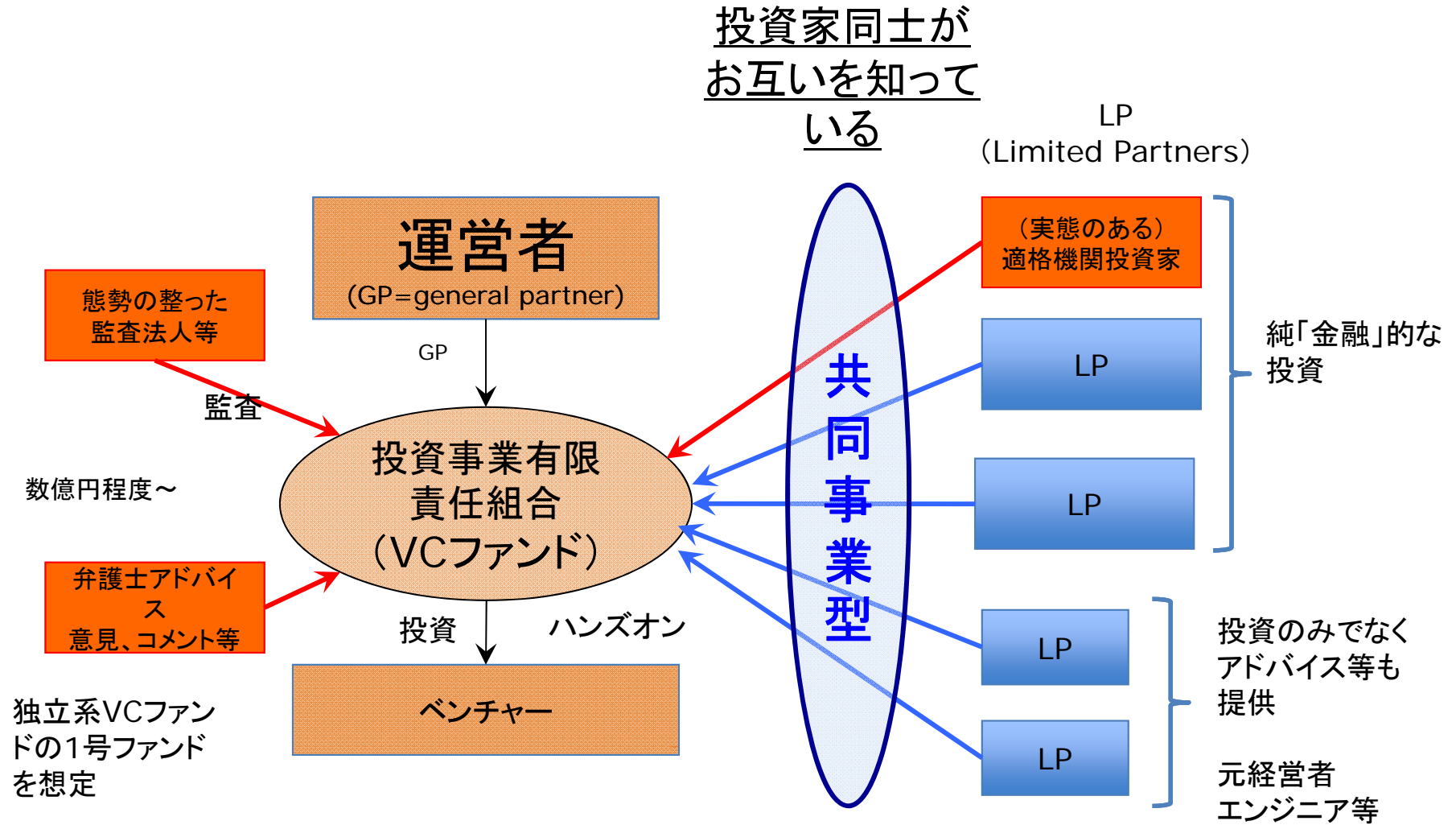
# 当ワーキンググループの目的は？

- 詐欺や悪徳商法を極力防ぐこと、及び、国民経済の発展に寄与するしくみを考えること
- 「ガン治療薬の開発」に例えると、
  - 「ガン細胞を殺す働きがある」とともに
  - 「正常細胞に与える影響が極力少ない」ことが必要
- 「青酸カリはガン細胞を殺す」のは事実  
(だが正常細胞も殺す。それは「薬」ではなく「毒」  
←そんなものを販売する製薬会社は許されない。)
- 薬の開発には「ガン細胞と正常細胞の違いは何か」を知ることが重要

