

金融審議会「投資運用等に関するワーキンググループ」(第3回)

詐欺的投資勧誘被害を防止し
産業の新陳代謝とベンチャーへの成長資金の供給を阻害しない
「適格機関投資家等特例業務」制度の在り方について

2014年11月6日

参考人

日本ベンチャーキャピタル協会 理事

郷治 友孝

参考人略歴

- 1996年4月 通商産業省入省
- 1997年7月 投資事業有限責任組合(LPS)法(制定当時「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」)の起草担当係長に着任。法務省民事局、大蔵省証券局(当時)等と折衝、民法上の組合の特例たるLPS制度の創設によるベンチャーへの成長資金の供給促進を図る。(～99年6月)
- 1998年6月 同法成立(平成10年法律第90号)。担当官として支援した前回WG参考人 村口和孝氏らが設立した投資事業有限責任組合(全員個人)が我が国第1号のLPSとして登記される(同年11月)。
- 2003年8月 金融庁総務企画局勤務(～10月)
- 2004年4月 退官、株式会社東京大学エッジキャピタル(UTEC)創業参画。同年、ユーテック一号投資事業有限責任組合¹(出資約束総額約83億円)設立。
- 2007年12月 同年9月の金融商品取引法「適格機関投資家等特例業務」制度の開始に伴い、代表取締役を務めるUTECより適格機関投資家等特例業者の届出を行う。
- 2009年7月 UTEC2号投資事業有限責任組合²(最終的に出資約束総額約71.5億円)設立。
- 2013年10月 個人としてパートナー連名で適格機関投資家等特例業者の届出を行う。UTEC3号投資事業有限責任組合³(本日までの出資約束総額146億円弱)設立。
- 2014年5月 金融庁、「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」を公表、パブリックコメント募集開始。施行期日は8月1日を予定。
- 2014年6月 村口和孝氏、磯崎哲也氏ら含む「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」(11名)に連名しパブリックコメント。同月、新成長戦略『日本再興戦略』改訂2014、閣議決定される。
- 2014年7月 規制改革会議より、同政令案等につき前回WG参考人 松田修一先生らと招致される。政府・与党上層部へ、日本ベンチャー学会、日本ニュービジネス協議会連合会らと意見具申。同政令案等の施行によりベンチャーキャピタルファンドにエンジェル等が出資できなくなることに異。国会、金融審議会などオープンな場での議論を求める。同月に予定されていた同政令案の閣議決定は延期。
- 2014年10月 金融審議会での本WG開始を承け日本ベンチャーキャピタル協会理事(規制・制度改革担当)に就任。

注1～3: 現在、ユーテック一号、UTEC2号、UTEC3号の各LPSのLP出資者は全て適格機関投資家。

制定時の投資事業有限責任組合(LPS)法(平成10年法律第90号)の概要 (当時の「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」)

1. 法律制定の目的

従来、未公開の中小中堅ベンチャー企業に対する投資を行っている投資事業組合は、一般的に民法上の組合として設立されてきたが、組合業務の執行に携わらない組合員までが出資額を超えて責任を負わされるリスク(無限責任)が存在。

本法(平成10年成立)は、業務執行を行わない組合員が負う責任を出資額にとどめること(有限責任)を法的に担保する「投資事業有限責任組合」の制度を創設することにより、幅広い投資家層による中小中堅ベンチャー企業への資金供給を促進するもの。

2. 法律制定の要旨

(1)目的 株式未公開の中小中堅ベンチャー企業への資金供給の円滑化

(2)事業範囲

- ①株式未公開の中小中堅ベンチャー企業の株式、転換社債、ワラント債、知的財産権の取得保有
- ②投資先の企業への経営アドバイス等

(3)投資家(組合員)の保護

- ①有限責任性の確保
- ②財務諸表、業務報告書の開示
- ③財務諸表等の外部監査 等

(4)債権者保護

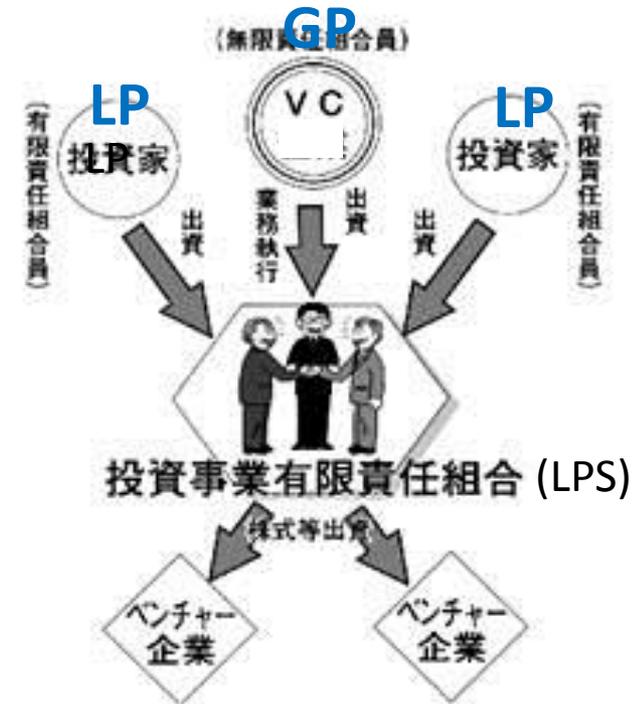
- ①有限責任組合としての予見可能性を確保(登記、名称使用制限)
- ②責任財産充実のための措置(債務超過の際の財産分配の禁止) 等

(5)金融機関からの資金供給の促進

独占禁止法、銀行法、保険業法上の金融機関の株式保有制限(銀行5%、保険会社10%、銀行グループ15%)の適用除外等

(6)民法上の組合の規定の準用

- ①組合財産の全組合員による共有(組合自体には法人格なし)
→法人税非課税
- ②委任の規定の準用 等



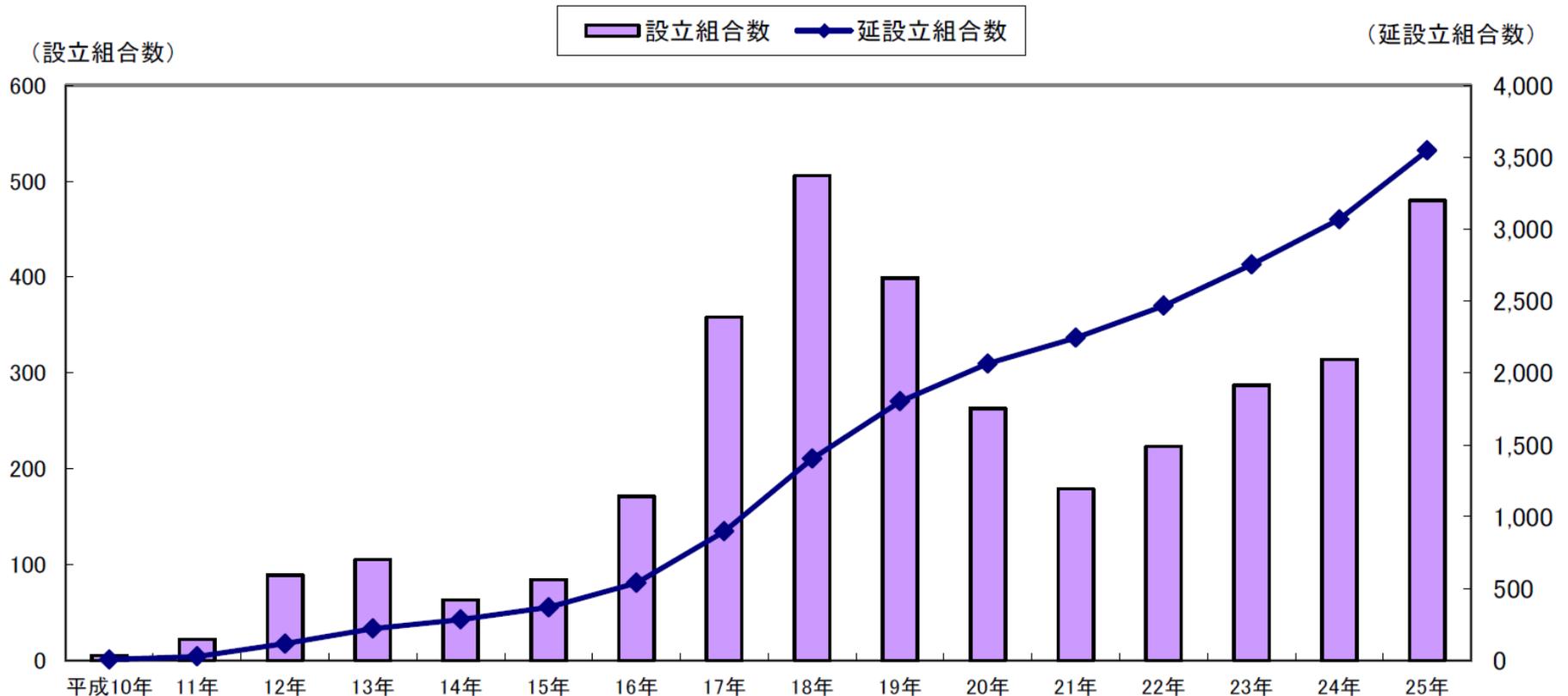
※LPSは、民法の組合と同様、全組合員による共同事業として制定されたものでLPSの財産は全組合員の共有。

LPは、GPに業務執行を委任するものの、共同事業者として、遅滞なくGPの業務執行の報告を受け、GPに意見を伝え、GPの選解任や組合契約の修正を含む組合の重要な意思決定やガバナンスを行う権能を有する。

投資事業有限責任組合(LPS)の設立件数

1998年(平成10年)11月から2013年(平成25年)12月末までの設立件数は、3,548件。
2013年(平成25年)12月末時点の現存組合数は2,666件、それまでの解散件数は882件。

現在、我が国のほぼ全てのベンチャーキャピタルファンドは、投資事業有限責任組合として設立されており、2007年9月の金融商品取引法施行以降は、そのほぼ全ての無限責任組合員(GP)が適格機関投資家等特例業務の届出を行っていると思われる。

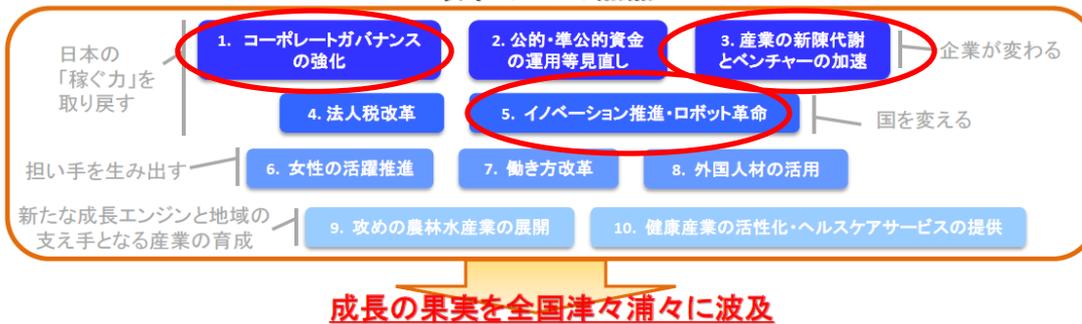


ベンチャーキャピタルと新成長戦略『日本再興戦略』改訂2014 (本年6月24日閣議決定)

日本再興戦略改訂の基本的な考え方

- アベノミクス「3本の矢」で日本経済はあらゆる面で上昇局面へ
(例)・実質GDPは6四半期連続プラス成長
・労働市場は活況で、賃金も過去10年で最高水準の伸び
・企業行動も徐々に変化(社外取締役の導入や思い切った事業再編・設備投資等)
- 日本経済を持続的な経済成長軌道に乗せるためには、成長戦略の進化による更なる構造改革が必要不可欠
- 「日本再興戦略」の改訂版では、施策の進捗状況等を検証するとともに、残された10の重要な課題にフォーカスして改革の方向性を提示

改革の10の焦点



首相官邸「日本再興戦略」の改訂～改革に向けての10の挑戦～より

首相官邸「日本再興戦略」改訂2014より

(産業の新陳代謝とベンチャーの加速化) 新陳代謝を促進し、収益性・生産性の高い分野に投資や雇用をシフトさせていくためには、既存の企業に変革を迫るだけでは不十分であり、ベンチャーが次々と生まれ、成長分野を牽引していく環境を整えられるかどうかが非常に重要である。起業・創業にとどまらず、大企業からのスピノフやカーブアウト、M&Aの形態を含め、ベンチャーが活躍するための制度面、人材面、資金面の障害を取り除くための総合的な対策を講ずる。

<鍵となる施策>

- ① 企業統治(コーポレートガバナンス)の強化
- ② 公的・準公的資金の運用等の見直し
- ③ 産業の新陳代謝とベンチャーの加速化、成長資金の供給促進

○「産業の新陳代謝とベンチャーの加速、成長資金の供給」のためには、開業や成長を助けるベンチャーキャピタル(VC)の開業自体を促すことが有効。

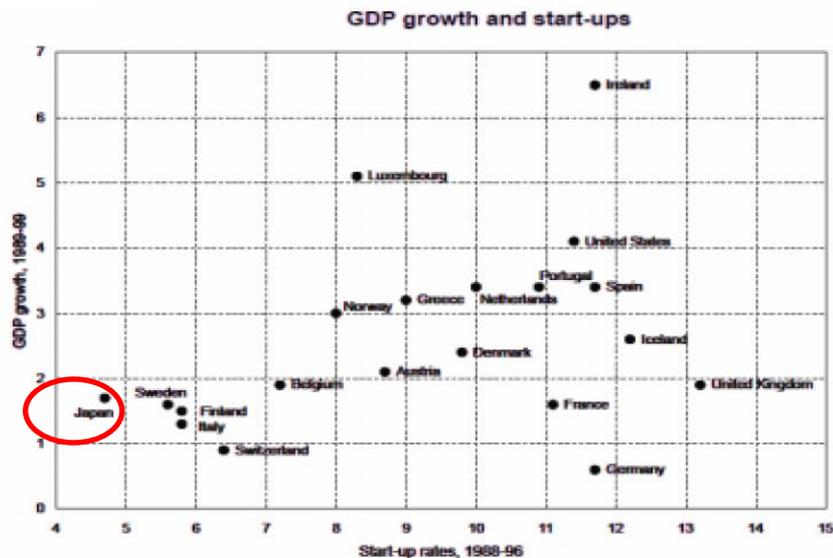
○ベンチャーキャピタル(VC)ファンドは、イノベーションを起こす新しい企業(ベンチャー)の開業と成長に対する投資支援活動を行ってきた。日本では、1000～2000億円/年の投資規模で推移。

ベンチャー企業が日本経済の成長と雇用拡大に果たす役割

新しい技術やビジネスモデルを生み出すベンチャー企業は、新しいマーケットを創出することによって、経済全体の成長・活性化に寄与し、地方創生にとっても重要。OECD諸国の開業率とGDP成長率の関係を見ても、一般に開業率の高い国は経済成長率も高い。

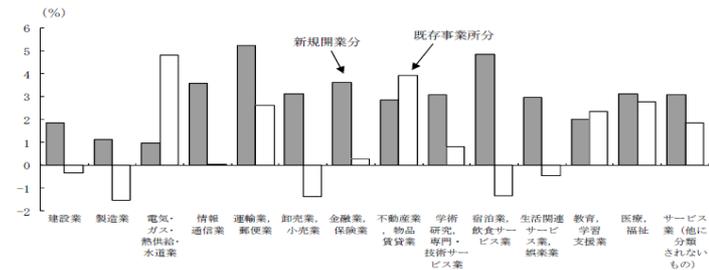
ベンチャー企業は、雇用創出の源としても重要。日本の新規雇用の大半は、新たに開業された事業所で創り出されている。米国では、ベンチャーキャピタル(VC)が支援したベンチャー企業の雇用者数は、民間雇用の11%に達している。我が国でも、VCが支援する革新的ベンチャーによる雇用がより多く創出されることが望まれる。

開業率とGDP成長率



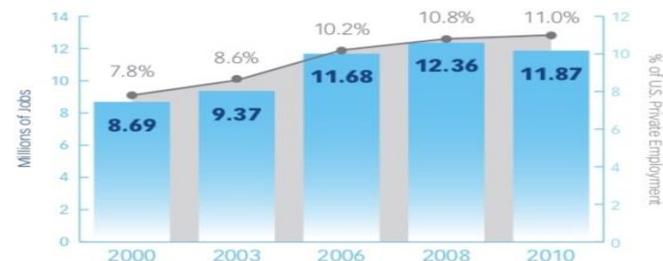
OECD iScience, Technology and Industry Outlook: Drivers of Growth: Information Technology, Innovation and Entrepreneurship 2001 Edition

新規開業による雇用増と既存事業所減少における雇用変動



資料：「平成 18 年事業所・企業統計調査」、「平成 21 年経済センサス-基礎調査」
 注 1：民営事業所についてみたもの。2006-2009 年の変化（年平均）。
 注 2：総務省では、調査手法が異なることから事業所・企業統計調査と経済センサスの統計表の時系列比較を行っていない。
 注 3：「平成 18 年事業所・企業統計調査」は新産業分類（平成 19 年 11 月改定）による特別集計を用いた。

U.S. Venture-Backed Company Employment 2000 - 2010

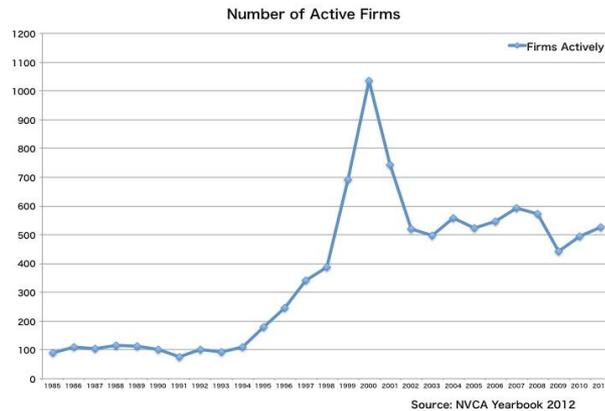


NVCA, Venture Impact 2011

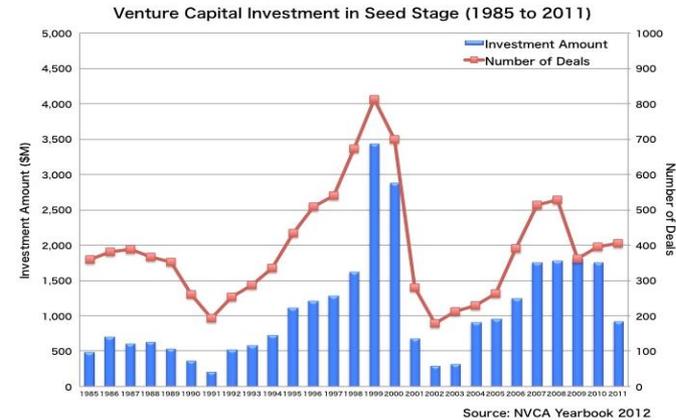
VCの数と、ベンチャー企業の開業期への成長資金供給の関係

活動するVC数と、ベンチャーが開業期に投資を受ける金額の規模と数には、正の相関関係。

【米国 活動VC数】



【米国 シードステージ(ベンチャー開業期)へのVC投資額・件数】



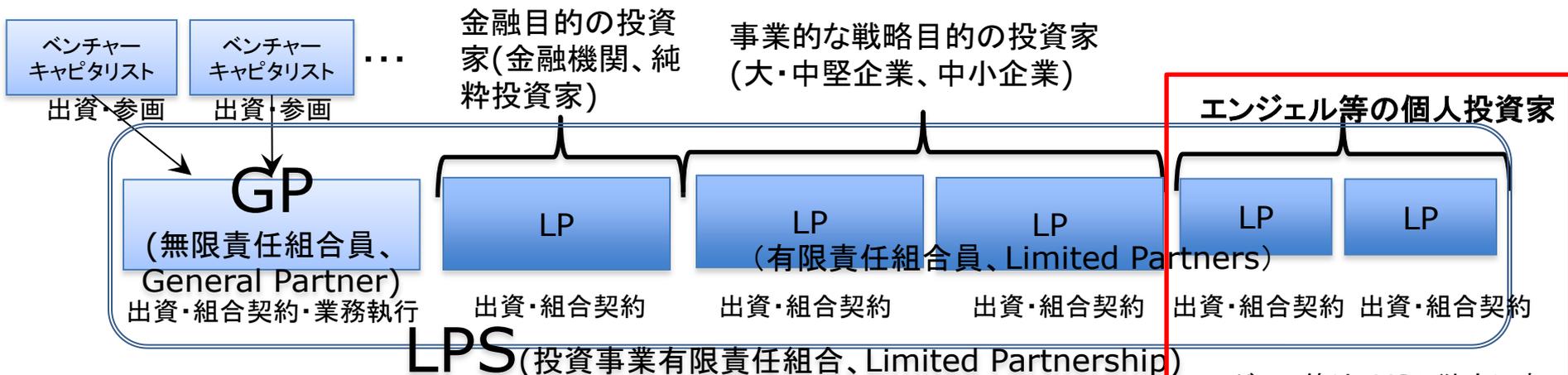
【日本 VC投資額・件数】



我が国においても、産業の新陳代謝を促進し、ベンチャーが次々と生まれるようにするためには、ベンチャーの開業を支援するベンチャーキャピタル自体の独立・開業を促進することが重要かつ効果的。

我が国のベンチャーキャピタルの数は、現在、日本ベンチャーキャピタル協会会員企業で43社だが、日本全体で100社以上あると思われる。

独立VC1号ファンドのイメージ

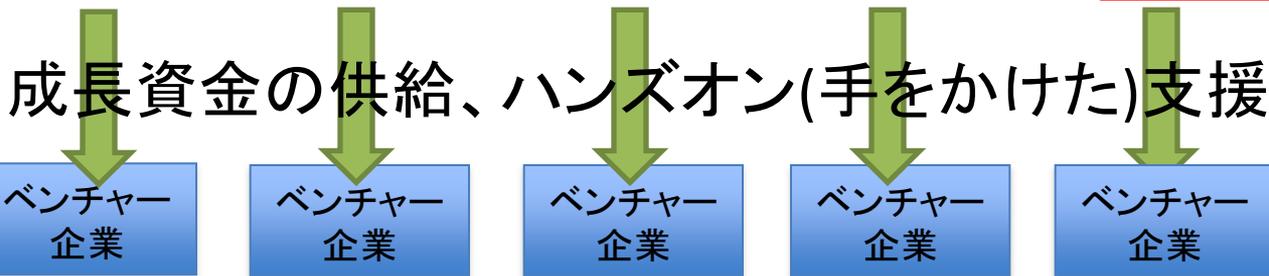


「投資事業有限責任組合契約(中略)は、各当事者が出資を行い、共同で(中略)事業の全部又は一部を営むことを約することにより、その効力を生ずる。」(LPS法3条1項)

- ・全組合員間の契約締結
 - ・投資実行が行われた場合には遅滞なく全組合員に通知
 - ・全組合員に、意見を述べる機会
 - ・全組合員による集会や会合
 - ・全組合員に、GPの選任・解任の権限
 - ・全組合員に、組合契約の修正、重要方針の決定その他重要な意思決定を行う権限
 - ・GPは全組合員に財務諸表の報告
 - ・監査契約の締結
- 等...

エンジェル等は、VCの独立に率先して理解を示してこれを支援し、金額は小さくてもシードマネー(種銭、元金、着手金)を提供し、経営・事業アドバイス、ネットワークの提供等、親身に各方面の支援を提供してくれる貴重な存在。

税制面でも、LPSなどの共同事業型の組合の場合、これらの個人はいわゆる「エンジェル税制」(ベンチャー企業投資促進税制)の対象者となり優遇される。



集団投資スキームに関わる個人投資家の属性

A. リスク判断能力、投資判断能力のある個人 (“Sophisticated Investor”)

(VCファンドに共同事業として参画することにより、自らも、経営・事業アドバイス、ネットワークの提供等の支援を行い、ベンチャー企業の支援を行うことを欲している。安心な「金融商品」を購入したくて参加するわけではない。)

リスク判断能力、投資判断能力のある個人は、金商法の「プロ」要件（「適格機関投資家」「特定投資家」「適格投資家」等）に形式的に該当しなくても、VCファンドに出資できる機会を引き続き確保する政策的必要。「プロ」要件に当たらなくとも投資者保護上問題のない属性の人達による出資参加の経済的自由の保障の問題でもある。

B. リスク判断能力、投資判断能力のない個人

(匿名組合等の単独事業型のファンドから投資詐欺被害に合った高齢者などの方々が属するカテゴリー。リスクや投資リターンについて自ら判断してではなく、「金融庁公認」などのお墨付きに騙されて参加しやすい。)

正当な経済活動を行っているVCであれば、このような属性の人達に出資参加を勧誘することはない。投資者保護の観点からも、このような人達が適格機関投資家等特例業務のファンドに勧誘されないようにする必要あり。

B.が適格機関投資家等特例業務のファンドに勧誘されないようにするという政策目的のために、A.までもが一切出資参加できなくなることをしない仕組みを考える必要。

方策としては、①特例業務ファンドにおける適格機関投資家の役割の十全化、②全出資者によるガバナンスが機能し、「プロ」要件該当者が大半の共同事業型ファンドについては、一定範囲でA.の出資参加を認めること、③監査法人と弁護士による事前・事後チェックルールの整備するとともに監査法人名と弁護士名を届出・公表の対象とすること、等が考えられる(後述)。

適格機関投資家等特例業務のスキーム(1)

～適格機関投資家の役割～

適格機関投資家等特例業務は、金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法(仮称)に向けて」(2005年12月22日)を受けて創設されたものだが、政府部内では、投資事業有限責任組合(LPS)等のVCファンドによる多様な投資家による円滑な資金供給が、その導入によって阻害されないようとの政策的必要性が考慮された。

その結果、特例業務の相手方(LP)の範囲は、同報告の想定していた「特定投資家(プロ)」のみに限定されず、適格機関投資家がプロとしての投資判断能力や監視能力を発揮する役割を果たすことを前提に、「適格機関投資家等」(「1名以上の適格機関投資家」+「49名以内の適格機関投資家以外の者」)とされ、2007年9月に施行された。適格機関投資家がきちんと役割を果たす場合、形式的「プロ」要件を満たさなくてもリスク判断能力や投資判断能力がある者(“Sophisticated Investor”)が出資する自由が引き続き認められることに問題はないはず。

能力ある多様な投資家が出資を行いうる制度であるからこそ、出資者を形式的「プロ」だけに限定しては誕生しえない独立系ベンチャーキャピタルファンドが生まれ、そこから革新的なベンチャー企業が生み出される事実にも目を向ける必要。

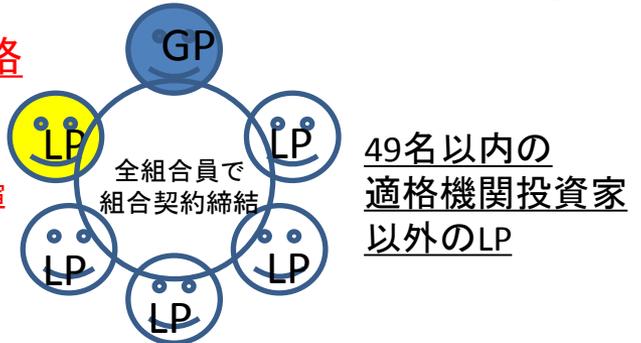
【1998年11月(LPS法施行)後のVCファンド】



【2007年9月 特例業務制度開始後のVCファンド】

**1名以上の適格
機関投資家LP**

投資判断能力・
監視能力を発揮



効力発生後の義務: 投資事業有限責任組合契約の登記、会計監査

事前義務: 機関投資家等特例業務の届出(金商法63条)

効力発生後の義務: 投資事業有限責任組合契約の登記、会計監査

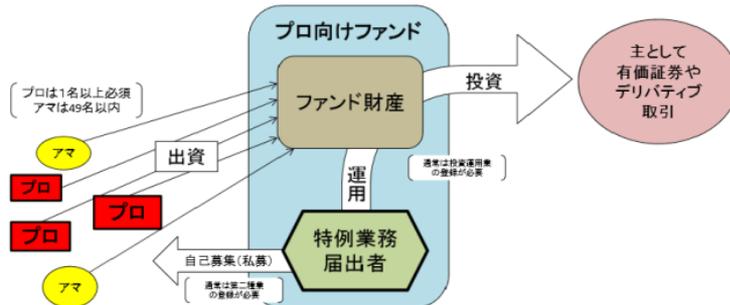
特例業務の適切な規制のあり方を検討するにあたっては、出資可能な者のプロ/アマの視点だけでなく、特例業務が前提としている適格機関投資家の役割(投資判断能力、監視能力の発揮)の十全化を図る方策を講じる視点が重要。

適格機関投資家等特例業務のスキーム(2)

～ 集団投資スキーム内部の共同事業性・ガバナンス～

適格機関投資家等特例業務は、2007年の金融商品取引法制定に際し、「多数の一般投資家を対象とした匿名組合形式の事業型ファンドに関する被害事例等」が出ていたことを機に、組合型集団投資スキームに対する規制として講じられることになったもの(第1回金融審投資運用等WG事務局説明資料(資料3) p.7)。このような経緯から、金融庁や金融審議会で説明される典型的な特例業務のスキーム図は、組合員間に相互の関係がなく、お互い匿名で事業者が運用するファンドに出資をし、事業者が単独事業を行う形のもの(匿名組合タイプ)。

【典型的とされている特例業務スキーム】



2014年10月10日第1回WG事務局説明資料(資料3)p.6

【LPS等の共同事業型ファンド(特例業務扱い)】



共同事業として、財務のモニタリング、GP選解任を含むガバナンス

しかしながら、投資事業有限責任組合(LPS)のように、全組合員に契約関係があって共同事業性があり、GPの選解任や財務のモニタリングを含む重要事項に関し内部でのガバナンスが働く場合には、被害事例は生じにくい。このような場合、形式的「プロ」要件を満たさなくてもリスク判断能力や投資判断能力がある者(“Sophisticated Investor”)が出資する自由が引き続き認められることに問題はないはず。

第2回WGで個別事案①～④として紹介された問題業者の受け皿ファンドは全て匿名組合。【以下は、10月30・31日に証券取引等監視委員会証券検査課より頂戴したご回答・ご面談内容を参考人にて要約】また、同WGで紹介された問題業者37社の運営ファンド127件中、99件は匿名組合。民法上の組合も6件、LPSも22件あったが、LPSで組合契約書に個人の出資者の氏名が記載されていることが確認されたものはごく僅かで、民法やLPS法に基づく全組合員間の契約がされていないものが大半の様様。LPS法上の義務である会計監査の実施が確認できたものも4件(うち1件は行政処分対象者)のみ。

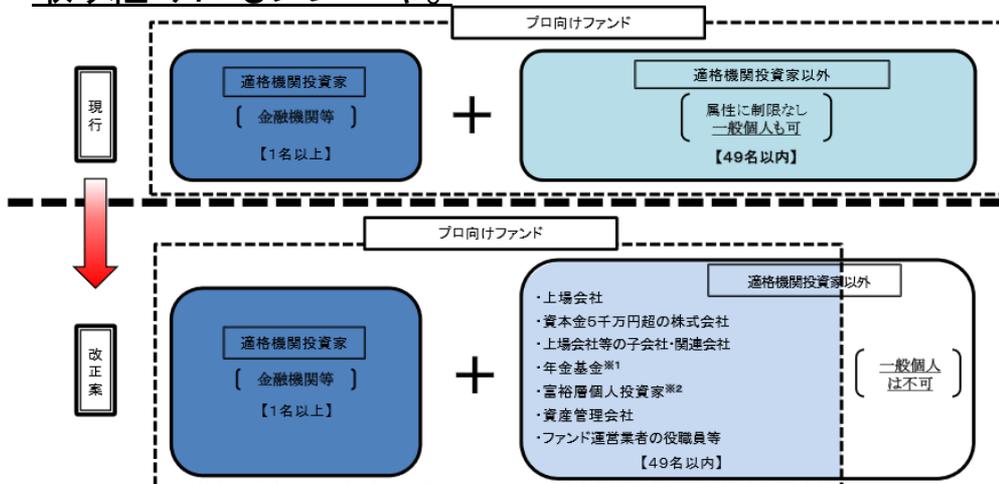
特例業務の適切な規制のあり方を検討するにあたっては、出資可能な者のプロ/アマの視点だけでなく、特例業務を行う集団投資スキームの共同事業性・ガバナンスの有無に応じた方策を講じることが重要。

「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 (2014年5月19日パブリックコメント案)」が施行された場合の影響

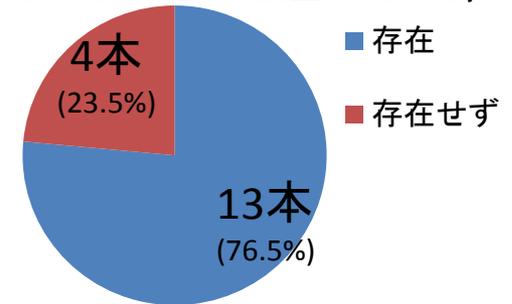
金融庁は、「適格機関投資家等特例業務」による投資詐欺の被害者(9割弱は60歳以上の高齢者)が増加していることを理由に、適格機関投資家以外にファンドに出資できる者の範囲を限定する規制強化案を公表(5月14日パブリックコメント募集、6月12日締め切り)。

一方、「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」で内部調査したところ、調査対象となった従来の17本のファンドのうち、金融庁改正案が施行されていたら出資できなかったエンジェルや中小企業等の投資家が存在したファンドが13本(76.5%)存在。出資できなかったらう投資家の出資割合は、ファンド総額の20.1%。これらの者の属性は、上場会社役員・元役員、企業財務等の実務経験者、弁護士・公認会計士・税理士・司法書士、親戚・知人、それらの資産管理会社等。

こうしたエンジェル等は、独立系VCの開業に率先して理解を示してこれを支え、金額は小さくてもシードマネー(種銭、元金、着手金)を提供し、経営・事業アドバイス、ネットワークの提供等、親身に各方面の支援を提供してくれる貴重な存在。これらの者が入れなくする規制強化が実施されると、新たなVCの開業が困難になり、地方創生のため地域の有志達でVCファンドを設立する取り組みにもブレーキ。



左記改正案では出資できなくなる投資家が存在した独立系VCファンドの割合
 (「独立系VC等有志」内部調査: 対象17本)



*1 投資性金融資産(株式、債券(国債を含む)等の有価証券が主であり、預貯金や住宅といった資産は含まない)を100億円以上保有する厚生年金基金・企業年金基金

*2 投資性金融資産を1億円以上保有する個人投資家

詐欺的投資勧誘を行っていた特例業者が使う脱法スキーム

【適格機関投資家】役の投資家

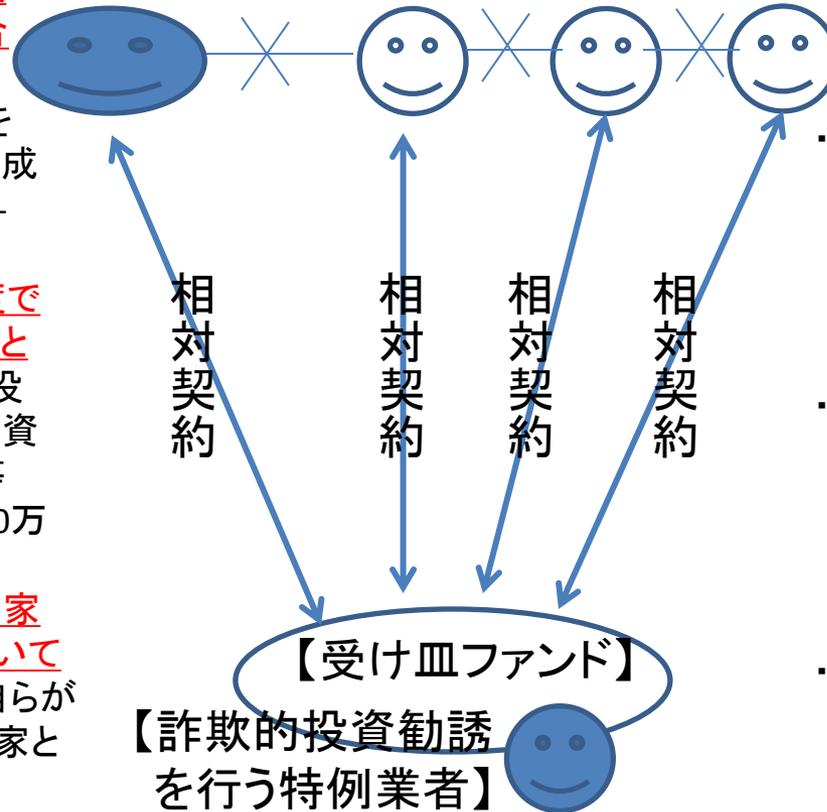
詐欺的投資勧誘を行う特例業者が支配する者

- ・現行「適格機関投資家」制度では投資事業有限責任組合(LPS)に何ら資産要件がないことを悪用し、名目的なLPSを創設して「適格機関投資家」成りさせる。(ex. アジア投資、F-SEED)
- ・現行「適格機関投資家」制度では出資割合の下限がないことを悪用し、適格機関投資家役の投資家に僅かな額だけ出資させて、「適格機関投資家等特例業務」成りする。(ex. 100万円以下、1%以内)
- ・現行制度では適格機関投資家と特例業者の支配関係についての基準がない点を悪用し、自らが支配する者を適格機関投資家として使う。