# 推定される悪徳ファンドのスキーム



# VCファンドのスキーム

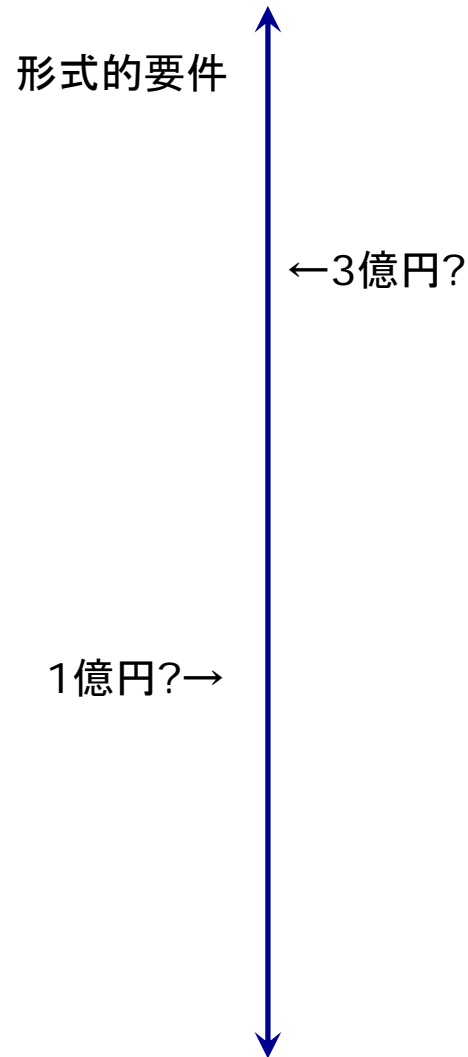


### 組合員名簿

# VCファンド 契約書の 例(一部)

氏名又は 名称	住 所	電話番号、電子メール 及び担当者	無限責任組合 と有限責任組 合員との別	適 格 機 関 投 資 家か否か の別	出 資 口 数
〇〇〇〇キャピタル 株式会社	東京都〇〇区〇〇 町2丁目4番3号	03-3396-2255 yamada@〇capital.com 山田 太郎	無限責任組合 員	否	500口
独立行政法人〇〇 〇〇〇機構	東京都港区虎ノ門〇 丁目〇番〇号	03-1111-2222 ttt@ttttt.go.jp 〇本 〇也	有限責任組合 員	適	10,000口
株式会社〇〇〇	東京都〇〇区〇〇 町3丁目5番8号	03-2211-3322 Aoxx@yykabushiki.co.jp 〇田 〇夫	有限責任組合 員	適	5,000口
鈴木一郎	東京都〇〇区〇〇4 丁目3番1号	03-5511-4444 ichiro@suzukibbb.co.jp 鈴木一郎	有限責任組合 員	否	3,000口
株式会社AAA	東京都豊島区〇〇 〇〇3丁目1番1号 ・ ・ ・	03-2255-3366 ichiro@aaakaisha.co.jp 佐藤二郎 ・ ・ ・	有限責任組合 員	否	2,000口 ・ ・ ・

# 「形式的要件」だけで問題が解決できるか？



- 形式的要件を満たしていても、被害を受ける人は発生
- 投資判断能力を表すものでもなく、真面目な業者・投資家には不満が発生。
- 「一つの軸」だけで、社会全体の効用の最大化を図るのは困難。

# 米国「Regulation D」の2つの投資家類型

- Accredited Investor(適格な投資家)
  - 要件は明確(例:「百万ドルの純資産」等)
- Sophisticated Investor(投資判断能力のある投資家)
  - 概念的で要件は明確でない
- 「Sophisticated」というのは、要件が明確でない投資家を救済するための「Accredited」の「下位概念」なのか? →「NO」
- 投資判断能力のある(Sophisticatedな)投資家にしか販売しないというのが、あるべき姿  
(cf.適合性の原則)

「要件が明確でなければ潜脱されるだろ？」

- 「十分な財務及び事業に関する知識及び経験を有し、当該出資にかかわるリスクと回収可能性についての投資判断能力を十分に有する(sophisticated)」の要件は形式的に定義しにくい。
- しかし、「定義しにくいので要件として設定しない」のは、発想が逆。