【適格機関投資家以外の者】

被害者

- ・大半の匿名組合の場合、「適格機関投資家以外の者」同士は契約関係になく互いに匿名で、特例業者と相対で契約を結んでいるだけ。特例業者の単独事業。
- ・形式的に民法組合やLPSを使っても、組合契約に特例業者(GP)と適格機関投資家役の名称しか記載せず、他の組合員同士は互いに匿名にすることが大部分。共同事業性、ガバナンスを機能させず。
- ・集団投資スキームのリスクを判断する能力や投資判断能力を備えていない者(高齢者等)に、金融庁公認のお墨付きを語って詐欺的投資勧誘。(ex. 特例業者: アジア投資とF-SEED、登録業者: リアルキャピタルマネジメント)
- ・ファンドのほとんどを、「適格機関投資家」などのプロ以外の、リスク判断能力や投資判断能力のない属性の個人から集める。



詐欺的投資勧誘業者が使う受け皿ファンドでは、民法やLPS法に準拠した共同事業は行われていない。

- ・受け皿ファンドは匿名組合が大半(ex. アジア投資、F-SEED、MJホールディングス、クリーンコントロールベトナム)。海外ファンド(ex. リミットインベステージ)や、ファンド実態がない場合(ex. 新井氏)もあり。
- ・一部、民法上の任意組合やLPSが受け皿に使われた例も存在するが、そもそも全組合員間での契約がされていないものや、会計監査を実施していないものなど、民法やLPS法上の条件を具備していないものがほとんどの模様。 13

規制改革の視点(1)

総合規制改革会議: 規制改革の推進に関する第二次答申(平成14年12月12日)(抄)

第4章 事後チェックルールの整備

1. 事後チェックを整備する意義等

規制改革の基本理念は、「事前規制」から「事後監視・監督」(以下「事後チェック」という。)への移行を図ることにある。当会議では、昨年来事前規制の緩和・撤廃に多くの議論を重ねてきたが、事後チェックについては時間的制約もあり、これまで必ずしも十分な検討を加えてきたわけではない。こうした経緯にかんがみ、今般事後チェックの在り方を検討し、その基本的方向性と具体的施策とを提言することとした。

事後チェックルールの整備を図ることの意義としては以下の2点が挙げられる。

第一に、事前規制の緩和を促進する効果を有するということである。多くの社会的規制は、消費者や労働者が被るであろう何らかのリスクを事前に抑止することを基本的な目的の一つとしている。事前規制の緩和に伴ってリスクが発生することについての懸念を払拭し、規制緩和を推進するためには、事前規制の存在根拠となっているリスクを何らか別の手段で軽減するか、あるいはそれに対して事後的に対処し得る方策の明確化等を図ることが不可欠であり、その役割を事後チェックルールの整備が担い得るということである。

第二に、事前規制の緩和に伴う消費者利益の増進をより確実なものにとするということである。規制緩和により財・サービスの選択肢が拡大するが、消費者が適切に選択を行えるためには、生産者と消費者との間に存在する情報の非対称性を是正することが必要である。このため、事後チェックの中でも情報公開は特に重要な柱となる。

規制改革の視点(2)

事前規制及び事後チェックの在り方については、それぞれの強弱の組み合わせにより4つの類型に大別することができる(別表参照)。我が国においては、多くの分野が事前規制が強く事後チェックはそれほど厳格でない類型に属している(別表タイプB)が、これらについては事後チェックルールを整備することを通じて事前規制を緩和する方向(別表タイプD)にもっていくことを基本とすべきである。また、事前規制、事後チェックの双方を緩和しても差し支えないと考えられるものについては、その推進を図るべき(別表タイプC)である。

なお、直接的に人の生命・安全にかかわる問題(食品安全、医薬品安全、労働安全衛生等)等については、事前規制を維持するとともに事後規制を適切に行うべきケースも存在する(別表タイプA)。

また、事後チェックを担う主体については、行政、民間(NPO等)、司法等が挙げられるが、できる限り民間の自主的取組を尊重しつつ、それぞれの特性をいかした適切な役割分担の下、事後チェックルールの整備が図られることが必要である。

(以下略)

規制改革の視点(3)

現行の適格機関投資家等特例業務制度

別表

事前規制と事後規制の類型化

(法政大学諏訪康雄教授の分析による)

規制のタイプを、事前規制、事後規制の強弱という観点から分析すると、次の4つのタイプに分類され、それぞれメリット・デメリットがある。

事後規制強

事前規制	タイプD	タイプA	事前規制強
事後規制弱	タイプC	タイプB	事後規制強

事後規制弱

タイプ	メリット	デメリット
A 事前:強 事後:強	<ul style="list-style-type: none"> 規制の徹底により、禁止すべき行為をよく抑制し得る 	<ul style="list-style-type: none"> 徹底すればするほど運用コストが大きくなる 運用で手を抜けば不公平感を高めルールへの信頼(順法精神)を低下させる 関係者の創意工夫を削ぐ
B 事前:強 事後:弱	<ul style="list-style-type: none"> 事前規制があるので行為規範を示し得る 事後規制をあまりしらないので運用コストが大きくならない 	<ul style="list-style-type: none"> 規制が尻抜けになる 事後規制が弱いのでルールの裏をかく者が続出し正直者が馬鹿を見ると皆がルールを種前視してしまう ルールの建前化を防止しようとしてインプット・アウトプットな手法(行政指導等)に頼るとルール運営が不透明になる 事前規制の存在が関係者の創意工夫を削ぎかねない
C 事前:弱 事後:弱	<ul style="list-style-type: none"> コストが低くすむ 関係者の創意工夫の余地が大きい 効率と公正が均衡する社会ルールの自生を促す 	<ul style="list-style-type: none"> 適切な社会ルールが生まれにくいといわれる 内強食の密林法則がばっこしかねない 被害者に対する適切な対応措置がとれないと不公平感と不信感が高まり社会を不安定にするおそれがある 結果的に被害者や社会のコストをかえって高くする可能性がある 行政機構の弱体化を招きかねない
D 事前:弱 事後:強	<ul style="list-style-type: none"> 事前規制に要するコストがかからない 一定の部分を除き規制がないので関係者の創意工夫の余地が大きい 事後規制ルールが行為規範となる 	<ul style="list-style-type: none"> 事後規制に要するコストがしばしば大きい 事後規制は事前規制ほど徹底できないことが多い 一罰百戒の効果を上げるため制裁措置を高めると不公平感を生みかねず、また違反者の更正を阻害しかねない 司法機構の強化の反面として行政機構の弱体化を招きかねない

とかく我が国で
振れがちな方向

敢えて意識して
検討すべき方向性

- アメリカはタイプD型の社会で、事前規制が発達していない代わりに、懲罰的損害賠償等事後のサンクションを工夫していると言われている。
- 日本の規制は、事前規制が強く、事後チェックが弱いタイプB型が多い。司法機能も弱く、行政的な処分も甘く、一旦許認可等を受けた後のチェックが十分でない。また、事前規制に間に合わない部分在不透明な行政指導に頼ることにより、裁量行政の問題もある。さらに、事前規制が創意工夫を削いでいるという問題もあると言われている。

特例業務による成長資金供給を阻害せず詐欺的投資勧誘を防止する規制改革案 (1)

1. 特例業務の趣旨に立ち返った適格機関投資家の役割の十全化

①【LPSが適格機関投資家になるための資産要件等の創設】

特例業務は、適格機関投資家の投資判断能力や監視能力等を前提に設けられた制度だが、現行、LPSは、一切の資産要件も届出義務もないままに、単にLPSであることをもって適格機関投資家となることとされている。

このため、小規模の名目的LPSを創設して「適格機関投資家」成りさせるLPSの悪用事例が相次いでいることから、LPSが特例業務における適格機関投資家として認められるためには、「**銀行法施行規則17条の3第2項12号に掲げる業務を目的とする株式会社**」の例に倣い、**出資合計額5億円以上の場合に限ることとする。**(法人、個人の例(保有有価証券残高10億円以上)などに倣う考え方や、特定投資家に移行できる業務執行組合員等(出資合計額3億円以上)の例に倣う考え方もありうる)

②【適格機関投資家の出資割合の下限の設定】

特例業務は、適格機関投資家の投資判断能力や監視能力等を前提に設けられた制度であるが、現行、適格機関投資家の出資割合の下限が設けられていないため、適格機関投資家に名目的に僅少な額の出資のみさせる悪用事例が相次いでいる。適格機関投資家の出資があまりに僅少では、十分な監視機能を期待しえない。

そのため、適格機関投資家からの出資を受けて特例業務として認められるためには、**大量保有報告制度の例に倣い、適格機関投資家からの出資割合が5%以上の場合に限ることとする。**

適格機関投資家
開示義務を免除(プロ私募)
金商法2条3項1号 定義府令10条
証券会社・投資運用業者
投資法人・外国投資法人
銀行その他預金等取扱機関(信組は【届出】)
保険会社・外国保険会社等
地域経済活性化支援機構
東日本大震災事業者再生支援機構
財政融資資金の管理・運用者
GPIF
国際協力銀行等
日本政策投資銀行
短資業者
銀行法施行規則17条の3第2項12号に掲げる業務を目的とする株式会社(資本金5億円以上)【届出】
投資事業有限責任組合
民間都市開発推進機構
信託会社・外国信託会社【届出】
法人【届出】(保有有価証券残高10億円以上)
一定の特定目的会社【届出】
個人【届出】(保有有価証券残高10億円以上)
組合、匿名組合又は有限責任事業組合の業務執行組合員等(保有有価証券残高10億円以上)【届出】
外国金融機関等【届出】
外国政府等【届出】
年金基金・外国年金基金【届出】 (資産(流動負債等を除く)100億円以上)

【届出】は、金融庁に届出を行うことにより適格機関投資家となることができる者

特例業務による成長資金供給を阻害せず詐欺的投資勧誘を防止する規制改革案(2)

1. 特例業務の趣旨に立ち返った適格機関投資家の役割の十全化(続き)

③【適格機関投資家の特例業者からの独立性を担保するための要件の設定】

特例業務は、適格機関投資家を特例業者が支配しているか否かに関わらず、適格機関投資家からの出資があれば適用される制度となっているため、自らが支配する適格機関投資家に出資させて要件を満たす悪用事例が相次いでいる。自らが支配する者であっては、十分な監視機能を期待しえない。

そのため、自らが適格機関投資家の支配株主(東京証券取引所の定義などを参考に規定)である場合には、特例業務として認められないこととする。

※特例業務の届出をする者が上記①～③につき虚偽の届出をして営業した場合、金商法29条、33条の2の適用対象として、無登録営業となる。
(後述の通り、届出に際しては、適法性について意見書を出した弁護士名の届出も求める)

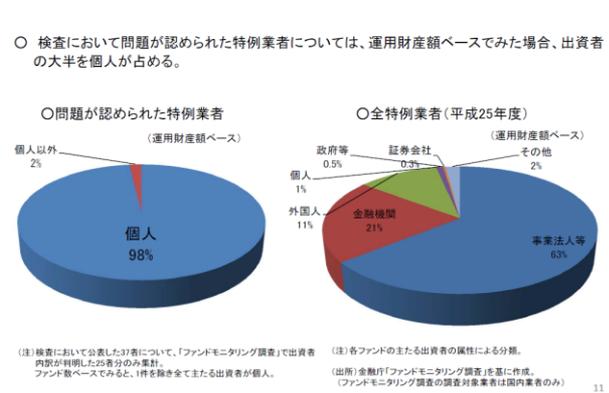
第2回WG「問題が認められた特例業者に対する出資の状況」(2)～(4)の問題への対処。

問題が認められた特例業者に対する出資の状況(2)

対象件数	適格機関投資家の出資額(注1)				
	～1万円	1万円超～10万円	10万円超～50万円	50万円超～100万円	100万円超
25(注2)	1	12	8	4	0
割合	4.0%	48.0%	32.0%	16.0%	0.0%

(注1) 特例業者が取り扱っていたファンドに係る適格機関投資家の出資額をファンド本数で割り戻したものである。
(注2) 対象件数25件は、公表37件のうち、適格機関投資家の出資額が不明な12件を除いた件数。
(出所)証券監視室による検査結果

(参考)問題が認められた特例業者における出資者の属性別割合 「ファンドモニタリング調査」より



問題が認められた特例業者に対する出資の状況(4)

- 以上のとおり、問題のある特例業者については、適格機関投資家の出資が極めて少ない一方、個人の出資割合が高い傾向が認められる。
- さらに、「適格機関投資家」の内訳を見ると、下表のとおり、証券会社、銀行等の比率が低い一方で、プロ向けファンドの特例要件を形式上満たすために創設されたと思われる投資事業有限責任組合の比率が高い。
- こうした状態は、専ら、一般投資家からの出資集めが目的であるとの疑義を抱かざるを得ず、プロ向けファンドの特例制度の趣旨にそぐわないおそれ。

問題が認められた特例業者に対する出資の状況(3)

対象件数	募集金額に占める適格機関投資家の出資割合			
	～0.1%	0.1%超～1.0%	1.0%超～2.0%	2.0%超
25(注)	11	11	2	1
割合	44.0%	44.0%	8.0%	4.0%

(注) 対象件数25件は、公表37件のうち、適格機関投資家の出資額が不明な12件を除いた件数。
(出所)証券監視室による検査結果

適格機関投資家の内訳(注)				
投資事業有限責任組合	証券会社	銀行	一般事業法人	合計
26	5	2	2	35
74.3%	14.3%	5.7%	5.7%	100.0%

(注) 公表37件のうち、適格機関投資家の出資者数・名称が不明な9件を除いた28者をもとに算出。
複数の適格機関投資家から出資を受けている場合は、重複して計上。
(出所)証券監視室による検査結果

特例業務による成長資金供給を阻害せず詐欺的投資勧誘を防止する規制改革案(3)

2.単独事業型の組合、ガバナンスが機能する共同事業型の組合それぞれに適した投資者保護対策

①匿名組合が典型例である単独事業型の組合については、内部のガバナンスが機能しにくいいため、特例業務の相手方を、新たに講ぜられる「63条プロ」の要件に限ることで差し支えない。

②一方、以下の要件を満たすとして届け出た共同事業型の組合については、「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(“Sophisticated Investor”)を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%以上が適格機関投資家と「63条プロ」からなされる場合に限る。

【条件】

- ・事業内容が、LPS法3条1項各号の事業の範囲内
- ・全組合員が、全員の名称・氏名・住所・連絡先等の記載がある契約を締結
- ・GP(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
- ・全組合員に、集会での発言その他の方法で、GP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
- ・GP(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
- ・組合員に、GP(特例業者)の選解任、契約修正、運営方針の決定等の重要な意思決定を行う権限が認められている
- ・監査法人と監査契約を締結している。

→後述の通り、監査契約を締結している監査法人名も、届出を求める。

【形式的「プロ」要件を満たさなくてもリスク判断能力や投資判断能力がある者(“Sophisticated Investor”)として認められる者となるための条件】

- ・GP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、自分はその旨を十分に理解している旨の表明保証。
- ・自分は、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。

※特例業務の届出をする者が上記につき虚偽の届出をして営業した場合、金商法29条、33条の2の適用対象として、無登録営業となる。

(後述の通り、届出に際しては、適法性・相当性について意見書を出した弁護士名の届出も求める)

特例業務による成長資金供給を阻害せず詐欺的投資勧誘を防止する規制改革案(4)

2. 単独事業型の組合、ガバナンスが機能する共同事業型の組合それぞれに適した投資者保護対策(続き)

第2回WG「問題が認められた特例業者に対する出資の状況」(1)、(5)の問題への対処。

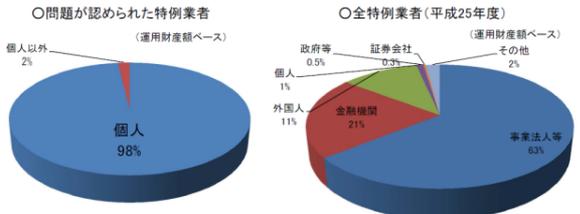
問題が認められた特例業者に対する出資の状況(1)