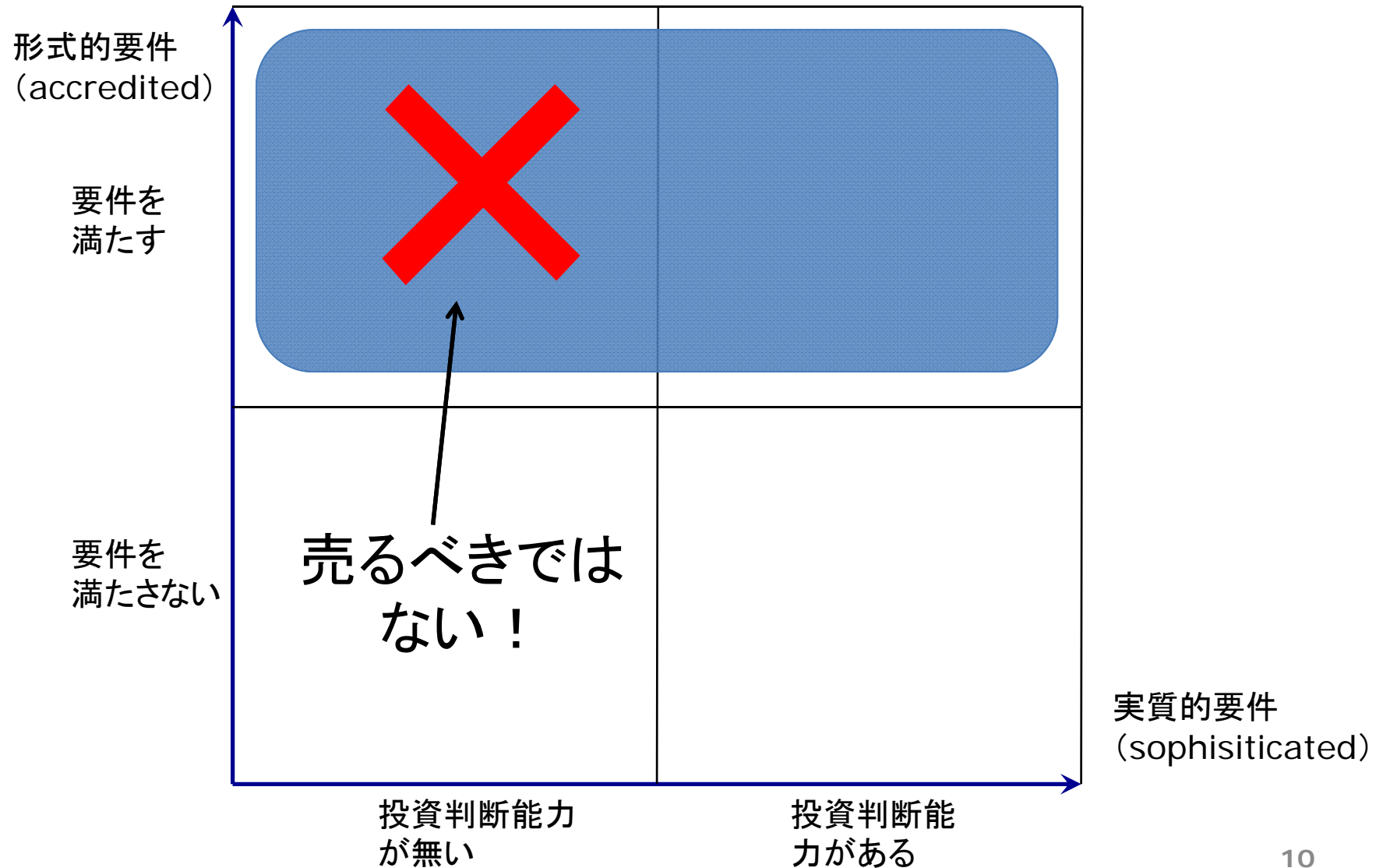
→「一人でも多くの投資被害者を救うべき」



## 「公共の福祉のために自由は制限されるべき」

- 一定の範囲では当然。
- しかし、他の方法で解決できるのに、判断能力のある投資家の投資機会を奪うことは、憲法で保障された「経済活動の自由(営業の自由)」を奪うものである。  
(「個人」の中には「個人事業主」も含まれる。)