対象件数	1ファンド当たりの適格機関投資家の出資者数		
	1者のみ	複数者	無し
28(注)	26	0	2
割合	92.9%	0%	7.1%

(注)対象件数28件は、公表37件のうち、適格機関投資家の出資者数が不明な9件を除いた件数
(出所)証券検査による検査結果

(参考)問題が認められた特例業者における出資者の属性別割合 「ファンドモニタリング調査」より

○ 検査において問題が認められた特例業者については、運用財産額ベースでみた場合、出資者の大半を個人が占める。



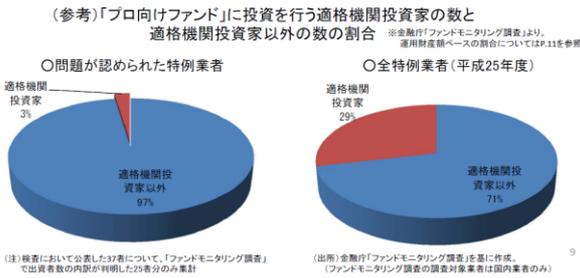
(注)検査において公表した37者について、「ファンドモニタリング調査」で出資者内訳が判明した29者のみを合計。ファンド数ベースでみると、1件を除き全て主たる出資者が個人。
(注)各ファンドの主たる出資者の属性による分類。
(出所)金融庁「ファンドモニタリング調査」(注)を基に作成。
(注)「ファンドモニタリング調査」の調査対象業者は国内業者のみ

問題が認められた特例業者に対する出資の状況(5)

○ さらに、問題が認められた特例業者については、個人、特に高齢者が、勧誘等の主な対象となっていると見られる事例が多い。

検査等で把握された個人投資家の年齢の状況		特例業者数
投資家の年齢の具体的な分布状況がある程度確認できた事案	75歳以上が約5割以上	4
	70代以上が4割以上	2
	65歳以上が約9割、又は60代以上が80%以上	5
	50歳以上が5割以上	3
	「30代3割、40代2割、20代2割」、「40・50代が多い」	2
投資家の年齢の具体的な分布状況が確認できなかった事案	高齢者が多い模様	12
	「満遍なく」、「様々」等	2
	不詳	11

(注)検査結果を公表した特例業者37者の内訳。複数の項目に該当する特例業者については重複して計上。



(注)検査において公表した37者について、「ファンドモニタリング調査」で出資者数の内訳が判明した29者のみを合計
(出所)金融庁「ファンドモニタリング調査」(注)を基に作成。
(注)「ファンドモニタリング調査」の調査対象業者は国内業者のみ

2014年10月10日第2回金融審投資運用等WG事務局説明資料(資料1「適格機関投資家等特例業務届出者に関する証券検査の状況」) p.9、11、13

3. 民間の自主的取り組みによる事前・事後チェックルールの整備

特例業務の届出に際しては、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、2.②の場合の“Sophisticated Investor”の相当性を含め、弁護士の見解書を求める。最初の届出提出後も、一定期間毎(ex. 一定期間経過後、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、同様の弁護士の見解書を求める。**意見書を提出した弁護士名は、届出、公表対象とする。**

また、2.②の場合の監査契約を締結している**監査法人名についても、届出、公表対象とする。**

このように、弁護士、全組合員、監査法人を適切に介在させる事前・事後チェックルールの講じることで、特例業務における適法性と投資者保護を担保する。なお、弁護士や監査法人が不正を働いた場合の懲戒や行政処分については制度化済。

特例業務による成長資金供給を阻害せず、詐欺的投資勧誘を防止する規制改革案(5)

4. 事後規制・サンクションの強化

事後規制やサンクションの場合、出資資格制限や登録制導入のような事前規制とは異なり、奨励すべき正当な創意工夫ある経済活動に対して悪影響や萎縮効果を与えるリスクは小さい。

【取締(Enforcement)の強化】

証券取引等監視委員会による、裁判所への違反行為の禁止、停止命令の申立(192条申立)強化等。Enforcement強化には行政コストがかかるが、産業の新陳代謝やベンチャーへの成長資金の供給に伴う便益が、出資資格制限や登録制導入に伴う社会的コストより高ければ、積極的に措置すべき。

【罰則の強化】

事後的規制として、特例業務の要件を満たさない場合の無登録営業、特例業務における虚偽説明等の法令違反への罰則を強化することにより、特例業者による詐欺的投資勧誘を抑止。

5. 一般投資家に、集団型投資スキームは金融庁のお墨付きではなく、リスクが高い投資であることを知らしめる対策

特例業者に対して、その運用するファンドに投資を行うことには高いリスクを伴うことが一般投資家にも連想される対策を講じる。Ex. 「非登録業者」の表示等。

上記のような対策を講じることで、特例業務制度を悪用した一般投資家への詐欺的投資勧誘が行われる確率を極めて低いものにしつつ、リスク判断能力や投資判断能力のある投資家(“Sophisticated Investor”)には引き続き本制度を通じた成長資金供給の途を認めることが、今後の日本に求められる政策ではないか。

対策1
①

×

対策1
②

×

対策1
③

×

対策2
①/②

×

対策3

×

対策4

×

対策5

⇒

1つの対策で詐欺勧誘の発生率が仮に従来の30%になると仮定した場合、7つの対策を同時に講じれば7乗で0.219%に。

金融商品取引法と共同事業性

現行でも、組合型集団投資スキームについて共同事業性によって規制態様を変える考え方は存在。具体的には、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等について、出資者の権利を有価証券とみなさず、金商法は規制対象に含めていない。

この範囲は、民法上の組合、投資事業有限責任組合(LPS)を用いた通常の共同事業型ファンドより狭いため、共同事業型ファンドの大半では金商法63条の特例業務が使われてきた。法制論としては、共同事業性の程度により規制内容を変えるアプローチが成り立ち得る。

○金商法上、みなし有価証券にならないファンド出資者の権利についての規定【金商法2条2項5号関係】

民法上の組合、匿名組合、投資事業有限責任組合(LPS)、有限責任事業組合(LLP)、社団等の出資者が出資・拠出した金銭を充てて行う事業から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利のうち、たとえば以下のものは有価証券とみなされない。

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

【※具体例: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】

ニ イからハマ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 【※具体例:従業員持株会】

(金融商品取引法施行令第1条の3の2)

(出資対象事業に関与する場合)

第1条の3の2 法第2条第2項第5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2条第2項第5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4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。

規制改革の方向性と共同事業型組合ファンドの在り方(1)

我が国の規制改革の流れが大きく事前規制から事後規制に進む中で、事前届出制や登録制は、事前規制の範疇。

金商法の登録制の実際の運用では、当局に初接触してから2~3カ月で登録が完了することは稀で、数か月から1年近くかかることもある。事業者は、登録を受けるまで業自体を開始することができないだけでなく、登録を受けた後も、金商法の規制に対応する観点からのコンプライアンス体制の整備・維持等のコスト負担が必要となる。

このような中、特定少数の者との間でのみ共同事業を営む組合型ファンドに対して、形式的「プロ」要件に当たらない者からの出資受け入れを一切不可能にしたり、登録制を導入すると、過剰規制の悪影響として、日本でのVCの開業の減少及び遅延、VC事業者数の減少、VC事業者の海外流出といった経済への悪影響が顕在化することは必至。産業の新陳代謝とベンチャーへの成長資金の供給を阻害する新たなタイプの「官製不況」を招来する。

今回の「適格機関投資家等特例業務」の規制改革の議論は、順法的に特定少数者間で事業を行っている共同事業型組合ファンドの事業者が問題を起こしたことなく、確信的犯罪者が特例業務になる単独事業型ファンドを悪用して不特定多数の一般投資家に詐欺的投資勧誘を行ったことが契機。

規制改革の方向性と共同事業型組合ファンドの在り方(2)

第1回WGで、複数の委員から、以下の趣旨のご発言あり。

- 「なぜ(適格機関投資家等特例業務のように)人からお金を集める業務がそもそも(金商法の)届出制で許されるかという点に疑問を持っている。投資助言・代理業も、登録制。特例業務は根本的に見直し、登録制にしたほうが良いと思っている。」
- 「(適格機関投資家等特例業務のように)はみでたようなものをきちっと「本来の姿」に戻したほうが良い」

しかしながら、民法上の組合やLPS等の共同事業型組合ファンドは、金商法前の証券取引法・投資顧問業法の時代から、投資助言業務にも投資一任業務にも投資信託委託業にも当たらず、特定少数の全組合員財産を共有する共同事業として、私的自治の世界でガバナンスを機能させながら自浄作用を働かせてきた。

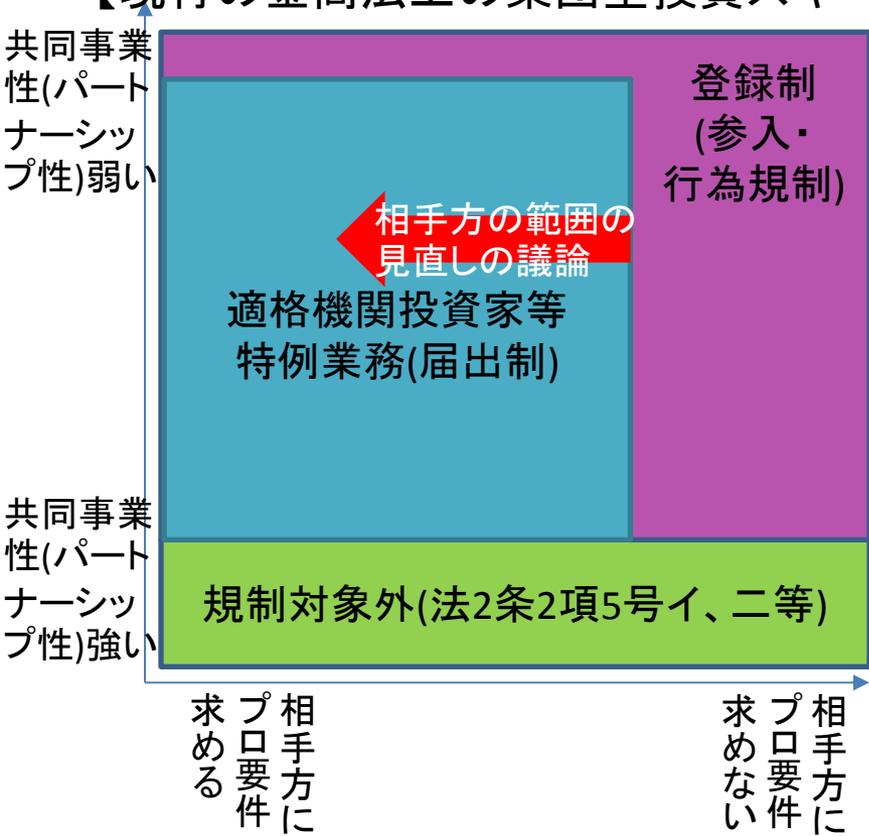
2007年9月の金融商品取引法施行からは、それまでの匿名組合における詐欺的事件の発生等を契機に、共同事業型組合ファンドも、匿名組合と一纏めに「組合理型集団投資スキーム」として「適格機関投資家等特例業務」に組み込まれることになったが、今回問題になった投資詐欺被害も、特例業者全体で起こったのではなく、共同事業性やガバナンスが実質的に認められない匿名組合等のファンドを中心に相次いだものであることを認識する必要がある。

規制改革の方向性と共同事業型組合ファンドへの規制の在り方(3)

「適格機関投資家等特例業務」を、廃止を含めて根本的に見直すのであれば、登録制に移行させるのがふさわしい単独事業型ファンド(不特定多数の一般投資家を対象に詐欺被害を引き起こしかねないもの等)と、規制対象外(第2条第2項第5号イ、二等)にするのがふさわしい類型の特定少数者間の共同事業性(パートナーシップ性)の強い組合ファンドに整理すべき。

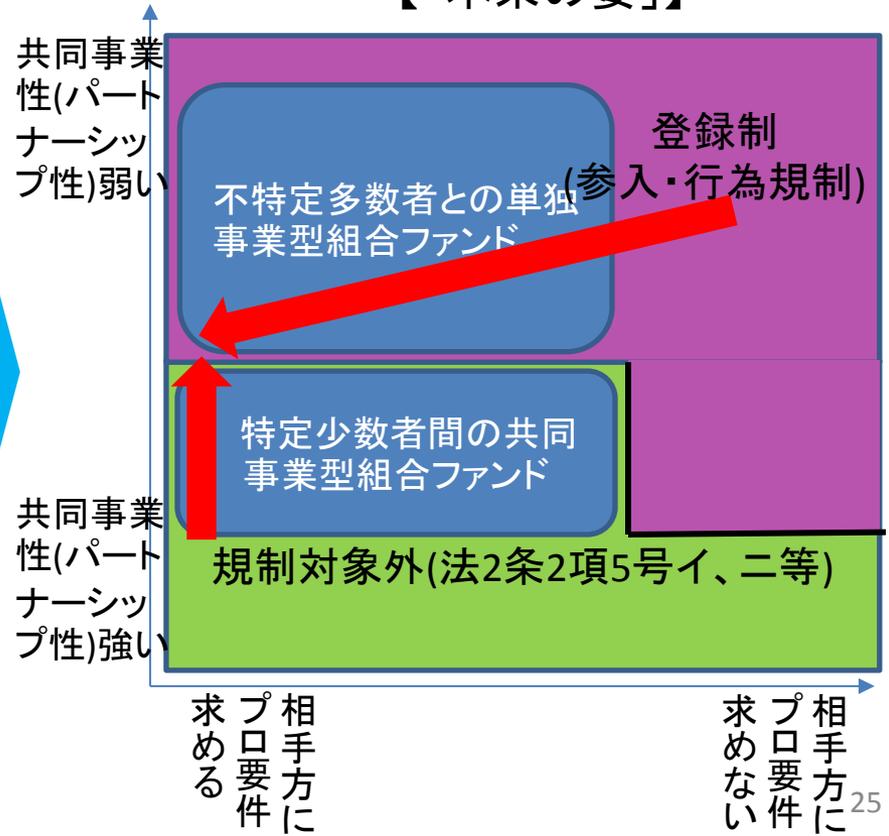
私的自治の世界で十全なガバナンスが働く特定少数による共同事業型の組合ファンドは、金商法施行以前の、業規制を受けない姿が本来の姿である。

【現行の金商法上の集団型投資スキーム】



「適格機関投資家等特例業務」制度を廃止する場合の見直しの方向性

【「本来の姿」】



最後に

本年8月の施行が予定されていた「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令案」の閣議決定が延期されたことに伴って本ワーキンググループが金融審議会において開催されることとなった経緯を踏まえ、

また、本ワーキンググループでの結論を、実際に閣議決定され施行され得る内容にするとの観点から、

我々も真剣に、適格機関投資家等特例業務において一般投資家への詐欺的投資勧誘被害が生じないようにするための具体的方策を検討して参りますので、

投資者保護を重視される先生方におかれても、産業の新陳代謝とベンチャーへの成長資金の供給が阻害されることのないよう、

- ①リスク判断能力と投資判断能力のある個人等による共同事業型組合ファンドへの出資の自由を引き続き認める方策、
 - ②ベンチャーキャピタルの開業を阻害しないための方策、
- につき、ご検討、ご配慮を賜れば幸いに存じます。

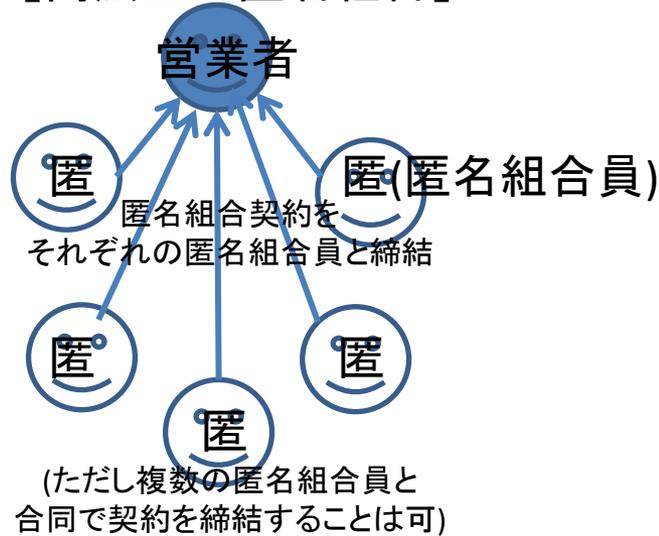
ご清聴、ありがとうございました。

参考資料集

商法上の匿名組合

～匿名の組合員を相対で集める営業者の単独事業～

【商法上の匿名組合】



- ・営業者と各々の匿名組合員が匿名組合契約を締結し、匿名組合員のみが出資。匿名組合員の出資は営業者の財産に属し、組合員には帰属しない。
- ・匿名組合員間に契約や法律関係はなく、共同事業性なし。「組合」という名称はあるが団体でない。
- ・営業者、匿名組合員ともに資格制限はなし
- ・組合契約の効力発生に登記は不要
- ・各組合員に営業監視権はあるが、営業者に対して複数の組合員でガバナンスを行う仕組みはない
- ・財務諸表等の作成や会計監査は義務付けられていない。

- 営業者が自らの単独事業として業務執行を行って無限責任を負い、匿名組合員は有限責任
- 匿名組合員は、団体としてのガバナンスの役割はないが、有限責任性について株式会社における株主に似ている。各当事者は一定の場合に匿名組合契約を解除できる。

➡ 匿名組合員は、別途契約を締結しない限り、他の匿名組合員と組合契約を締結することはなく、基本的にお互いに関係がなく、匿名組合員複数による営業者に対するガバナンスは働かない。営業者による素人の匿名組合員への詐欺行為を防ぎにくい。

➡ 事務局から詐欺ファンドとして報告された事例は、匿名組合の事例が多い。問題が認められた特例業者のファンド総数127のうち匿名組合が99を占めた。

商法(抄)

第四章 匿名組合

(匿名組合契約)

第五百三十五条 匿名組合契約は、当事者の一方が相手方の営業のために出資をし、その営業から生ずる利益を分配することを約することによって、その効力を生ずる。

(匿名組合員の出資及び権利義務)

第五百三十六条 匿名組合員の出資は、営業者の財産に属する。

2 匿名組合員は、金銭その他の財産のみをその出資の目的とすることができる。

3 匿名組合員は、営業者の業務を執行し、又は営業者を代表することができない。

4 匿名組合員は、営業者の行為について、第三者に対して権利及び義務を有しない。

(自己の氏名等の使用を許諾した匿名組合員の責任)

第五百三十七条 匿名組合員は、自己の氏若しくは氏名を営業者の商号中に用いること又は自己の商号を営業者の商号として使用することを許諾したときは、その使用以後に生じた債務については、営業者と連帯してこれを弁済する責任を負う。

(利益の配当の制限)

第五百三十八条 出資が損失によって減少したときは、その損失をてん補した後でなければ、匿名組合員は、利益の配当を請求することができない。

(貸借対照表の閲覧等並びに業務及び財産状況に関する検査)

第五百三十九条 匿名組合員は、営業年度の終了時において、営業者の営業時間内に、次に掲げる請求をし、又は営業者の業務及び財産の状況を検査することができる。

一 営業者の貸借対照表が書面をもって作成されているときは、当該書面の閲覧又は謄写の請求

二 営業者の貸借対照表が電磁的記録(電子的方式、磁気的方式その他人の知覚によっては認識することができない方式で作られる記録であって、電子計算機による情報処理の用に供されるもので法務省令で定めるものをいう。)をもって作成されているときは、当該電磁的記録に記録された事項を法務省令で定める方法により表示したものの閲覧又は謄写の請求

2 匿名組合員は、重要な事由があるときは、いつでも、裁判所の許可を得て、営業者の業務及び財産の状況を検査することができる。

3 前項の許可に係る事件は、営業者の営業所の所在地(営業所がない場合にあっては、営業者の住所地)を管轄する地方裁判所が管轄する。

(匿名組合契約の解除)

第五百四十条 匿名組合契約で匿名組合の存続期間を定めなかったとき、又はある当事者の終身の間匿名組合が存続すべきことを定めるときは、各当事者は、営業年度の終了時において、契約の解除をすることができる。ただし、六箇月前にその予告をしなければならない。

2 匿名組合の存続期間を定めたか否かにかかわらず、やむを得ない事由があるときは、各当事者は、いつでも匿名組合契約の解除をすることができる。

(匿名組合契約の終了事由)

第五百四十一条 前条の場合のほか、匿名組合契約は、次に掲げる事由によって終了する。

一 匿名組合の目的である事業の成功又はその成功の不能

二 営業者の死亡又は営業者が後見開始の審判を受けたこと。

三 営業者又は匿名組合員が破産手続開始の決定を受けたこと。

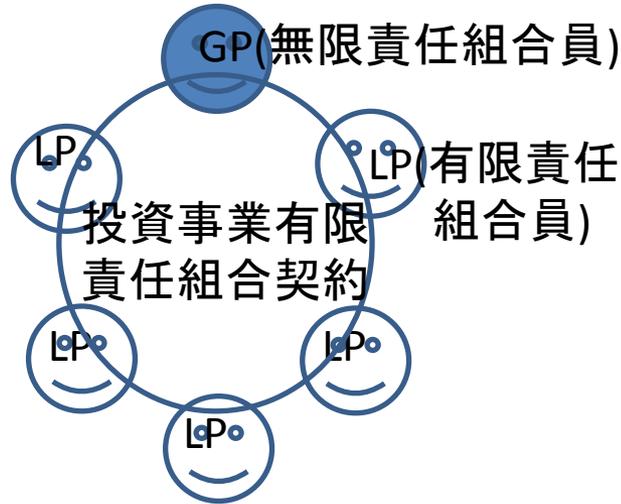
(匿名組合契約の終了に伴う出資の価額の返還)

第五百四十二条 匿名組合契約が終了したときは、営業者は、匿名組合員にその出資の価額を返還しなければならない。ただし、出資が損失 29
によって減少したときは、その残額を返還すれば足りる。

集団投資スキーム: 投資事業有限責任組合

～互いに関係がある全組合員間の共同事業～

【民法上の組合の特例としての組合】



- ・全組合員間の共同事業として投資事業有限責任組合契約を締結し、各々出資。財産は全組合員の共有。
- ・GP、LPとも組合員に資格制限なし
- ・組合契約の登記は第三者対抗要件及び義務
- ・LPはGPに業務執行を委任するが、定期的に組合員の集会が行われ、また、組合運営上の重要事項は全組合員が意思決定に関与 (ガバナンス)
- ・財務諸表等の作成および備置き、会計監査の義務付け等の、LPへの適切な情報開示の仕組み

○民法上の組合では、組合員が他の組合員に業務執行を委任しても、無限責任を免れない。
○LPは、ガバナンスの役割と有限責任性について、株式会社における株主に似ているが、各組合員は他の組合員全員と組合契約を締結しており、民法組合と同様に共同事業者であることから、脱退は原則として認められない。

○GPは、業務執行上の役割については、株式会社における代表取締役 に似ているが、無限責任を負い、LPによって選・解任される。

※民法上の組合の特例の組合(共同事業性あり)には、他に、有限責任事業組合(LLP)がある。
LLPでは全組合員が業務執行しかつ有限責任。

全組合員間の信頼関係に基づき、相互に組合契約を締結し登記されることによって初めて成立する(パートナーシップ)ため、知り合っている特定組合員間の共同事業として中長期のガバナンスが働き、GPによる詐欺行為は起こりにくい仕組み。

投資事業有限責任組合契約に関する法律(LPS法)(抄)

(目的)

第一条 この法律は、事業者に対する投資事業を行うための組合契約であって、無限責任組合員と有限責任組合員との別を約するものに関する制度を確立することにより、事業者への円滑な資金供給を促進し、その健全な成長発展を図り、もって我が国の経済活力の向上に資することを目的とする。

(定義)

第二条 この法律において「事業者」とは、法人(外国法人を除く。)及び事業を行う個人をいう。

2 この法律において「投資事業有限責任組合」とは、次条第一項の投資事業有限責任組合契約によって成立する無限責任組合員及び有限責任組合員からなる組合をいう。

(投資事業有限責任組合契約)

第三条 投資事業有限責任組合契約(以下「組合契約」という。)は、各当事者が出資を行い、共同で次に掲げる事業の全部又は一部を営むことを約することにより、その効力を生ずる。

- 一 株式会社の設立に際して発行する株式の取得及び保有並びに企業組合の設立に際しての持分の取得及び当該取得に係る持分の保有
- 二 株式会社の発行する株式若しくは新株予約権(新株予約権付社債に付されたものを除く。)又は企業組合の持分の取得及び保有
- 三 [金融商品取引法](#)(昭和二十三年法律第二十五号) [第二条第一項](#) 各号(第九号及び第十四号を除く。)に掲げる有価証券([同項第一号](#)から[第八号](#)まで、第十号から第十三号まで及び第十五号から第二十一号までに掲げる有価証券に表示されるべき権利であって[同条第二項](#)の規定により有価証券とみなされるものを含む。)のうち社債その他の事業者の資金調達に資するものとして政令で定めるもの(以下「指定有価証券」という。)の取得及び保有
- 四 事業者に対する金銭債権の取得及び保有並びに事業者の所有する金銭債権の取得及び保有
- 五 事業者に対する金銭の新たな貸付け
- 六 事業者を相手方とする匿名組合契約([商法](#)(明治三十二年法律第四十八号) [第五百三十五条](#)の匿名組合契約をいう。)の出資の持分又は信託の受益権の取得及び保有
- 七 事業者の所有する工業所有権又は著作権の取得及び保有(これらの権利に関して利用を許諾することを含む。)
- 八 前各号の規定により投資事業有限責任組合(次号を除き、以下「組合」という。)がその株式、持分、新株予約権、指定有価証券、金銭債権、工業所有権、著作権又は信託の受益権を保有している事業者に対して経営又は技術の指導を行う事業
- 九 投資事業有限責任組合若しくは[民法](#)(明治二十九年法律第八十九号) [第六百六十七条第一項](#)に規定する組合契約で投資事業を営むことを約するものによって成立する組合又は外国に所在するこれらの組合に類似する団体に対する出資
- 十 前各号の事業に付随する事業であって、政令で定めるもの
- 十一 外国法人の発行する株式、新株予約権若しくは指定有価証券若しくは外国法人の持分又はこれらに類似するものの取得及び保有であって、政令で定めるところにより、前各号に掲げる事業の遂行を妨げない限度において行うもの
- 十二 組合契約の目的を達成するため、政令で定める方法により行う業務上の余裕金の運用

2 組合契約の契約書(以下「組合契約書」という。)には、次の事項を記載し、各組合員はこれに署名し、又は記名押印しなければならない。

- 一 組合の事業
- 二 組合の名称
- 三 組合の事務所の所在地
- 四 組合員の氏名又は名称及び住所並びに無限責任組合員と有限責任組合員との別
- 五 出資一口の金額
- 六 組合契約の効力が発生する年月日
- 七 組合の存続期間

3 組合に対してする通知又は催告は、組合の事務所の所在地又は無限責任組合員の住所にあててすれば足りる。

(登記)

第四条 この法律の規定により登記すべき事項は、登記の後でなければ、これをもって善意の第三者に対抗することができない。

2 故意又は過失によって不実の事項を登記した者は、その事項が不実であることをもって善意の第三者に対抗することができない。

(名称)

第五条 組合には、その名称中に投資事業有限責任組合という文字を用いなければならない。

2 何人も、組合でないものについて、その名称中に投資事業有限責任組合という文字を用いてはならない。

3 組合の名称については、[会社法](#)（平成十七年法律第八十六号）[第八条](#)（会社と誤認させる名称等の使用の禁止）の規定を準用する。

4 有限責任組合員は、その氏、氏名又は名称を組合の名称中に用いることを許諾したときは、その使用以後に生じた組合の債務については、無限責任組合員と同一の責任を負う。

第二章 組合員の権利及び義務

(組合員の出資)

第六条 組合員は、出資一口以上を有しなければならない。

2 組合員は、金銭その他の財産のみをもって出資の目的とすることができる。

3 出資一口の金額は、均一でなければならない。

(業務執行の方法等)

第七条 組合の業務は、無限責任組合員がこれを執行する。

2 無限責任組合員が数人あるときは、組合の業務の執行は、その過半数をもって決する。

3 組合の常務は、前項の規定にかかわらず、各無限責任組合員が単独でこれを行うことができる。ただし、その終了前に他の無限責任組合員が異議を述べたときは、この限りでない。

4 無限責任組合員が第三条第一項に掲げる事業以外の行為を行った場合は、組合員は、これを追認することができない。無限責任組合員以外の者が同項に掲げる事業以外の行為を行った場合も、同様とする。

(財務諸表等の備付け及び閲覧等)

第八条 無限責任組合員は、毎事業年度経過後三月以内に、その事業年度の貸借対照表、損益計算書及び業務報告書並びにこれらの附属明細書(第三項において「財務諸表等」という。)を作成し、五年間主たる事務所に備えて置かなければならない。

2 前項の場合においては、無限責任組合員は、組合契約書及び公認会計士(外国公認会計士を含む。)又は監査法人の意見書(業務報告書及びその附属明細書については、会計に関する部分に限る。次項において同じ。)を併せて備えて置かなければならない。

3 組合員及び組合の債権者は、営業時間内は、いつでも、財務諸表等並びに前項の組合契約書及び意見書の閲覧又は謄写を請求することができる。

(組合員の責任)

第九条 無限責任組合員が数人あるときは、各無限責任組合員は組合の債務について連帯して責任を負う。

2 有限責任組合員は、その出資の価額を限度として組合の債務を弁済する責任を負う。

3 有限責任組合員に組合の業務を執行する権限を有する組合員であると誤認させるような行為があった場合には、前項の規定にかかわらず、当該有限責任組合員は、その誤認に基づき組合と取引をした者に対し無限責任組合員と同一の責任を負う。

(財産分配の制限)

第十条 組合財産は、貸借対照表上の純資産額を超えて、これを分配することができない。

2 有限責任組合員は、前項の規定に反して分配を受けた場合は、当該分配を受けた金額の範囲内において、組合の債務を弁済する責任を負う。ただし、有限責任組合員が当該分配を受けた時から五年を経過したときは、この限りでない。

第三章 組合員の脱退

(任意脱退)

第十一条 各組合員は、やむを得ない場合を除いて、組合を脱退することができない。

(非任意脱退)

第十二条 前条に規定する場合のほか、組合員は、次の事由によって脱退する。

- 一 死亡
- 二 破産手続開始の決定
- 三 後見開始の審判を受けたこと。
- 四 除名

第四章 組合の解散及び清算

(解散の事由)

第十三条 組合は、次の事由によって解散する。ただし、第二号に掲げる事由による場合にあっては、その事由が生じた日から二週間以内であって解散の登記をする日までに、残存する組合員の一致によって新たに無限責任組合員又は有限責任組合員を加入させたときは、この限りでない。

- 一 目的たる事業の成功又はその成功の不能
- 二 無限責任組合員又は有限責任組合員の全員の脱退
- 三 存続期間の満了
- 四 組合契約で前三号に掲げる事由以外の解散の事由を定めたときは、その事由の発生

(清算人)

第十四条 組合が解散したときは、無限責任組合員がその清算人となる。ただし、総組合員の過半数をもって他人を選任したときは、この限りでない。

(清算人の業務執行方法)

第十五条 清算人が数人あるときは、第七条第二項及び第三項の規定を準用する。

第五章 民法の準用

(民法の準用)

第十六条 組合については、[民法](#)（明治二十九年法律第八十九号）[第六百六十八条](#)（組合財産の共有）、[第六百六十九条](#)（金銭出資の不履行の責任）、[第六百七十一条](#)から[第六百七十四条](#)まで（委任の規定の準用、業務執行組合員の辞任及び解任、組合員の組合の業務及び財産状況に関する検査並びに組合員の損益分配の割合）、[第六百七十六条](#)（組合員の持分の処分及び組合財産の分割）、[第六百七十七条](#)（組合の債務者による相殺の禁止）、[第六百八十条](#)（組合員の除名）、[第六百八十一条](#)（脱退した組合員の持分の払戻し）、[第六百八十三条](#)（組合の解散の請求）、[第六百八十四条](#)（組合契約の解除の効力）、[第六百八十七条](#)（組合員である清算人の辞任及び解任）及び[第六百八十八条](#)（清算人の職務及び権限並びに残余財産の分割方法）の規定を準用する。

第六章 登記

(組合契約の効力の発生の登記)

第十七条 組合契約が効力を生じたときは、二週間以内に、組合の主たる事務所の所在地において、次の事項を登記しなければならない。

- 一 第三条第二項第一号、第二号、第六号及び第七号に掲げる事項
- 二 無限責任組合員の氏名又は名称及び住所
- 三 組合の事務所の所在場所
- 四 組合契約で第十三条第一号から第三号までに掲げる事由以外の解散の事由を定めたときは、その事由

経済産業省 投資事業有限責任組合(LPS)モデル契約(目次)

第1章 総 則	第23条 組合財産の管理	第46条 清算手続
第1条 定 義	第6章 会 計	第47条 清算方法
第2条 名 称	第24条 会 計	第12章 雑 則
第3条 所 在 地	第25条 財務諸表等の作成及び組合員に対する送付	第48条 許認可等
第4条 組 合 員	第7章 投資先事業者の育成	第49条 通知及び銀行口座
第5条 組合の事業	第26条 投資先事業者の育成	第50条 秘密保持
第6条 本契約の効力発生日及び組合の存続期間	第8章 組合財産の持分と分配	第51条 金融商品取引法等に係る確認事項
第7条 登 記	第27条 組合財産の帰属	第52条 適格機関投資家等特例業務に関する特則
第2章 出 資	第28条 損益の帰属割合	第53条 反社会的勢力等の排除
第8条 出 資	第29条 組合財産の分配	第54条 表明保証等の違反による補償
第9条 組合員の出資義務の免除及び除外	第30条 分配制限	第55条 本契約の変更
第10条 出資約束期間の中断及び早期終了	第31条 公租公課	第56条 本契約の有効性、個別性
第11条 出資約束金額の減額	第9章 費用及び報酬	第57条 言語、準拠法及び合意管轄
第12条 追加出資及び出資金の払戻	第32条 費 用	
第13条 出資払込等の不履行	第33条 無限責任組合員に対する報酬	
第3章 組合業務の執行	第10章 組合員の地位の変動	別紙 1 組合員名簿
第14条 無限責任組合員の権限	第34条 持分処分の禁止	2 投資ガイドライン (例)
第15条 無限責任組合員の注意義務	第35条 組合員たる地位の譲渡等	3 投資資産時価評価準則
第16条 有限責任組合員の権限	第36条 組合員の加入	4 累積内部収益率計算方法書
第17条 組合員集会	第37条 組合員の脱退	
第18条 利益相反	第38条 組合員の死亡	
第19条 諮問委員会	第39条 有限責任組合員の除名	
第4章 組合員の責任	第40条 無限責任組合員の除名	
第20条 組合債務に対する対外的責任	第41条 脱退組合員の持分及び責任	
第21条 組合財産による補償	第42条 組合員の地位の変動の通知	
第5章 組合財産の運用及び管理	第11章 解散及び清算	
第22条 組合財産の運用	第43条 解 散	
	第44条 清算人の選任	
	第45条 清算人の権限	

民法(抄)

第十二節 組合

(組合契約)

第六百六十七条 組合契約は、各当事者が出資をして共同の事業を営むことを約することによって、その効力を生ずる。

2 出資は、労務をその目的とすることができる。

(組合財産の共有)

第六百六十八条 各組合員の出資その他の組合財産は、総組合員の共有に属する。

(金銭出資の不履行の責任)

第六百六十九条 金銭を出資の目的とした場合において、組合員がその出資をすることを怠ったときは、その利息を支払うほか、損害の賠償をしなければならない。

(業務の執行の方法)

第六百七十条 組合の業務の執行は、組合員の過半数で決する。

2 前項の業務の執行は、組合契約でこれを委任した者(次項において「業務執行者」という。)が数人あるときは、その過半数で決する。

3 組合の常務は、前二項の規定にかかわらず、各組合員又は各業務執行者が単独で行うことができる。ただし、その完了前に他の組合員又は業務執行者が異議を述べたときは、この限りでない。

(委任の規定の準用)

第六百七十一条 第六百四十四条から第六百五十条までの規定は、組合の業務を執行する組合員について準用する。

(業務執行組合員の辞任及び解任)

第六百七十二条 組合契約で一人又は数人の組合員に業務の執行を委任したときは、その組合員は、正当な事由がなければ、辞任することができない。

2 前項の組合員は、正当な事由がある場合に限り、他の組合員の一致によって解任することができる。

(組合員の組合の業務及び財産状況に関する検査)

第六百七十三条 各組合員は、組合の業務を執行する権利を有しないときであっても、その業務及び組合財産の状況を検査することができる。

(組合員の損益分配の割合)