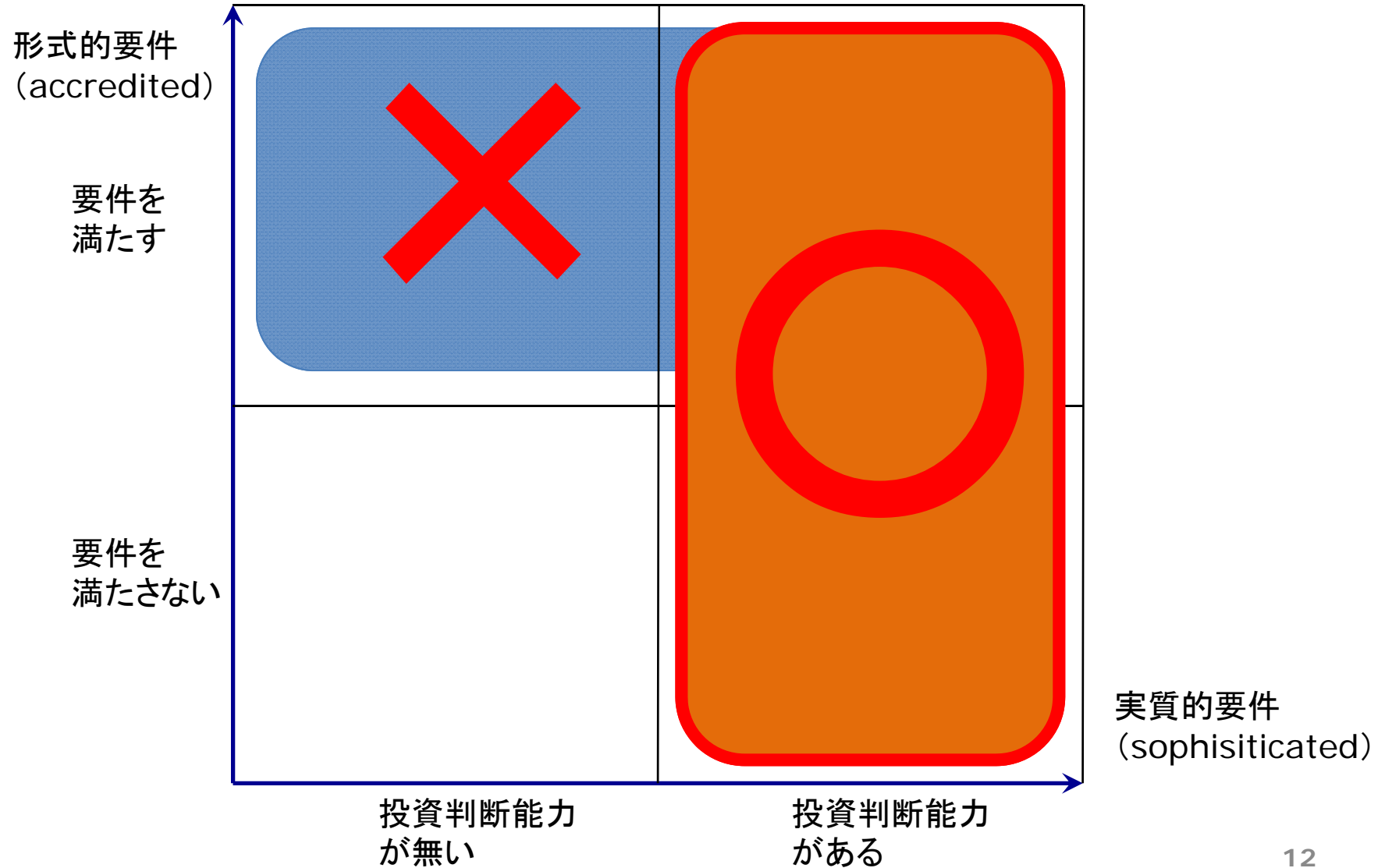
# 「形式的要件」だけでは問題は解決できない



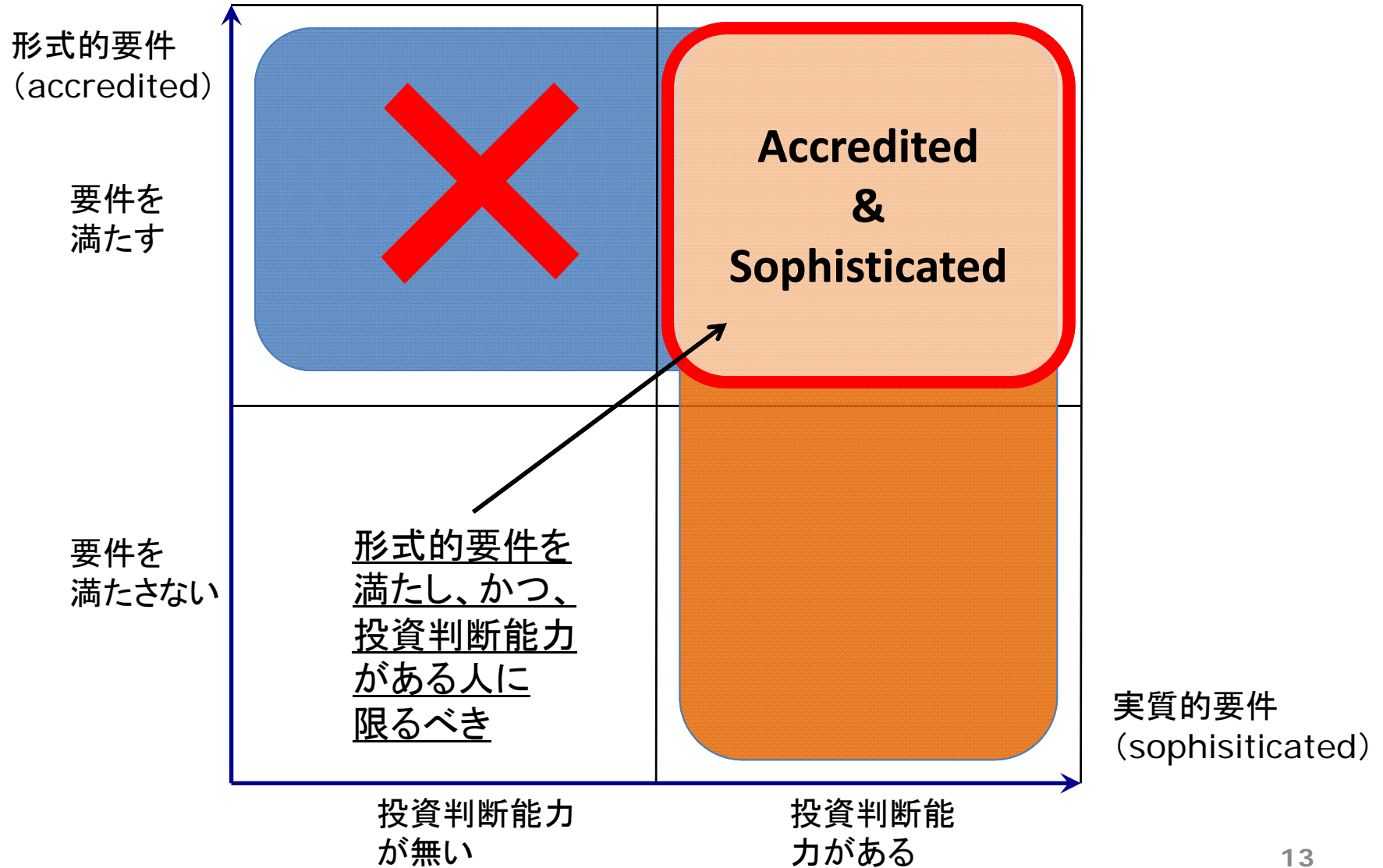
# なぜか？

- 投資判断能力は形式的要件では判断できないから。
- 例1：国債を3億円持っている投資家が、デリバティブ的なファンドの投資判断能力があるとは限らない。
- 例2：デリバティブ的な高度な金融工学的知識を持つ人が、ベンチャーやベンチャーとともに事業を成長させるファンドの良し悪しを理解できるとは限らない。
  - ベンチャーは「上場企業より劣った存在」ではない。
  - ファイナンスもマーケティングも、より高度で複雑である。  
(でなければ既存企業を押し分けて成長できない。)

# 本来的な「投資していい人の領域」



# 原則的な考え方



# VCファンドのビジネスモデル

- 世界的に2-20(two-twenty)というフィーが相場。
- マネジメントフィーを年間出資約束金額の2%、成功報酬をキャピタルゲインの20%受け取る。
- 仮に3億円のファンドで2%なら、年商(≠年収)600万円(オフィスや出張旅費などの経費込み)
- 「3億円のファンド」というと巨額のように見えるが、食って行くのがやっとな。2人以上での運営は困難。  
(「登録」の審査で要求される複数人での内部管理態勢の構築は、一般には困難。)
- その性格の本質は、「金融業」というよりは、「資金も持ったベンチャーの共同経営者」。

金融商品  
取引業者  
(登録)

# スキームは「特例業務」だけではない

?

特例業務  
(金商法63条)

共同事業(金商法適用外)

悪徳ファンドは  
特例業務と  
心中したいわけ  
ではない。  
〔ゴキブリ〕は、  
他の部屋に  
逃げるだけ)

会社  
(金商法2条1項)

# VCファンドは「共同事業」に限りなく近い

- 金商法上、有価証券とみなさない証券も存在  
(金融商品取引法第2条第2項第5号イ、ニなど)
  - 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
  - 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
- 「イ」の例:
  - 映画(アニメ、実写等)の製作委員会
  - 建設のJV(ジョイントベンチャー)等



## 「共同事業」の要件も程度問題

- 例1: アニメを制作するのに、「顔の色を濃いめの肌色にするか、薄めの肌色にするか」は、いちいち全組合員の決議を取っていない。
- 例2: 建設JVの現場で、クレーンをどう動かすかも、いちいち全組合員の決議を取っていない。
- 「出資対象事業に係る業務執行がすべての出資者の同意を得て行われる」(金商法施行令)かどうかの要件も、何をどこまで誰に委任するかの程度問題。

# 金商法の「共同事業」の要件

- 金商法の「共同事業」の要件（金融商品取引法施行令）
  - － （出資対象事業に関与する場合）

第一条の三の二 法第二条第二項第五号 イに規定する政令で定める場合は、次の各号のいずれにも該当する場合とする。

    - 一 出資対象事業（法第二条第二項第五号 に規定する出資対象事業をいう。以下この条及び次条第四号において同じ。）に係る業務執行がすべての出資者（同項第五号 に規定する出資者をいう。以下この条において同じ。）の同意を得て行われるものであること（すべての出資者の同意を要しない旨の合意がされている場合において、当該業務執行の決定についてすべての出資者が同意をするか否かの意思を表示してその執行が行われるものであることを含む。）。
    - 二 出資者のすべてが次のいずれかに該当すること。
      - イ 出資対象事業に常時従事すること。
      - ロ 特に専門的な能力であつて出資対象事業の継続の上で欠くことができないものを発揮して当該出資対象事業に従事すること。
- 現状のVCファンドは、必ずしもこの要件を満たさないが、要件を満たせるVCファンドは存在する。
  - － 例えば上場株ファンド（「秒」単位～の意思決定）と異なり、投資検討は通常2週間から「月」単位
  - － 投資ごとの全組合員での検討も必ずしも不可能ではない。（実際行っているVCも。）