第六百七十四条 当事者が損益分配の割合を定めなかったときは、その割合は、各組合員の出資の価額に応じて定める。

2 利益又は損失についてのみ分配の割合を定めたときは、その割合は、利益及び損失に共通であるものと推定する。

(組合員に対する組合の債権者の権利の行使)

第六百七十五条 組合の債権者は、その債権の発生の時に組合員の損失分担の割合を知らなかったときは、各組合員に対して等しい割合でその権利を行使することができる。

(組合員の持分の処分及び組合財産の分割)

第六百七十六条 組合員は、組合財産についてその持分を処分したときは、その処分をもって組合及び組合と取引をした第三者に対抗することができない。

2 組合員は、清算前に組合財産の分割を求めることができない。

(組合の債務者による相殺の禁止)

第六百七十七条 組合の債務者は、その債務と組合員に対する債権とを相殺することができない。

(組合員の脱退)

第六百七十八条 組合契約で組合の存続期間を定めなかったとき、又はある組合員の終身の間組合が存続すべきことを定めたときは、各組合員は、いつでも脱退することができる。ただし、やむを得ない事由がある場合を除き、組合に不利な時期に脱退することができない。

2 組合の存続期間を定めた場合であっても、各組合員は、やむを得ない事由があるときは、脱退することができる。

第六百七十九条 前条の場合のほか、組合員は、次に掲げる事由によって脱退する。一 死亡

二 破産手続開始の決定を受けたこと。

三 後見開始の審判を受けたこと。

四 除名

(組合員の除名)

第六百八十条 組合員の除名は、正当な事由がある場合に限り、他の組合員の一致によってすることができる。ただし、除名した組合員にその旨を通知しなければ、これをもってその組合員に対抗することができない。

(脱退した組合員の持分の払戻し)

第六百八十一条 脱退した組合員と他の組合員との間の計算は、脱退の時ににおける組合財産の状況に従ってしなければならない。

2 脱退した組合員の持分は、その出資の種類を問わず、金銭で払い戻すことができる。

3 脱退の時にまだ完了していない事項については、その完了後に計算をすることができる。

(組合の解散事由)

第六百八十二条 組合は、その目的である事業の成功又はその成功の不能によって解散する。

(組合の解散の請求)

第六百八十三条 やむを得ない事由があるときは、各組合員は、組合の解散を請求することができる。

(組合契約の解除の効力)

第六百八十四条 第六百二十条の規定は、組合契約について準用する。

(組合の清算及び清算人の選任)

第六百八十五条 組合が解散したときは、清算は、総組合員が共同して、又はその選任した清算人がこれをする。

2 清算人の選任は、総組合員の過半数で決する。

(清算人の業務の執行の方法)

第六百八十六条 第六百七十条の規定は、清算人が数人ある場合について準用する。

(組合員である清算人の辞任及び解任)

第六百八十七条 第六百七十二条の規定は、組合契約で組合員の中から清算人を選任した場合について準用する。

(清算人の職務及び権限並びに残余財産の分割方法)

第六百八十八条 清算人の職務は、次のとおりとする。

一 現務の結了

二 債権の取立て及び債務の弁済

三 残余財産の引渡し

2 清算人は、前項各号に掲げる職務を行うために必要な一切の行為をすることができる。

3 残余財産は、各組合員の出資の価額に応じて分割する。

金融商品取引法上のプロ概念

適格機関投資家	特定投資家	適格投資家	プロ向けファンド業務の相手方 (適格機関投資家以外は49人以下に限定)
開示義務を免除(プロ私募)	説明用書面の交付を免除	プロ向け投資運用業の対象	届出で業務可
金商法2条3項1号 定義府令10条	金商法2条31項4号、34条の3第1項、 34条の4第1項、 定義府令23条、業府令61条、62条	金商法29条の5第3項 施行令15条の10の5、業府令16条の3	金商法63条 施行令17条の12、業府令233条の2
証券会社・投資運用業者 投資法人・外国投資法人 銀行その他預金等取扱機関(信組は【届出】) 保険会社・外国保険会社等 地域経済活性化支援機構 東日本大震災事業者再生支援機構 財政融資資金の管理・運用者 GPIF 国際協力銀行等 日本政策投資銀行 短資業者 銀行法施行規則17条の3第2項12号に掲げる業務を目的とする株式会社(資本金5億円以上)【届出】 投資事業有限責任組合 民間都市開発推進機構 信託会社・外国信託会社【届出】 法人【届出】(保有有価証券残高10億円以上) 一定の特定目的会社【届出】 個人【届出】(保有有価証券残高10億円以上) 組合、匿名組合又は有限責任事業組合の業務執行組合員等(保有有価証券残高10億円以上)【届出】 外国金融機関等【届出】 外国政府等【届出】 年金基金・外国年金基金【届出】 (資産(流動負債等を除く)100億円以上)	(適格機関投資家) 国 日銀 投資者保護基金 特殊法人・独立行政法人等 預金保険機構・貯金保険機構 保険契約者保護機構 特定目的会社 上場会社 株式会社(資本金5億円以上) 外国法人 金融商品取引業者(法人のみ) (証券会社・投資運用業者以外) 適格機関投資家等特例業者(法人のみ) 特定投資家以外の法人 個人(投資性金融資産3億円以上、 証券口座開設後1年経過) 組合、匿名組合又は有限責任事業組合の 業務執行組合員等(出資合計額3億円以上) (注) 東証プロ向け市場の参加者になることが可能な者として、「特定投資家等」(特定投資家又は非居住者)の分類がある。 (金商法2条3項2号(2)、117条の2)	(適格機関投資家) 国 日銀 投資者保護基金 特殊法人・独立行政法人等 預金保険機構・貯金保険機構 保険契約者保護機構 特定目的会社 上場会社 株式会社(資本金5億円以上) 外国法人 金融商品取引業者(法人のみ) (証券会社・投資運用業者以外) 適格機関投資家等特例業者(法人のみ) 年金基金(投資性金融資産100億円以上) 法人(投資性金融資産3億円以上) 個人(投資性金融資産3億円以上、証券口座開設後1年経過) 組合、匿名組合、有限責任事業組合又は外国の組合等の業務執行組合員等(投資性金融資産3億円以上) 当該金商業者の役員、重要な使用人 当該金商業者の親会社等	(適格機関投資家) 特殊法人・独立行政法人等 特定目的会社 上場会社 →(資本金5千万円超) 外国法人 金融商品取引業者(法人のみ) (証券会社・投資運用業者以外) 適格機関投資家等特例業者 年金基金(投資性金融資産100億円以上) 法人(投資性金融資産3億円以上) →(投資性金融資産1億円以上、証券口座開設後1年経過) 組合、匿名組合、有限責任事業組合又は外国の組合等の業務執行組合員等(投資性金融資産3億円以上) 当該特例業者の役員、使用人 当該特例業者の親会社等 株式会社(資本金5千万円超) 金商業者、上場会社等の子会社等・関連会社等 個人(投資性金融資産1億円以上、証券口座開設1年経過) 資産管理会社 外国の組合型ファンド等
	一般投資家への移行可		

(※)

(※)パブリックコメントに付した案

【届出】は、金融庁に届出を行うことにより適格機関投資家となることができる者

2014年6月18日に金融庁パブコメ案に対して「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」が出した63条プロ案

- (1) 適格機関投資家の役員及び親族、ファンド等の元業務執行組合員等、業務執行組合員等の役員の親族・元役員
- (2) 金融商品取引所に上場されている有価証券の発行者の役員及び元役員
- (3) 金融商品取引所に上場する有価証券の発行者が提出した有価証券届出書に株主又は新株予約権者として記載された個人及び法人
- (4) 金融商品取引所に上場している有価証券の発行者が最近1年以内に提出した有価証券報告書に大株主として記載された個人及び法人
- (5) 公認会計士、弁護士、司法書士、行政書士、税理士
- (6) 会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、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、当該会社の役員・従業員若しくは当該会社と契約関係にある者又はその役員・従業員として通算一年以上携わった経験がある者
- (7) 一定以上の年収を持つ個人
- (8) 改正案と上記各号に該当する法人並びに個人及びその2親等以内の親族が直接・間接に議決権の過半数を保有する法人

パブリックコメント案に対する意見等

○ パブリックコメントに付した改正案に対して、

① 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

② 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。

● 日本弁護士連合会・要望(平成26年6月6日)

- (規制見直し案に関して)適格機関投資家以外の者につき限定を加えた点について、賛成する。
- 個人投資家をその対象に含めている点について、反対する。適格機関投資家以外の者に対する私募及び投資運用業については、そもそも個人投資家への勧誘を禁止すべきである。

● 独立系ベンチャーキャピタリスト等有志(平成26年7月15日)

- 米国をはじめとする他の先進国その他有力な新興諸国とのバランス、憲法で保障された経済活動の自由、国際的にもベンチャーキャピタルの投資額が低水準である我が国の実情等にも十分配慮した上で、以下のような要件にすべきであると考えます。
 - 一 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、その保有する資産が五千万円以上であると見込まれる法人、組合等(民法上の組合、投資事業有限責任組合(LPS)、有限責任事業組合契約(LLP))及び信託(外国の同様の事業体を含む。保有する資産には、「投資性金融資産」だけでなく、現預金等、すべての資産を含みます。)
 - 二 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、以下のいずれかに該当すると見込まれる個人
 - イ 年収が一千万円以上又は夫婦で一千万円以上であること
 - ロ 資産(本人が居住する不動産を除く)を一億円以上保有していること
 - 三 適格機関投資家の役員及び親族
 - 四 ファンドの業務執行組合員、元業務執行組合員
 - 五 ファンドの業務執行組合員等の役員、役員の子及び元役員
 - 六 金融商品取引所に上場している有価証券の発行者の役員及び元役員
 - 七 金融商品取引所に上場している有価証券の発行者が提出した有価証券届出書に株主又は新株予約権者として記載された個人及び法人
 - 八 金融商品取引所に上場している有価証券の発行者が最近一年以内に提出した有価証券報告書に大株主として記載された個人及び法人
 - 九 公認会計士、弁護士、司法書士、行政書士、税理士
 - 十 会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、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、当該会社の役員・従業員若しくは当該会社と契約関係にある者又はその役員・従業員として通算一年以上携わった経験がある者
 - 十一 改正案と上記各号に該当する法人並びに個人及びその2親等以内の親族が直接・間接に議決権の過半数を保有する法人
- 注)上記の他、一定の要件を満たすベンチャーファンドを、金商法上の「みなし有価証券」に該当しないものとして位置づける案が提言されている。

金融庁パブコメ案が施行されていたと仮定した場合に「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」運営17ファンドに与えたであろう影響

2014年6月19日 11:00 郷治友孝、磯崎哲也

独立系ベンチャーキャピタル有志に対して2014/6/18～6/18にアンケートを実施。【GP数:9、ファンド数:17】から回答を得た。各ファンドの既存LPごとにその属性を分析し、金融庁改正案及び「VC案」が各々、出資の可否にどのような影響を与えるかを検討した。

I. 金融庁改正案・VC案が出資に与える影響とその違い

(単位:ファンド数)

(a) すべてのLPが、改正案であっても出資できたファンド	(a)	4
(b) 改正案では出資できると合理的に判断できないが、「VC案」であれば出資できたLPが存在したファンド	(b)	11
(c) 改正案でも「VC案」でも、LPが出資できなくなってしまうファンド	(c)	10

集計対象17本のファンドのうち、(a)金融庁改正案で全てのLPが出資できたものは4本に過ぎず、(b)「VC案」であれば出資できたLPが存在したファンドが11本、(c)改正案でも「VC案」でも出資できなくなってしまうLPが存在したファンドが10本存在した。

(b)となったファンドのLPについては、
 ・金融庁改正案では出資できなくなる事業法人等で、その代表者が長年ヘッジファンドなどで活躍してきた人物で「VC案」(6)【企業のファイナンス等実務経験者】に該当する人物であり、彼のファンド運営や金融業のノウハウやアドバイスを受けることなくしてはファンド運用業務を軌道にのせることができなかったもの、
 ・金融庁改正案では出資できなくなる個人で、当該ファンド設立にあたり出資者の紹介において多数の実績があり、「VC案」(6)【企業のファイナンス等実務経験者】彼の最初の出資(1000万円)がなければ当該ファンドのファーストクロス条件(上場事業法人からの出資条件とされていた)500万円規模に至ることが困難であったもの、
 ・金融庁改正案では出資できなくなる事業法人等で、その代表者が上場会社役員で「VC案」(7)【(1)～(6)の資産管理会社】にあたる資本金1000万円の資産管理会社であったもの、が見受けられた。

(c)となったファンドのLPについては、
 ・資本金が5000万円ちようどで改正案の5000万円「超」の要件を満たさないもの、
 ・昨年3月末の段階で総資産6億円、現預金数億円、売上10億円以上もあったにも関わらず、投資性金融資産が約7000万円だったので改正案の要件を満たさないもの、
 ・資本金5000万円ちようどであった当該LPがリードLPであったためその存在なくしてはファンド組成そのものもできなかったもの、
 ・エンジェルの家族、親族、資産管理会社に当たるもの、が見受けられた。

また、金融庁改正案に含まれるLPではあるものの、当該LPは独立系VCにより運営されている投資事業有限責任組合であるため、そもそも改正案の条件下で設立できるか不明であるLPも存在した。そういったLPも考慮すると、(a)の対象範囲に含まれる独立系VCファンドの数は更に減る恐れがある。

II. 改正案では出資できなかったLPの出資者属性(*)ごとの出資割合の分布

上記 I (b)と回答したファンドについては、さらに「VC案」であれば出資が可能となるLPの出資者属性ごとに分類した。
 (*):区分に使用した出資者属性は、6月12日付け「VC案」にて提案した「2. 内閣府令に追加する投資家の類型案」を使用しています。

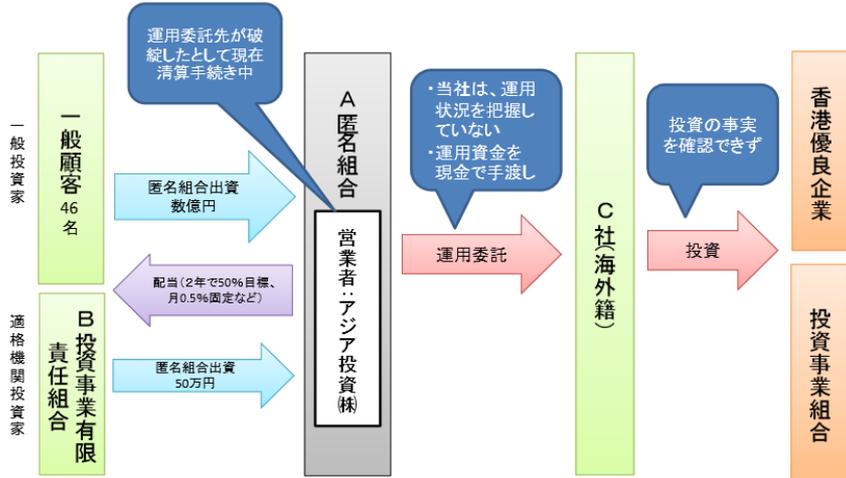
業者(GP)名	ファンド 符号	ファンド名	(a) 金融庁改正案でも出資できたLP	(b) 金融庁改正案では出資できたと合理的に判断できないが、「VC案」なら出資できたLP								(c) 金融庁改正案でも「VC案」でも出資できなかったLP	金融庁改正案では出資できなかったLPの比率 (100%-a)	ファンド計
				(1) ファンド元GP、GPの役員・元役員	(2) 上場会社役員・元役員	(3) 上場時の株主、新株予約権者	(4) 上場会社大株主	(5) 公認会計士、弁護士等	(6) 企業のファイナンス等実務経験者	(7) (1)～(6)の資産管理会社	(8) (1)～(7)の複数項目に重複する場合			
金融庁には、各GP・各ファンドの名称(匿名希望の方の分を除く)と、それぞれについて右記(a)、(b)【(1)～(8)】、(c)毎の出資割合データを提出しましたが、ここでは省略します。皆様から磯崎さん又は郷治宛てに提出いただいた調査フォームは出していません。														
該当LP属性割合			79.9%	0.6%	5.5%	0.1%	2.1%	0.5%	1.7%	1.0%	-2.1%	10.7%	20.1%	100.0%
該当LP属性金額合計(百万円)			12,089	86	829	17	311	72	257	150	-311	1,624	15,124	

上記の割合は金額ベースであり、社数・人数ベースでは、金融庁改正案でカバーされない者の割合はこの数倍高くなることに注意。

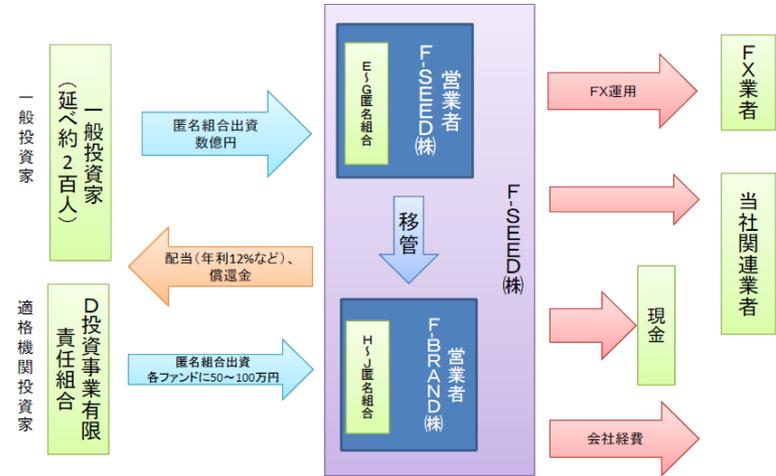
1) ファンド名・業者名 【回答】 匿名希望以外を記入。回答数は6月18日午前8:28時点の7GP・15ファンドから増え、9GP・17ファンド。
 2) 改正案でもVC案でも対応不能なファンド(ウ)の44.4%の部分 【回答】資本金5000万円の事業法人等であり、改正案の5000万円「超」の要件を満たさない。当該LPはリードLPであり、その出資がなければこのファンドは成立しなかった。
 3) 上場会社の役員・元役員のところカウントされている人で、元役員は割合 【回答】(b)(2)にカウントされた人は計33名あり、そのうち元役員は12名で、人数比で36.4%。なお、上記表の出資割合は出資金額ベースであるが、出資金額ベースでの役員と元役員との比率は未調査。
 4) いただいたメールにある事業法人の代表者で企業のファイナンス等実務者とは 【回答】長年ヘッジファンドなどで金融業界で活躍してきた人物。
 5) 会計士・弁護士等にカウントされている方の、会計士・弁護士別の人数の状況 【回答】(b)(5)にカウントされた人は計5名あり、そのうち、会計士は0名、弁護士は2名。その他は、司法書士1名、税理士1名、調査未了1名。出資金額ベースでの各々の士業の比率は未調査。