# 「金商法対象外」と「登録」は違い過ぎ

- VCは、現状の届出制での運用で困っているわけではない。(積極的に「金商法から離脱」する必要はVC側には必ずしも無い。)
- ただし、運営が困難になる「登録制」を強いられるのなら、「金商法から離脱」するファンドも出て来るはず。
- 非常に近い性質を持つものが、一方で金商法の適用を受けず、一方で登録制になるというのは、バランスを大きく欠く。

# スキームは「特例業務」だけではない

- 米国等では、会社、パートナーシップ、信託等は、同じ「事業体」として、一環した投資規制を実施
- 悪徳業者を「ゴキブリ」に例えると、一つの部屋だけ強力な毒性がある薬剤を散布しても、ゴキブリだけ隙間から他の部屋に移動して、「人間」は部屋の中で苦しむ羽目に。
- 制度間の「バランス」が重要。  
(特例業務だけを厳しくしても意味が無い。)

# 具体的施策(全業者)

- 「不適格な」適格機関投資家要件を排除
  - 現在、誰でも作れる投資事業有限責任組合が、資産要件も無しで適格機関投資家になれる。
  - 適格機関投資家等特例業務制度の最大の欠陥。
  - 要件に実態を求める(例えば「保有有価証券1億円以上」等にする)だけで、約8割弱の問題は解決するはず。
- 業務の名称の変更
  - 「適格機関投資家等特例業務」という名称を、例えば「集団投資業務」にする。(金融商品取引法第63条等)
  - 「適格」「特例」といった用語が、スペシャルな投資機会であるという印象を与える可能性を排除。

# 具体的施策(全業者)

- 自律的な実態判断能力の確保
  - 法令は変更までに、利害関係者の調整等、非常に長い時間を要し、「理想」の記述になるとは限らない。(経済学でいう“完備性”が満たされている可能性は低い。)
  - 悪徳業者の変わり身の速さ、悪知恵は、法令の改正のスピードを必ず凌駕する。
  - 形式的要件だけで悪徳業者を排除しようとするのは困難。
  - 直接の利害関係者による実態判断能力の確保が重要。

## 具体的施策(全業者)

- 監査法人等から会計監査を受けることを義務づける
  - 各ファンドを監査する監査法人等を金融庁ホームページで公表する
  - 世界の市場経済の基本は、「監査している監査法人」で投資家が「怪しさ」を判定すること
- 契約書に必ず、この投資がリスクがあること等の警告を記載することを義務づける。
- 投資家に実質的に投資判断能力がある(sophisticatedな)ことを表明保証させる。
- 「登録制」にして、抽象的な適合性の判定義務等を負わせるより、効果が期待できる。

# 米国の投資契約書の例

THIS INSTRUMENT AND THE SECURITIES ISSUABLE UPON THE CONVERSION HEREOF HAVE NOT BEEN REGISTERED UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED. THEY MAY NOT BE SOLD, OFFERED FOR SALE, PLEDGED, HYPOTHECATED, OR OTHERWISE TRANSFERRED EXCEPT PURSUANT TO AN EFFECTIVE REGISTRATION STATEMENT UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED, OR AN OPINION OF COUNSEL SATISFACTORY TO THE COMPANY THAT REGISTRATION IS NOT REQUIRED UNDER SUCH ACT OR UNLESS SOLD PURSUANT TO RULE 144 UNDER SUCH ACT.

## ARTICLE I GENERAL

"Purchase Price" \_\_\_\_\_

"Date of Issuance" \_\_\_\_\_

For the Purchase Price, the receipt and sufficiency of which is hereby acknowledged, this \$100 is issued on the Date of Issuance by \_\_\_\_\_ Inc., a Delaware corporation (the "Company"), to \_\_\_\_\_ (the "Investor"). This \$100 is one of a series of Series \_\_\_\_\_ \$100s issued by the Company to investors with identical terms and on the same terms as set forth herein (except that the Investor, Purchase Price and Date of Issuance may differ in each \$100) collectively, the "Notes".

### 1. Definitions


(a) "Conversion Shares" shall mean:

(i) with respect to a conversion pursuant to Section 2.1, shares of the Company's Preferred Stock issued in the First Equity Financing, provided, however, that, in the Company's charter, "Conversion Shares" with respect to a conversion pursuant to Section 2.1 shall mean shares of a Member Series;

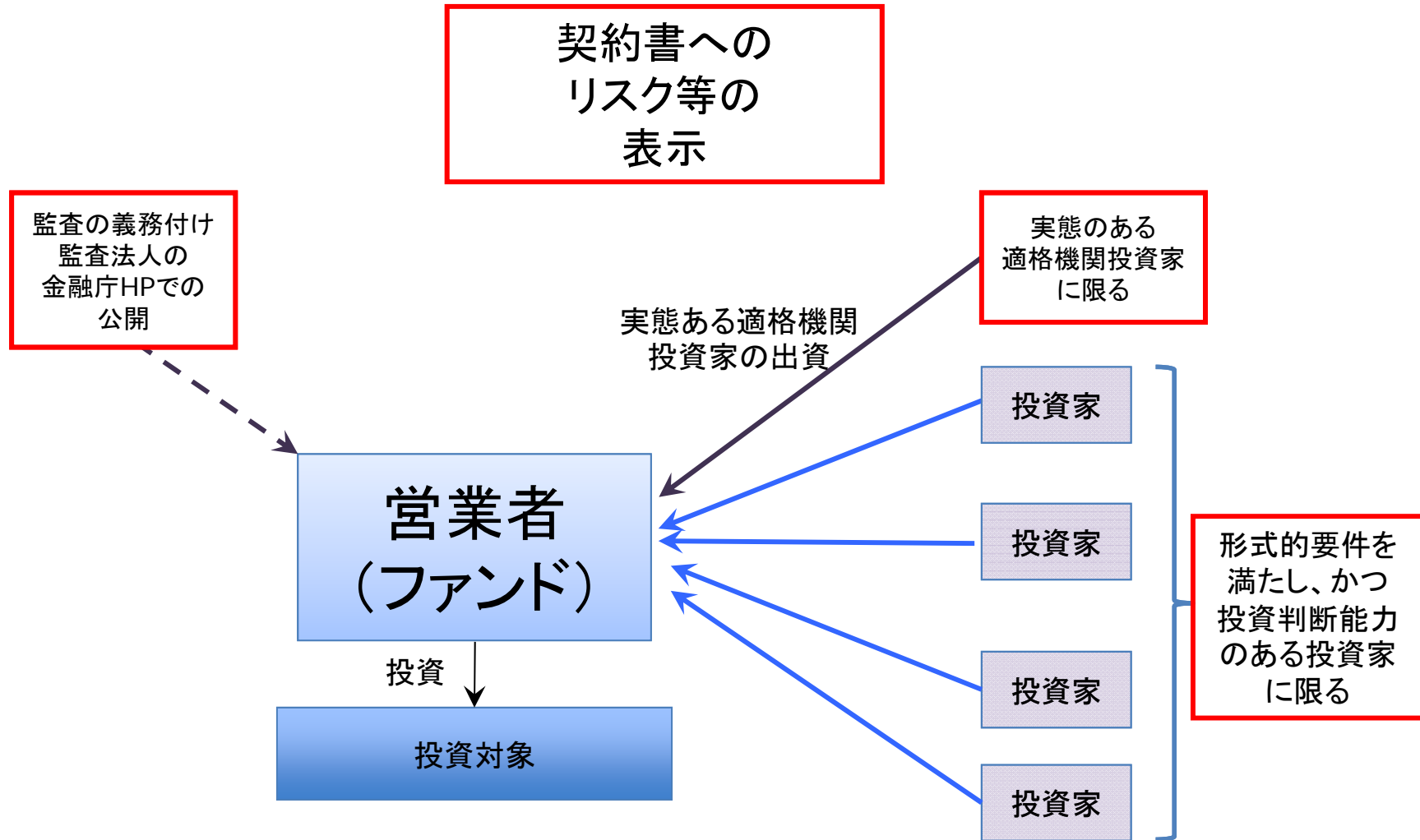
(ii) with respect to a conversion pursuant to Section 2.2, shares of the Company's Common Stock; and



## 契約書への記載例

- 「ドクロマーク」相当の表示
- 本投資の募集は金融商品取引業者として非登録の、政府が保証していない業者が行うものであること。
- 保障登録業者として登録されていないは、本集団投資持分の投資には元本の保証がなく、投資の危険性が非常に高いものであること
- 本集団投資持分を保有できるのは、本集団投資持分に出資について判断するのに十分な財務及び事業に関する知識及び経験を有し、当該出資にかかわる危険性と回収可能性についての投資判断能力を十分に有すると判断される者のみに限定されていること

# 改正案(原則)



## 「Accredited」でない投資家を受入れるための より厳しい要件

- 金額で5割以上の投資家が形式的要件を満たす（「マッチング方式」）。
- 契約書に組合員全員の名称が記載されている。（「共同事業型」に限る。）
- LPS法の目的（株式等への投資）の事業を行う。
- 一定以上のガバナンス態勢（開示、集会その他）
- 一定の要件を満たす監査法人の監査を受けている。
- （ファンドの適法性につき弁護士の意見書を取得。）
- 監査法人、弁護士の名称を、金融庁HPで公開。