問題が認められた特例業者等の個別事案スキーム図

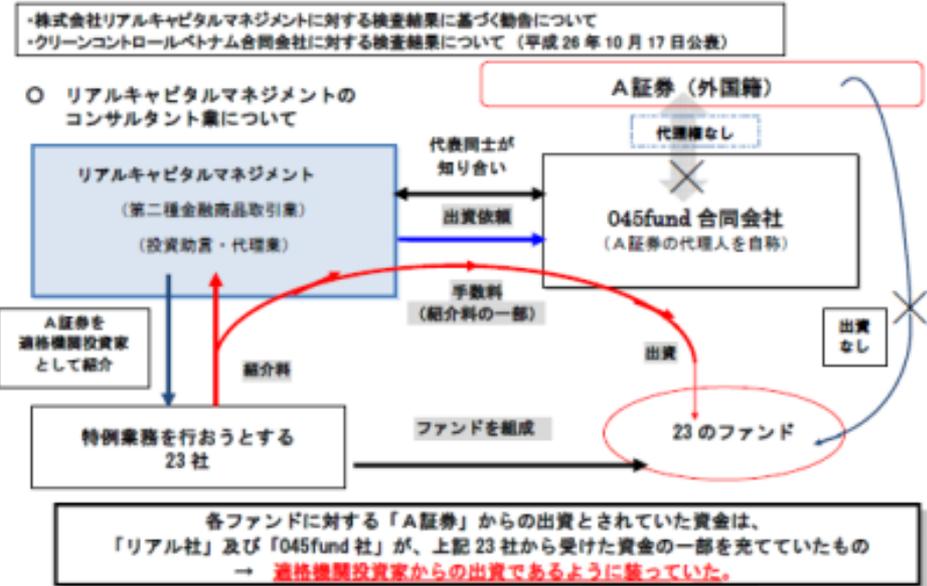
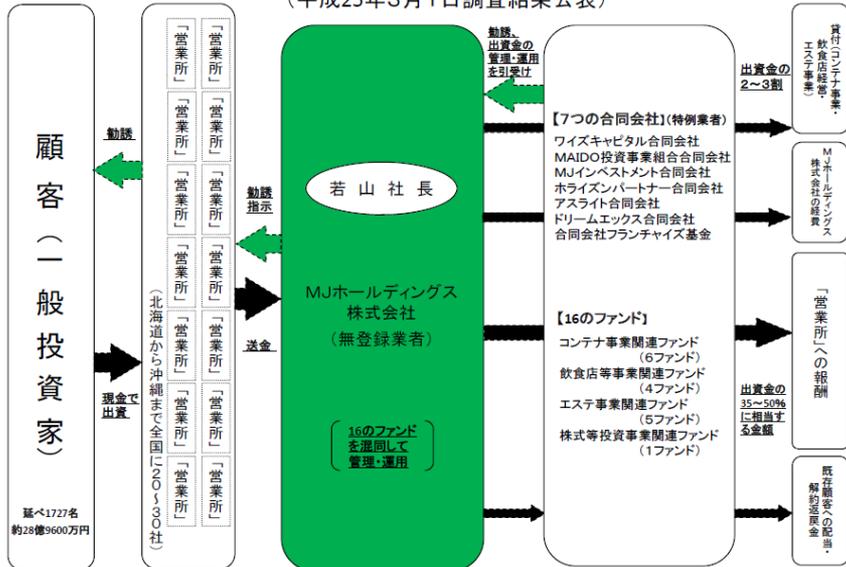
アジア投資株式会社 (平成26年4月11日検査結果公表)



F-SEED株式会社 (平成25年3月22日緊急差止命令申立)



MJホールディングス株式会社 (平成25年3月1日調査結果公表)



「支配株主」概念

「支配株主」とは、次の①②のいずれかに該当する者をいう。

①親会社(財務諸表等規則第8条第3項に規定する親会社をいう。)

②主要株主(金融商品取引法第163条第1項に規定する主要株主をいう。)で、当該主要株主が自己の計算において所有している議決権と、次に掲げる者が所有している議決権とを合わせて、上場会社の議決権の過半数を占めているもの(①を除く。)

・当該主要株主の近親者(二親等内の親族をいう。)

・当該主要株主及び当該主要株主の近親者が、議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等(会社、指定法人、組合その他これらに準ずる企業体(外国におけるこれらに相当するものを含む。))をいう。)及び当該会社等の子会社

東京証券取引所の適時開示制度においては、親会社、支配株主(親会社を除く。)又はその他の関係会社を有する上場会社は、事業年度経過後3か月以内に、支配株主等に関する事項を開示することが有価証券上場規程により義務づけられている(有価証券上場規程第2条第42号の2、同施行規則第3条の2)。

～東京証券取引所 用語集「支配株主等に関する事項」より～

弁護士に対する懲戒

弁護士法(抄)

(懲戒事由及び懲戒権者)

第五十六条 弁護士及び弁護士法人は、この法律又は所属弁護士会若しくは日本弁護士連合会の会則に違反し、所属弁護士会の秩序又は信用を害し、その他職務の内外を問わずその品位を失うべき非行があつたときは、懲戒を受ける。

2 懲戒は、その弁護士又は弁護士法人の所属弁護士会が、これを行う。

3 弁護士会がその地域内に従たる法律事務所のみを有する弁護士法人に対して行う懲戒の事由は、その地域内にある従たる法律事務所に係るものに限る。

(懲戒の種類)

第五十七条 弁護士に対する懲戒は、次の四種とする。

- 一 戒告
- 二 二年以内の業務の停止
- 三 退会命令
- 四 除名

2～4 (略)

第五十七条の二 (略)

(懲戒の請求、調査及び審査)

第五十八条 何人も、弁護士又は弁護士法人について懲戒の事由があると思料するときは、その事由の説明を添えて、その弁護士又は弁護士法人の所属弁護士会にこれを懲戒することを求めることができる。

2～3 (略)

米国投資ファンドの勧誘規制と投資家の区分について(1)

～米国の適格投資家(accredited investor)と自衛能力ある投資家(sophisticated investor)～

～川島いづみ氏『英米における投資勧誘規制と投資家の区分』より

(早稲田社会科学総合研究第9巻第1号(2008年7月))(抄)～

【参考人注: 証券取引法第4条(2)号のセーフハーバー規定であるRegulation Dにおける】規則506によれば、他の規則の遵守を前提として、発行者(投資ファンド等)は、第1に、適格投資家に対しては、上限数なしに、証券法4条(2)号の定めに抵触することなく、つまりSECへの発行登録なしに、当該ファンドの証券について、勧誘・販売することができ、第2に、35名までは、適格投資家ではない者に対しても、自衛能力ある投資家(sophisticated investors)であることを条件に、証券を勧誘・販売することができる。(中略) ちなみに、規則504には、12ヶ月間において総額100万ドル以下の募集、規則505には、12ヶ月間において総額500万ドル以下の募集について、それぞれ適用除外規定が設けられている。(中略)

まず、適格投資家(accredited investor)の定義は、規則501(a)に置かれている。そこでは、銀行その他の金融機関、証券会社、保険会社などのいわゆる適格機関投資家が列挙された後に、次のように、富裕な個人・法人等が列挙されている。判断の基準となる時点は、当該証券の勧誘・販売がなされる時点である。

- (a)1940年投資顧問法(Investment Adviser Act of 1940)202条(a)項(22)号に定める私的事業会社(private business development company)
- (b)証券の取得を目的に設定もしくは設立されたものではない、資産総額が500万ドルを超える、内国歳入法典(Internal Revenue Code)501条(C)項(3)号に定める組織、マサチューセッツ・トラストもしくは類似の事業信託、または、組合
- (c)発行者の取締役、業務執行役員もしくは無限責任組合員(general partner)、または、発行者の無限責任社員の取締役、業務執行役員もしくは無限責任組合員
- (d)個人の純資産(net worth)または配偶者と合算した純資産が100万ドルを超える者
- (e)最近2年間の年収が、毎年20万ドルを超える個人、または、配偶者と併せて毎年30万ドルを超える者であって、当該年度の年収もこの基準に達すると合理的に予測される者
- (f)証券の取得を目的に設定されたものではない、資産総額が500万ドルを超える信託であって、規則506(b)(2)(ii)に定める自衛能力ある者によって証券の取得がなされる場合
- (g)すべてのエクイティー保有者が適格投資家である事業体

米国投資ファンドの勧誘規制と投資家の区分について(2)

～米国の適格投資家(accredited investor)と自衛能力ある投資家(sophisticated investor)～

～川島いづみ氏『英米における投資勧誘規制と投資家の区分』より

(早稲田社会科学総合研究第9巻第1号(2008年7月))(抄)～

次に、自衛能力ある投資家【参考人注: sophisticated Investor】については、規則506(b)(2)(ii)に規定が置かれている。まず、規則506(a)において、同規則(b)に定める条件を満たす発行者による証券の申込の勧誘および販売は、証券法4条(2)号の公募を含まないものとされる。そして、規則506(b)(1)において一般的な条件として、規則501および規則502の定めるすべての条件を満たすことを要求し、規則506(b)(2)において、特別の条件として、(i)発行者の証券の取得者が35名を超えないこと、または、35名を超えないと発行者が合理的に信ずること、(ii)適格投資家ではない各取得者が、当該投資の利益とリスクを評価する能力を有するに足りる、金融および事業に関する知識と経験を有すること、または、有すると発行者が合理的に信ずること、が掲げられている。つまり、35名以下の者であって、適格投資家ではないが、投資に関するリスクを判断できる知識・経験を有する者、または、そのように合理的に信ずべき者を相手方とするのであれば、公募とはならず、SECへの登録は不要とされるのである。

いずれの場合も、適用除外を利用するには、一般的な勧誘または一般的な広告等が販売期間内になされてはならないという要件(規則502(c))を遵守しなければならない。たとえば、新聞や雑誌に広告や記事を掲載すること、テレビやラジオで、インタビューやお知らせを放送すること、一般人を対象としたセミナーを開催すること等は、私募の該当性を失わせる。

(中略)

元来、私募という用語には、当該証券が売主(この場合には、証券の発行者である投資ファンド等またはその代表者)と買主の間の私的な交渉(相対での交渉)に基礎をおいて、売却されるべきである、という観念が内在している。証券法4条(2)号および関連規則は、Regulation Dによりこの関係の標準を確立したものである、と理解される。それゆえ、勧誘・販売制限の目的は、能力、経験、または、数のいずれかに基づき、証券を取得する投資家が、詐欺的な行為や貧弱なパフォーマンスから自らを保護するための情報を、交渉によって取得できる者であることを確保することとされている。

(以下略)

金融商品取引法 (抄)

(定義)

第二条 この法律において「有価証券」とは、次に掲げるものをいう。

一～二十一 (略)

2 前項第一号から第十五号までに掲げる有価証券、同項第十七号に掲げる有価証券(同項第十六号に掲げる有価証券の性質を有するものを除く。)及び同項第十八号に掲げる有価証券に表示されるべき権利並びに同項第十六号に掲げる有価証券、同項第十七号に掲げる有価証券(同項第十六号に掲げる有価証券の性質を有するものに限る。)及び同項第十九号から第二十一号までに掲げる有価証券であつて内閣府令で定めるものに表示されるべき権利(以下この項及び次項において「有価証券表示権利」と総称する。)は、有価証券表示権利について当該権利を表示する当該有価証券が発行されていない場合においても、当該権利を当該有価証券とみなし、電子記録債権([電子記録債権法](#) (平成十九年法律第百二号) [第二条第一項](#) に規定する電子記録債権をいう。以下この項において同じ。)のうち、流通性その他の事情を勘案し、社債券その他の前項各号に掲げる有価証券とみなすことが必要と認められるものとして政令で定めるもの(第七号及び次項において「特定電子記録債権」という。)は、当該電子記録債権を当該有価証券とみなし、次に掲げる権利は、証券又は証書に表示されるべき権利以外の権利であつても有価証券とみなして、この法律の規定を適用する。

一～四 (略)

五 [民法](#) (明治二十九年法律第八十九号) [第六百六十七条第一項](#) に規定する組合契約、[商法](#) (明治三十二年法律第四十八号) [第五百三十五条](#) に規定する匿名組合契約、[投資事業有限責任組合契約に関する法律](#) (平成十年法律第九十号) [第三条第一項](#) に規定する投資事業有限責任組合契約又は[有限責任事業組合契約に関する法律](#) (平成十七年法律第四十号) [第三条第一項](#) に規定する有限責任事業組合契約に基づく権利、社団法人の社員権その他の権利(外国の法令に基づくものを除く。)のうち、当該権利を有する者(以下この号において「出資者」という。)が出資又は拠出をした金銭(これに類するものとして政令で定めるものを含む。)を充てて行う事業(以下この号において「出資対象事業」という。)から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利であつて、次のいずれにも該当しないもの(前項各号に掲げる有価証券に表示される権利及びこの項(この号を除く。)の規定により有価証券とみなされる権利を除く。)

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 [保険業法](#) (平成七年法律第百五号) [第二条第一項](#) に規定する保険業を行う者が保険者となる保険契約、[農業協同組合法](#) (昭和二十二年法律第百三十二号) [第十条第一項第十号](#) に規定する事業を行う[同法第五条](#) に規定する組合と締結した共済契約、[消費生活協同組合法](#) (昭和二十三年法律第二百号) [第十条第二項](#) に規定する共済事業を行う[同法第四条](#) に規定する組合と締結した共済契約、[水産業協同組合法](#) (昭和二十三年法律第二百四十二号) [第十一条第一項第十一号](#)、第九十三条第一項第六号の二若しくは第百条の二第一項第一号に規定する事業を行う[同法第二条](#) に規定する組合と締結した共済契約、[中小企業等協同組合法](#) (昭和二十四年法律第百八十一号) [第九条の二第七項](#) に規定する共済事業を行う[同法第三条](#) に規定する組合と締結した共済契約又は[不動産特定共同事業法](#) (平成六年法律第七十七号) [第二条第三項](#) に規定する不動産特定共同事業契約([同条第七項](#) に規定する特例事業者と締結したものを除く。)に基づく権利(イ及びロに掲げる権利を除く。)

ニ イからハマ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

六・七 (略)

(適格機関投資家等特例業務)

第六十三条 次の各号に掲げる行為については、第二十九条及び第三十三条の二の規定は、適用しない。

一 適格機関投資家等(適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの(その数が政令で定める数以下の場合に限る。)及び適格機関投資家をいう。以下この条において同じ。)で次のいずれにも該当しない者を相手方として行う第二条第二項第五号又は第六号に掲げる権利に係る私募(適格機関投資家等(次のいずれにも該当しないものに限る。)以外の者が当該権利を取得するおそれが少ないものとして政令で定めるものに限る。)

イ その発行する資産対応証券([資産の流動化に関する法律第二条第十一項](#)に規定する資産対応証券をいう。)を適格機関投資家以外の者が取得している特定目的会社([同条第三項](#)に規定する特定目的会社をいう。)

ロ 第二条第二項第五号又は第六号に掲げる権利に対する投資事業に係る匿名組合契約([商法第五百三十五条](#)に規定する匿名組合契約をいう。)で、適格機関投資家以外の者を匿名組合員とするものの営業者又は営業者になろうとする者

ハ イ又はロに掲げる者に準ずる者として内閣府令で定める者

二 第二条第二項第五号又は第六号に掲げる権利(同一の出資対象事業(同項第五号に規定する出資対象事業をいう。)に係る当該権利を有する者が適格機関投資家等(前号イからハまでのいずれにも該当しないものに限る。)のみであるものに限る。)を有する適格機関投資家等から出資され、又は拠出された金銭(これに類するものとして政令で定めるものを含む。)の運用を行う同条第八項第十五号に掲げる行為

2 適格機関投資家等特例業務(前項各号に掲げる行為のいずれかを業として行うことをいう。以下同じ。)を行う者(金融商品取引業者等を除く。)は、あらかじめ、内閣府令で定めるところにより、次に掲げる事項を内閣総理大臣に届け出なければならない。

一 商号、名称又は氏名

二 法人であるときは、資本金の額又は出資の総額

三 法人であるときは、役員の名又は名称

四 政令で定める使用人があるときは、その者の氏名

五 業務の種別(前項各号に掲げる行為に係る業務の種別をいう。)

六 主たる営業所又は事務所の名称及び所在地

七 他に事業を行つているときは、その事業の種類

八 その他内閣府令で定める事項

- 3 前項の規定に基づく届出を行つた者(以下「特例業務届出者」という。)は、同項各号に掲げる事項に変更があつたときは、遅滞なく、その旨を内閣総理大臣に届け出なければならない。
- 4 特例業務届出者が適格機関投資家等特例業務を行う場合においては、当該特例業務届出者を金融商品取引業者とみなして、第三十八条(第一号に係る部分に限る。)及び第三十九条並びにこれらの規定に係る第八章の規定を適用する。
- 5 内閣総理大臣は、特例業務届出者が適格機関投資家等特例業務として開始した第一項第二号に掲げる行為に係る業務が適格機関投資家等特例業務に該当しなくなつたとき(適格機関投資家等(同項第一号イからハまでのいずれにも該当しないものに限る。)以外の者が同項第二号に規定する権利を有することとなつたときに限る。次項において同じ。)は、当該特例業務届出者に対し三月以内の期間を定めて必要な措置をとることを命ずることができる。
- 6 特例業務届出者は、適格機関投資家等特例業務として開始した第一項第二号に掲げる行為に係る業務が適格機関投資家等特例業務に該当しなくなつたときは、遅滞なく、その旨を内閣総理大臣に届け出なければならない。
- 7 内閣総理大臣は、特例業務届出者の業務に係る状況を確認するため特に必要があると認めるときは、その必要の限度において、当該特例業務届出者、これと取引をする者又は当該特例業務届出者から業務の委託を受けた者に対し第二項の届出に関し参考となるべき報告又は資料の提出を命ずることができる。
- 8 内閣総理大臣は、第一項第二号に掲げる行為に係る業務を行う特例業務届出者の業務に係る状況を確認するため特に必要があると認めるときは、その必要の限度において、当該職員に当該特例業務届出者又は当該特例業務届出者から業務の委託を受けた者の営業所、事務所その他の施設に立ち入らせ、第二項の届出に関して質問させ、又は当該特例業務届出者の書類その他の物件の検査(同項の届出に関し必要なものに限る。)をさせることができる。

(裁判所の禁止又は停止命令)

第百九十二条 裁判所は、緊急の必要があり、かつ、公益及び投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、内閣総理大臣又は内閣総理大臣及び財務大臣の申立てにより、この法律又はこの法律に基づく命令に違反する行為を行い、又は行おうとする者に対し、その行為の禁止又は停止を命ずることができる。

- 2 裁判所は、前項の規定により発した命令を取り消し、又は変更することができる。
- 3 前二項の事件は、被申立人の住所地又は第一項に規定する行為が行われ、若しくは行われようとする地の地方裁判所の管轄とする。
- 4 第一項及び第二項の裁判については、[非訟事件手続法](#)(平成二十三年法律第五十一号)の定めるところによる。

金融商品取引法施行令(抄)

(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。

(有価証券とみなさなくても公益等のため支障を生ずることがないと認められる権利)

第一条の三の三 [法第二条第二項第五号](#) 二に規定する政令で定める権利は、次に掲げるものとする。

一 [保険業法](#) (平成七年法律第百五号) [第二条第一項](#) 各号に掲げる事業に係る契約に基づく権利

二 本邦の法令に基づいて設立された法人(公益社団法人以外の一般社団法人及び公益財団法人以外の一般財団法人を除く。)に対する出資又は拠出に係る権利([法第二条第一項第六号](#) から[第九号](#) まで及び[第十一号](#) に掲げる有価証券に表示される権利並びに[同条第二項](#) の規定により有価証券とみなされる[同項第三号](#) に掲げる権利を除く。)

三 [分収林特別措置法](#) (昭和三十三年法律第五十七号) [第二条第三項](#) に規定する分収林契約に基づく権利

四 次に掲げる者のみを当事者とする組合契約等([民法](#) (明治二十九年法律第八十九号) [第六百六十七条第一項](#) に規定する組合契約その他の継続的な契約をいう。)に基づく権利であつて、当該権利に係る出資対象事業が専ら次に掲げる者の業務を行う事業であるもの

イ 公認会計士

ロ 弁護士(外国法事務弁護士を含む。)

ハ 司法書士

ニ 土地家屋調査士

ホ 行政書士

ヘ 税理士

ト 不動産鑑定士

チ 社会保険労務士

リ 弁理士

五 株券又は投資証券([投資信託及び投資法人に関する法律](#) (昭和二十六年法律第百九十八号)に規定する投資証券をいう。以下この号において同じ。)の発行者の役員、従業員その他の内閣府令で定める者(以下この号及び第二条の十二の四第二項第四号において「役員等」という。)が当該発行者の他の役員等と共同して当該発行者の株券又は投資証券の買付けを、一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行うことを約する契約のうち、内閣府令で定める要件に該当するものに基づく権利

六 前各号に掲げるものに準ずるものとして内閣府令で定めるもの

(適格機関投資家等特例業務)

第十七条の十二 [法第六十三条第一項第一号](#) に規定する適格機関投資家以外の者で政令で定めるものは、適格機関投資家以外の者とする。

2 [法第六十三条第一項第一号](#) に規定する政令で定める数は、四十九とする。

3 [法第六十三条第一項第一号](#) に規定する権利を取得するおそれが少ないものとして政令で定めるものは、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める要件に該当するものとする。

一 当該権利の取得勧誘に応ずる取得者が適格機関投資家([法第六十三条第一項第一号](#) イからハまでのいずれにも該当しないもの)に限る。以下この号において同じ。)である場合 当該権利に係る契約その他の法律行為により、当該権利を適格機関投資家に譲渡する場合以外の譲渡が禁止される旨の制限が付されていること。

二 当該権利の取得勧誘に応ずる取得者が適格機関投資家等([法第六十三条第一項第一号](#) に規定する適格機関投資家等をいう。)のうち適格機関投資家以外の者([同号](#) イからハまでのいずれにも該当しないもの)に限る。ロにおいて「一般投資家」という。)である場合 次に掲げるすべての要件

イ 当該権利に係る契約その他の法律行為により、当該権利を取得し又は買い付けた者が当該権利を一括して他の一の者に譲渡する場合以外の譲渡が禁止される旨の制限が付されていること。

ロ 当該権利が有価証券として発行される日以前六月以内に、当該権利と同一種類のものとして内閣府令で定める他の権利(ロにおいて「同種の新規発行権利」という。)が有価証券として発行されている場合にあつては、当該権利の取得勧誘に応じて取得する一般投資家の人数と当該六月以内に発行された同種の新規発行権利の取得勧誘に応じて取得した一般投資家の人数との合計が四十九名以下となること。)

4 [法第六十三条第一項第二号](#) に規定する政令で定めるものは、第一条の三各号に掲げるものとする。

官製不況(1)

～Wikipediaより(抄)～

官製不況(かんせいふきょう)とは、公権力による法律や行政規制等の作為、または不作為が、特定の業種または国全体の経済に悪影響を及ぼし、意図的に企業の業績の悪化や景気低迷、不況を生じさせること。「官」による不況。政策目的達成のための手段が問題になることが多い。近年では、消費者保護や法令順守の重視を目的とした法律や行政規制の改正等がきっかけとなっていることから、「コンプライアンス不況」とも呼ばれる。

政策目的達成へ性急な手段をとる、または効果的な手段をとらないことが挙げられる。背景にはポピュリズムや、場の空気に支配されやすい国民性、また、根強いお上意識があるとの指摘もある。

日経ビジネス2008年5月12日号は、「政策がムードで決まっている」ことを原因としている。「詰まるところ、ムードに流されがちな政策決定過程には、その政策がもたらすプラス効果とマイナスの影響の冷静な分析が欠けているのだ。」「政党間のイデオロギー的な対立軸が失われ、『政策は風頼み』といわれて久しい。そういう環境では消費者保護のような政策は受けがいい。」そして、ムードの背景にあるのは「日本社会は周囲の人間との相対的な関係を重視する。唯一絶対神への信仰を持つ西洋と違い、『恥の文化』とも呼ばれる。政策が雰囲気決めりがちなのは、そうした背景にも一端がある」としている。

日経ビジネス2008年5月12日号の官製不況の特集(34頁から38頁)では、以下のように提唱している。「消費者保護が重要なことに議論の余地は無い。制度の隙間に落ちてしまった人の救済や、悪質業者の排除といった施策は必要。だが、保護が行きすぎて自由な企業活動を阻害すれば、コストになってすべての消費者に跳ね返る」「『消費者を守るべきだ』という空気に流されて規制強化が次々に決まり、それが官の肥大化と経済混乱を招いている構造。その連鎖を断ち切る手立てはないのか。」とした上で、不毛な官製不況から抜け出す3か条として「1『お上に頼る』意識を捨てよ 2 政策をムードで決めるな 3 政府は消費者の自立支援を軸に据えよ」

官製不況(2)

～Wikipediaより(抄)～

投資家保護を重視した結果、商品販売の際に過重な説明義務を課され、投資信託の販売額が2007年下半期は前年同期比3割減少した。また、サブプライムローン危機とあいまって、投資ファンドの日本離れを招いた。

金融商品取引法の下での不合理な例としては、加藤寛嘉悦大学学長(小泉純一郎元首相や、竹中平蔵慶應義塾大学教授の師)が銀行に投資信託を購入しに行ったところ、「80歳以上の方は親族と同席でなければお売りできません」と門前払いされたことが挙げられる。加藤学長は「消費者とは誰なのか。誰のための保護なのか。規制の巻き添えになる消費者のことをどう考えるのか」と述べている。また、塩川正十郎元財務大臣は三月初め、送金のため代理人が銀行に出向いたところ、塩川自身の来店を求められた。金融商品取引法で高齢者には本人確認が必要になったためである。塩川は「『いったい誰のための法律や。お客には迷惑千万やないか』『そんなしゃくし定規な制度では投資家も逃げる。顧客保護？ 行政が責任を逃れるアリバイと違うか』」と述べている。

多重債務問題の解消と借り手(消費者)保護のため、規制を強化し、上限金利の引き下げと総額規制を実施することが決定された。大手消費者金融・大手商工ローンは優良顧客を確保するために、新規の顧客について銀行系消費者金融と同じ水準まで上限金利を引き下げ、審査を厳しくして融資先の絞込みを行った。融資先の絞込みによる影響について、次のような見解がある。「中小零細企業や個人事業主の資金調達環境も非常に悪化しています。一貫した業績低迷による資金調達難に加え、昨年10月から信用保証協会の保証付き融資における「責任共有制度」というものが導入され、保証付き融資には80%しか保証がつかなくなりました。このため、さらに貸し渋り傾向が強まっているところへ貸金業法の改正が追い打ちをかけている。」「中小零細企業には、月末の決済に30万円、50万円という資金需要があり、通常は信金や信組からの借入でつないでいますが、突発的な少額の需要については、担保を必要としない消費者

官製不況(3)

～Wikipediaより(抄)～

金融や事業者金融、銀行のクレジットローンなどを活用してきました。しかし法改正でそうした道が結果的に閉ざされ、いよいよ状況は厳しくなっています。これからの産業構造、特に中小零細企業をどうしていきたいのかという観点からの抜本的な政策が必要であると感じます。」(東京情報大学情報ビジネス学科主催による公開講座、[帝国データバンク](#)情報部情報取材課長の発言)

過払い請求と銀行等が融資を引き締めたことから、中小零細貸金業者には倒産(民事再生等)・廃業(債権譲渡)するものが現れた。貸金業法改正に深く関与した金融庁の(中略)総務企画局信用制度参事官(当時、現総務企画局企画課長)は「制度を設計するときには、『借り手が多重債務に陥らないためには、貸し手の貸し方はどうあるべきか』という観点からのみ行っているのであって、業界地図がどう変わるかということは考えません。」「立法府も『これ以上多重債務者を発生させない』という判断を最優先した。そのために行われる改革の結果が業界にどのような影響を及ぼすかということは、総体として二の次の問題に位置づけられたということだと思います」と改正の趣旨を説明している。

米国の証券規制の登録制におけるVCファンドの扱い(1)

～米国の適格投資家(accredited investor)と自衛能力ある投資家(sophisticated investor)～

～前掲 川島いづみ氏『英米における投資勧誘規制と投資家の区分』より～

Ⅲ. アメリカにおける勧誘規制と投資家の区分

1. 投資勧誘に関する規制

アメリカ合衆国(以下、単にアメリカという。)では、連邦証券諸法によって、連邦の証券規制が形成されている。このうち、1933年証券法(Securities Act of 1933)は、証券の勧誘・販売について、連邦証券取引委員会(以下、単にSECという。)への登録を要求し、登録届出書の公開と証券購入者への目論見書の交付によって、投資家が情報に基づいて証券を取得するか否かを判断できるようにしている。投資のためのビークルに関する規制は、1940年投資会社法(Investment Company Act of 1940)によって行われる。また、ブローカー・ディーラーに対しては、1934年取引所法(Securities Exchange Act of 1934)が、SECへの登録を義務づけている。(中略)

2. 1940年投資会社法の規制

(1)1940年投資会社法に基づく登録

1940年投資会社法(以下、単に投資会社法という。)3条は、投資会社(investment company)を幅広く定義し、証券への投資に携わる投資ビークルを、その法的な形態を問わず、適用対象に包摂している。したがって、同法の邦訳としては「投資会社法」という訳語が定着しているものの、その実質は、投資ファンド法といえることができる。同法によって、投資会社の定義に該当するものは、原則として、SECへの登録を要求される。登録した投資ファンドは、同法上の多くの制限に服することになる。ただし、投資会社の定義には、同法3条(C)項(1)号および3条(C)項(7)号によって、典型的な2つの適用除外が提供されており、これに該当すれば、登録義務を免れることができる。第一のものは、投資家の数による適用除外であり、第二のものは、投資家の属性による適用除外である。

(2)投資家の数による適用除外

投資会社法3条(C)項(1)号は、投資会社の定義からの2つの適用除外の中では、より一般的なものである。次の2つがその要件である。

(a)当該発行者の証券が、公募(public offering)されていないこと、および、(b)当該発行者の証券が、100名以下の投資家によって受益的に保有されていること、である。(中略)

(3)投資家の属性による適用除外

投資会社法3条(C)項(7)号は、公募を行わないことを条件に、投資ファンドにおける投資者の数ではなく、その属性に焦点を当てて、次の要件に該当するものを投資会社から除外している。すなわち、(a)当該発行者の有価証券が公募されていないこと、および、(b)当該発行者の証券が、もっぱら適格取得者(qualified purchasers)である者によって保有されていること、である。つまり、3条(C)項(7)号は、公募をしないことを条件に、適格取得者等の数に上限を設けず、投資ファンドの投資を許容するものである。(中略)

米国の証券規制の登録制におけるVCファンドの扱い(2)

～米国の適格投資家(accredited investor)と自衛能力ある投資家(sophisticated investor)～

～前掲 川島いづみ氏『英米における投資勧誘規制と投資家の区分』より～

3. 1933年証券法による勧誘規制

(1)規制の構造

投資会社法における「投資会社」が投資ファンド等の法形態の如何を問わない包括的な概念であるのと同様に、連邦証券規制の適用範囲を画する概念として、「証券」(securities)という包括概念が用いられる1933年証券法(以下、単に証券法という。)は、2条(a)項(1)号において、「証券」を包括的に定義し、1934年取引所法も、これとほぼ同じ定義規定を設けている。ある権利が「証券」に該当すれば、その発行・流通について、連邦法の開示規制が適用され、SECへの発行登録等が必要となる。また、その証券の取引には、連邦証券規制の不正取引禁止規制が適用され、その証券の受託取引を行う者やその証券について自己売買を業として行う者には、業者規制が適用される。法的形態の如何を問わないので、リミテッド・パートナーシップであると、ユニット・トラストであると、カンパニーであるとかかわらず、投資ファンドの権益は、一般に証券の定義に当てはまる。そのため、適用除外に該当しない限り、その勧誘と販売には、SECへの登録が要求される。

証券法の目的の一つは、公衆に対してなされる証券の発行に際して、投資家に適切な情報開示を提供することであるといわれる。この目的を達成するため、発行者は証券の発行前に、登録届出書をSECに提出し、そこにおいて発行者と証券に関するすべての重要情報を開示しなければならない。しかしながら、すべての証券発行がこの登録要件に服するわけではなく、証券法にはさまざまな適用除外が規定されている。適用除外の主要なものは、適用除外証券と適用除外取引に分けられ、適用除外取引には、私募(プロ私募、少数私募、少額免除に相当)が含まれる。証券法4条は、同法5条の適用が除外される取引を列挙する規定であるが、4条(2)号において、発行者による取引であって、公募(public offering)を含まないものを掲げ、これについて、発行者の登録を定める同法5条を適用しない旨規定している。つまり、私募に対しては、登録の規定は適用されない。とはいえ、公募と私募という概念の曖昧さがなかなか払拭できないため、SECは、1982年に、それまでの規則を統合したセーフ・ハーバー規定として、Regulation Dを設けている。

(2)Regulation D

Regulation Dの基本となる概念は、適格投資家(accredited investor)であり、Regulation Dの定義規定である規則501においても、はじめに適格投資家の定義が定められている。その具体的な内容は後述するが、Regulation Dの規則506によれば、他の規則の遵守を前提として、発行者(投資ファンド等)は、第1に、適格投資家に対しては、上限数なしに、証券法4条(2)号の定め抵触することなく、つまりSECへの発行登録なしに、当該ファンドの証券について、勧誘・販売することができ、第2に、35名までは、適格投資家ではない者に対しても、自衛能力ある投資家(sophisticated investors)であることを条件に、証券を勧誘・販売することができる。

Regulation Dは、前述のように、証券法4条(2)号のセーフ・ハーバー規定であるので、規則506の条件を満たすことができない場合であっても、当然に4条(2)号の該当性が否定されるわけではない。ちなみに、規則504には、12ヶ月間において総額100万ドル以下の募集、規則505には、12ヶ月間において総額500万ドル以下の募集について、それぞれ適用除外規定が設けられている。(以下略)

米国の証券規制の登録制におけるVCファンドの扱い(3)

米国では、2009年に、「Dodd-Frank Wall Street Reform及びConsumer Protection法」(Dodd-Frank法)によって、Investment Advisers Act (投資顧問法)を改定し、VCなどのファンド運用業者を含めてInvestment Advisersとし、それまでであった顧客数15社以下のinvestment advisersの登録免除も廃止されたが、

同法はその後さらに2011年に改正され、ベンチャーキャピタルファンド専門のInvestment Advisersは登録制の適用除外とされた。

適用除外となるベンチャーキャピタルファンドの要件は以下の通り。

- (1) Holds no more than 20% of the VCF's capital commitments in non-qualifying investments (NQIs), other than permissible short-term holdings
 - * Qualifying investments (QIs) generally consist of equity securities of "qualifying portfolio companies" (QPCs) that are directly acquired by the VCF.
- (2) Does not borrow or otherwise incur leverage other than limited short-term borrowing (excluding certain guarantees of QPCs);
- (3) Does not offer its investors redemption or other similar liquidity rights except in extraordinary circumstances;
- (4) Represents itself as pursuing a venture capital strategy to its investors and prospective investors;
- (5) Is not registered under the Investment Company Act and has not elected to be a "business development company."

ただし、記録の保管や金融当局への報告義務は継続。