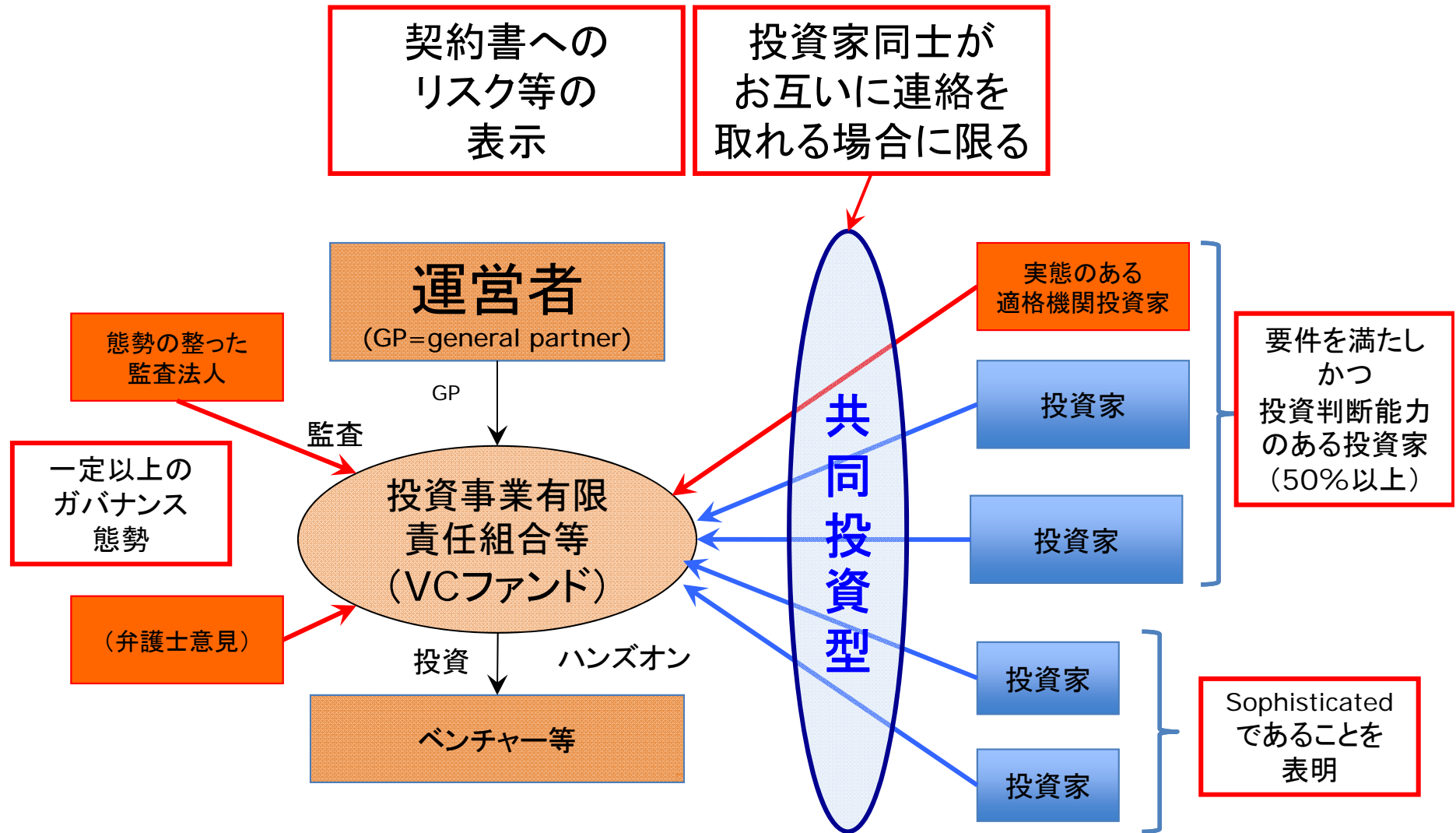
## 想定される投資家のイメージ

- ファンドを応援してくれる元勤務先の役員。(ただし、預金が3000万円しかない。)
- 会社が上場してストックオプションを行使した、ベンチャー企業の凄腕エンジニア(ただし預金が8000万円しか無い。)
- 毎年数億円の利益が出ており、ベンチャーのサポートに熱心な未上場企業(当然、経営には詳しい)が、資本金は2000万円、有価証券は3000万円しか保有していない。
- →「プロ」が共同事業に参画することが必要。

# 「当事者」による判断

- 当事者は、損失やレピュテーションが重要。
- 改善された「適格機関投資家」
- 監査法人
  - 米Madoff事件
    - 元NASDAQ会長
    - 大手監査法人の監査を受けていなかった(実態1名の会計士)
  - 日本でも、例えば大手・準大手の監査法人が、悪徳ファンドの監査を引受けるとは考えにくい
  - 監査法人の直接の監査対象は「財務諸表」等であるが、実態としてウソを付く可能性があるファンドの監査は、投資家からも訴訟されるリスクがあり、受けられない。

# 改正案 (Accreditedでない投資家を含む場合)



# 本当の「プロ向け」ファンド

